



La batalla por Copeinca

Trabajo de Investigación para optar el Grado de
Máster en Dirección de Empresas

Percy Willians Maringota Alvarado
Aldo Miguel Huanca Alarcón

Asesor:
Mtr. Eduardo Rafael Roncagliolo Faya

Lima, junio de 2020

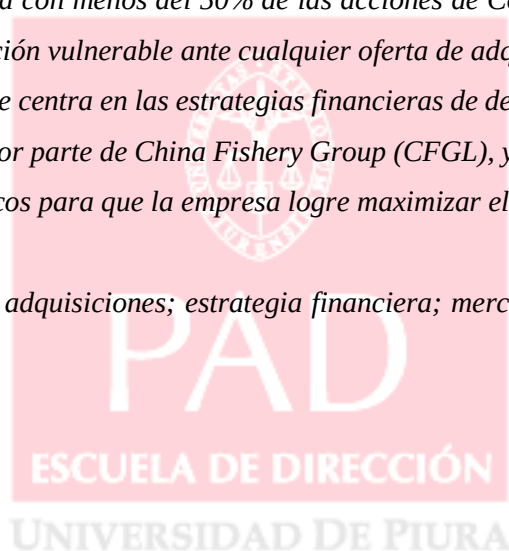
Resumen ejecutivo

Al 2012 la Corporación Pesquera Inca (Copeinca) es una de las empresas peruanas productoras de harina y aceite de pescado más grande de Perú y del mundo. Destacó por ser una de las más eficientes y rentables del sector debido a su producción a gran escala, lo cual le permitió tener también economías de escala. Dicho beneficio posibilitó que creciera de forma sostenida hasta llegar a tener una cuota asignada de pesca del 10.7%, la segunda más grande del sector (esta cuota fue asignada por el Gobierno desde el 2008).

A partir del 2007, la empresa comenzó a listar en la Bolsa de Oslo, dado que dicho mercado de capitales valoraba mucho el sector pesca; sin embargo, factores externos afectaron el valor por acción de tales compañías hasta caer por debajo del precio promedio del sector. Un factor adicional e importante era que la familia Dyer contaba con menos del 50% de las acciones de Copeinca, situación que colocaba a la compañía en una posición vulnerable ante cualquier oferta de adquisición hostil.

La presente investigación se centra en las estrategias financieras de defensa que realizó Copeinca ante una oferta del tipo hostil, por parte de China Fishery Group (CFGL), y destaca los principales sucesos y acciones que fueron críticos para que la empresa logre maximizar el valor por acción.

Palabras clave: fusiones y adquisiciones; estrategia financiera; mercado de valores; valorización de empresas



Abstract

As of 2012, Corporación Pesquera Inca (Copeinca) one of the largest companies within the fishmeal and fish oil industry in Peru and worldwide. Its business, considered as one of the most efficient and profitable due to its large-scale of production, getting this way economies of scale, wich allowed Copeinca grow until get 10.7% of assigned fishing quota, possitioning the company as the second one in the industry by fishing quota (assigned by the peruvian government since 2008).

As of 2007, the company began listing on the Oslo Stock Exchange because this market appreciated the fishery companies; however, external factors impacted the value per share until falling down below the average sector price. An additional factor to consider was that the Dyer family had less than 50% of Copeinca's shares, wich made them vulnerable to any hostile takeover offer.

This research is focused on the defense strategies that Copeinca applied related to the hostile takeover offer by China Fishery Group Limited (CFGL), highlighting the main events and actions that were critical for the company in order to maximize the value per share and benefits for the shareholders.

Keywords: *mergers and acquisitions; Financial strategy; Stock market; Company valuations*

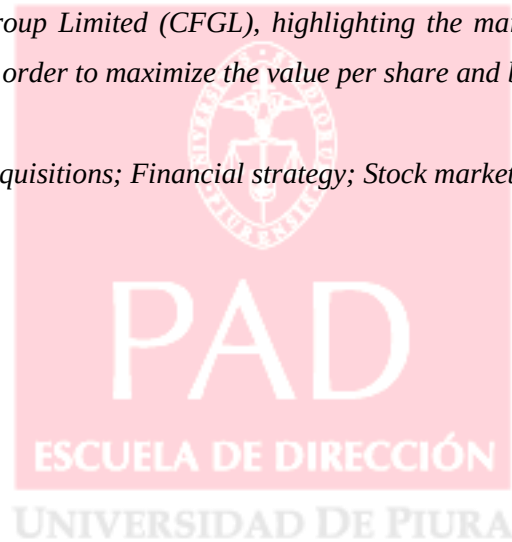


Tabla de contenido

Resumen ejecutivo.....	iii
Abstract.....	v
Índice de tablas.....	ix
Índice de anexos TN.....	xi
Capítulo 1. La batalla por Copeinca.....	1
1.1. Antecedentes de la compañía.....	1
1.2. El sector pesquero en el Perú.....	4
1.2.1. Desembarque.....	4
1.2.2. Transformación.....	5
1.2.3. Comercialización.....	5
1.2.4. Posición del Perú en el sector pesquero mundial.....	6
1.2.5. Regulación y factores críticos de la industria.....	6
1.2.6. Competidores.....	8
1.3. La batalla por Copeinca.....	8
1.3.1. Copeinca antes de la OPA.....	8
1.3.2. Oferta pública de adquisición de CFGL.....	9
1.3.3. Acciones defensivas para maximizar el valor.....	10
Anexos.....	13
Anexo 1. Indicadores financieros claves.....	13
Anexo 2. Cadena de valor.....	14
Anexo 3. Proceso productivo de la harina y del aceite de pescado.....	15
Anexo 4. Desembarque de recursos hidrobiológicos marítimos y continentales según utilización, 2008-2012.....	16
Anexo 5. Desembarque de recursos marítimos, según puerto, 2012.....	17
Anexo 6. Transformación de productos pesqueros, según giro industrial, 2008-2012 ..	18
Anexo 7. Venta interna y exportaciones de productos marítimos, 2008-2012.....	19
Anexo 8. Exportaciones de productos de la pesca, según giro industrial, 2008-2012....	20
Anexo 9. Exportación de harina de pescado, según continente y país de destino, 2012	21
Anexo 10. Participación de los 18 principales productores de pesca de captura marina mundial, 2012.....	22
Anexo 11. Otros factores que influyen en la industria.....	23

Anexo 12. Distribución de límites máximos de captura	24
Anexo 13. Exportación definitiva sector pesquero, 2012	25
Anexo 14. Principales competidores	26
Anexo 15. Accionistas de Copeinca 2012	28
Anexo 16. Valoración de Copeinca, método de descuento de flujos	29
Anexo 17. Valoración de Copeinca, múltiplos y transacciones comparables	37
Anexo 18. Sinergias que encuentra Cermaq con Copeinca	38
Capítulo 2. Teaching Note	39
2.1. Análisis del sector	39
2.1.1. Desembarque.....	39
2.1.2. Transformación	39
2.1.3. Comercialización	39
2.1.4. Posición del Perú en el sector pesquero mundial	40
2.1.5. Regulación y factores críticos de la industria	40
2.1.6. Competidores	41
2.1.7. <i>Drivers</i> de valor y barreras de entrada	41
2.2. Estrategia.....	42
2.3. Crecimiento intensivo vs. Control de la compañía	45
2.4. Maximización de valor de Copeinca.....	46
2.4.1. Primeras acciones para maximizar el valor.....	46
2.4.2. Valorización de Copeinca	46
2.4.3. Estrategia posterior para maximizar valor	51
2.5. Conclusiones	53
Bibliografía	55
Anexos TN.....	61

Índice de tablas

Tabla 1. Valoración de Copeinca – Múltiplos.....	50
Tabla 2. Valoración de Copeinca – Transacciones comparables	51
Tabla 3. Resumen de valoración	54



Índice de anexos TN

Anexo TN 1. Proyección de demanda y precios	61
Anexo TN 2. Tasa de descuento (WACC).....	64
Anexo TN 3. <i>Free cash flow</i> y valor por acción de Copeinca	65
Anexo TN 4. Análisis del sector - Porter	66



Capítulo 1. La batalla por Copeinca

El CEO de la Corporación Pesquera Inca (en adelante, Copeinca), al llegar a su oficina y revisar su bandeja de entrada de correo electrónico, confirmó lo que ya era una noticia en Oslo, Noruega. Su agente corredor de bolsa, con base en Oslo, le comunicaba que China Fishery Group Limited (en adelante, CFGL) había presentado una oferta pública de adquisición (OPA) hostil por las acciones de Copeinca, listadas en la Bolsa de Valores de Oslo.

Al 2012 Copeinca era una de las empresas peruanas más grandes del sector pesquero, tanto por los puntos de cuota de pesca (10.7% en la zona centro norte y 3% en la zona sur) (Copeinca, 2010, p. 42) como por el monto de sus exportaciones (USD 314.2 millones) (Copeinca, 2013b, p. 136). Su producción se centra en la elaboración de harina y aceite de pescado, y opera toda la cadena de valor, desde la captura hasta la comercialización de sus productos. Asimismo, destaca por la calidad de sus productos y por su eficiencia operativa, lo cual ha repercutido en sus resultados. Durante el periodo 2005-2012, obtuvo un crecimiento en ventas y de Ebitda a una tasa anual de 20% y 16%, respectivamente, lo que la convirtió en una de las empresas más rentables del sector (Copeinca, 2013b, p. 4). (Ver anexo 1).

Luego de haber recibido la inesperada noticia de la OPA, el CEO y el CFO de la compañía coordinaron una reunión. Debían prepararse no solo para informar al Directorio acerca de la OPA, sino también para presentar un plan de acción que considerara la mejor alternativa para los accionistas. Durante la reunión surgieron preguntas clave, como ¿cuánto podía valer realmente la empresa?, ¿qué acciones o estrategias defensivas podían emplear?

1.1. Antecedentes de la compañía

Copeinca fue constituida en julio de 1994 por Luis Dyer Ampudia, Rosa Coriat Valera, Edward Dyer Ampudia y Samuel Dyer Ampudia, sus socios fundadores. Como habíamos mencionado, Copeinca se enfoca en la producción de harina y aceite de pescado, y abarca toda la cadena de valor: desde la captura hasta la distribución. En el 2012 se consolidó como la segunda empresa pesquera más grande del Perú (Tecnología de Alimentos S.A. era la primera). A la fecha, sus productos se comercializaban, principalmente, en mercados extranjeros, como el de China, Alemania, Japón, Vietnam, Taiwán, Bélgica, Dinamarca, Chile y otros, siendo China el principal mercado (Copeinca, 2013b, pp. 10, 25, 70).

Durante su primer año, ya contaba con una planta de producción de harina y aceite de pescado, con una capacidad de 68Tm/h, ubicada en Bayóvar. Como parte de su estrategia de

crecimiento, en 1997 los socios fundadores adquirieron algunas embarcaciones (1,500 Tm de bodega) y construyeron su primera planta de congelados (70 Tm/día). Al año siguiente, superaron una crisis en el sector, ocasionada por el fenómeno de El Niño. Pero es a partir de 1999 que decidieron replantear su estrategia de crecimiento con foco en eficiencia, y los resultados se vieron en el primer trimestre del 2000, donde obtuvieron ahorros de más de USD 1 millón. Posteriormente, continuaron con su expansión a lo largo del litoral peruano, consiguiendo así eficiencias operativas, el incremento de capacidad de planta, la adquisición de embarcaciones (670 Tm) y una planta de harina (50 Tm/h) en Supe. En el 2001 implementaron un ERP y lograron ampliar la capacidad de bodega en 2760 Tm, mediante adquisición de embarcaciones y un acuerdo con armadores pesqueros. Entre el 2002 y 2003 construyeron una planta en Chicama (50 Tm/h), adquirieron embarcaciones (880 Tm) y cerraron la planta en Supe para trasladar toda la capacidad productiva hacia Chicama, obteniendo una capacidad total de 120 Tm/h; al año siguiente, alquilaron dos plantas de harina de pescado en Chimbote y Casma. Respecto a las inversiones realizadas por la sociedad, cabe mencionar que la mayoría de ellas fueron financiadas con la capitalización de utilidades y con caja (Copeinca, 2005, pp. 27-28).

En el 2005, Copeinca tenía como estrategia continuar con su consolidación en el sector pesquero. En ese sentido, compró más embarcaciones para aumentar su capacidad de bodega a 8,700 m³ y adquirió tres plantas adicionales que les permitió incrementar su capacidad de producción a 552 Tm/hr (Paíta, Casma y Huarney). Este crecimiento en su producción estaba alineado a su objetivo de tener mayor presencia a lo largo del litoral peruano (zona sur) y optimizar la distribución de sus embarcaciones. Para estas adquisiciones, y para amortizar otros préstamos incurridos a corto y mediano plazo, Copeinca negoció un crédito a largo plazo con el banco Credit Suisse por un monto de USD 31 millones. Adicionalmente, modificó el perfil de la harina de pescado, de una tradicional a una de calidad, para llegar a los clientes más exigentes por producto (Copeinca, 2006, p. 44).

A lo largo del 2006, Copeinca llegó a capturar el 5.13% de cuota de pesca, lo que le permitió ser la cuarta empresa dentro del sector. En el 2007 cambió su estrategia de financiamiento para soportar su crecimiento mediante la colocación de acciones en la Bolsa de Valores de Oslo. Con ello logró recaudar USD 260 millones entre enero y junio (USD 130 millones/mes). En febrero del 2007, firmó un acuerdo para realizar una fusión con la Corporación Pesquera Ribar y la Corporación Fish Protein, para aumentar su capacidad de flota a 15,345 m³ y su capacidad de planta a 737 Tm/h (el pago fue de USD 81 millones en efectivo y una emisión de nuevas acciones por un valor de USD 67.8 millones). La adquisición de la pesquera Ribar era estratégica, dado que su flota era una de las más eficientes del país y

contaba con un sistema de refrigeración para producir productos de alta calidad. También logró adquirir el 100% de Pacific Fishing Business (USD 39 millones que fueron pagados en efectivo), con lo que esperaba alcanzar el 8.42% de la capacidad de flota del sector (Copeinca, 2007, p. 64). Posteriormente, la compañía adquirió Jadrán S.A., Corporación Pesquera Newton y Pesquera Industrial El Ángel; estas adquisiciones fueron financiadas con un crédito de USD 185 millones por un préstamo sindicado por Credit Suisse, Glitnir, BBVA y West LB (Copeinca, 2008, p. 10). Al término de la primera colocación en la Bolsa de Valores de Oslo, la familia Dyer contaba con el 61.54% de acciones de la empresa (Copeinca, 2007, p. 22); al cierre del 2007, luego de la segunda colocación de acciones y la nueva emisión., tuvo como resultante, aproximadamente, el 40% de acciones en su poder. Cabe resaltar que, en este periodo, con las seis adquisiciones antes mencionadas, la empresa duplicó su tamaño en activos (Copeinca, 2008, pp. 24, 36, 110).

Para el año 2008, la estrategia aplicada por Copeinca fue la de consolidar todas las adquisiciones realizadas e integrarlas, con miras a obtener eficiencias; el resultado de tal movimiento fue que se quedaron con diez de las doce plantas. En junio de ese año, el Ministerio de la Producción (en adelante, Produce) promulgó la Ley sobre límites máximos de captura por embarcación, también conocida como Ley de cuotas individuales. Esta ley establece los límites de cuota de pesca del año y otorga a cada embarcación el derecho a una cantidad de pesca. La cuota asignada a Copeinca fue del 10.7% (región centro norte) y 3.2% (región sur) (Copeinca, 2009, pp. 36-37). Al 2009 la sociedad continuó con optimizar operativamente la empresa para afrontar de la mejor manera la reciente ley promulgada. El resultado de estas eficiencias fue que la empresa trabajó con treinta de las sesenta y cuatro embarcaciones (sin reducir su capacidad total de bodega, de aproximadamente 11,000 m³) y con seis de las diez plantas (Copeinca, 2010, pp. 12, 43).

En el 2010 se enfocaron en completar la reestructuración y ejecutar el plan de inversiones por USD 80 millones para los próximos dos años (Copeinca, 2011, p. 11). De aquel monto, invirtieron USD 55 millones en potenciar sus plantas y embarcaciones, para optimizar su rendimiento; y los USD 25 millones restantes fueron invertidos al año siguiente. Este plan de inversiones fue posible gracias al financiamiento con emisión de bonos sénior por USD 175 millones (Copeinca, 2012, p. 13). Para el año 2012, Copeinca se enfocó en realizar inversiones, por USD 20 millones de Capex, en programas proactivos que permiten reducir las emisiones ambientales. Es preciso mencionar que, durante ese año, tuvo una reducción significativa de la cuota global a causa de un fenómeno de El Niño moderado (3.5 millones de los 5.5 millones de Tm proyectados); sin embargo, gracias a las inversiones en mejoras en los

años previos, y decisiones tácticas como aumentar el precio a sus productos, les fue posible obtener resultados financieros positivos (Copeinca, 2013b, pp. 24-25).

1.2. El sector pesquero en el Perú

El sector pesquero comprende diversas actividades, como son las de extracción o desembarque, transformación y comercialización de recursos hidrobiológicos —peces, moluscos, crustáceos u otros— que se destinan para el consumo humano directo e indirecto (SNP, 2019 e INEI, s. f.-e),

De acuerdo con el glosario elaborado por el Organismo de Evaluación y Fiscalización Ambiental [OEFA] (s. f.), presentamos las siguientes definiciones:

- a. “Consumo humano directo: el recurso hidrobiológico extraído se encuentra destinado al consumo humano de forma directa, sea de manera enlatada, congelada, curada o a través de otra presentación.” (definición 4).
- b. “Consumo humano indirecto: el recurso hidrobiológico extraído se destina a la elaboración de harina y aceite de pescado.” (definición 5).

Para una ampliación de lo mencionado, en los anexos 2 y 3 se muestra la cadena de valor y el proceso productivo de la harina y el aceite de pescado, respectivamente.

A continuación, se detallan las actividades de desembarque, transformación y comercialización.

1.2.1. Desembarque

La actividad de desembarque se refiere al volumen de recursos hidrobiológicos descargados en puerto, caleta y playa marítima —independientemente de donde se hayan extraído—, ya sea de la pesca o acuicultura (marítima o continental en ambos casos). Durante el 2012, se registró un desembarque total de recursos hidrobiológicos de 4,861 miles de Tm. En aquel año, la anchoveta fue la principal especie extraída y representó un 76% del total del desembarque destinado al consumo humano indirecto. Y entre los años 2008-2012, la anchoveta concentró, en promedio, el 81% del total de la pesca (Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI] (s.f.-a). (Ver anexo 4).

Al respecto, Maza y Tresierra (2012) afirman lo siguiente:

La pesca de anchoveta se realiza en dos zonas del litoral peruano diferenciadas: la zona centro norte y la zona sur. [En el año 2012,] la región centro norte del litoral concentra la mayor disponibilidad de biomasa [—el 73% de la captura permitida (INEI, s.f. b; ver anexo 5)—],

dada la poca profundidad (100 m) del zócalo, lo que [favoreció el] 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. (p. 5).

1.2.2. Transformación

La transformación o procesamiento de recursos hidrobiológicos durante el 2012 registró una producción total de 1,517 miles de Tm, siendo la harina de pescado la principal actividad. En aquel año logró un total de 56%; mientras que durante el periodo 2008-2012, su promedio fue de 63%. El pescado congelado destinado al consumo humano directo representó la segunda principal actividad productiva, con 25% del total de la producción al año 2012 (INEI, s. f.-c). (Ver anexo 6).

Las fluctuaciones en los volúmenes de producción están ligadas a las fluctuaciones del desembarque, específicamente de la anchoveta, ya que esta especie es la principal materia prima para llevar a cabo la elaboración de productos destinados tanto al consumo humano directo como indirecto.

1.2.3. Comercialización

La comercialización está compuesta por actividades de venta interna y exportaciones. Como se muestra en el anexo 7, durante el 2012 las ventas internas representaron un 24% del total de la comercialización (669 miles de Tm); y en los cinco años anteriores (2008-2012), el promedio fue de 23%, con una tasa de crecimiento constante de 4% anual. De otro lado, las exportaciones representaron el 76% del total de las ventas (2,159 miles de Tm); y durante los cinco años previos, el promedio fue de 77% de la actividad comercial. Durante el 2010-2012, las exportaciones se recuperaron a una tasa del 15% anual (INEI, s. f.-d, s. f.-e). (Ver anexo 7).

En los cinco años anteriores al 2012, el 80% de las exportaciones se concentró en la venta de productos de consumo humano indirecto. La comercialización de harina de pescado fue de 1,335 miles de Tm (el 62% del total exportado). Los productos destinados al consumo humano directo representaron 20% en promedio, siendo los productos congelados los más representativos, con un 19% del total en el 2012 (INEI, s. f.-e). (Ver anexo 8).

El Perú exporta harina de pescado a diversos países alrededor del mundo. Su principal mercado es el asiático, el cual concentró el 74% de las ventas totales durante el 2012 (976 Tm), y tuvo a China como principal comprador, con 686 Tm (el 51% del total de las ventas). El

mercado europeo figura como el segundo mayor comprador, con 21% del total de las ventas, y le sigue el mercado americano, con 5% de las ventas totales. Los mercados más pequeños son África y Oceanía (INEI, s. f.-f). (Ver anexo 9).

1.2.4. Posición del Perú en el sector pesquero mundial

Perú cuenta con una participación mundial de 6.03%. Está posicionado como el cuarto mayor productor de pesca de captura marina dentro de los dieciocho países de mayor manufactura, los cuales representan un 76.2% del mercado mundial. China es el país con mayor participación, con 17.4%. Considerando solo los países latinoamericanos, dentro del *ranking* de los dieciocho mayores productores, Perú se ubica como el principal productor pesquero, con 54% de representatividad en la región; lo siguen Chile, con 29% (a nivel mundial, 3%), y México, con 17% (a nivel mundial, 2%) (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura [FAO], 2014). (Ver anexo 10).

1.2.5. Regulación y factores críticos de la industria

En la descripción del sector de Austral Group (2019) se menciona lo siguiente:

Las actividades del sector se rigen por el Decreto Ley N° 25977, Ley General de Pesca, y su Reglamento, Decreto Supremo N° 012-2001-PE, normas que fijan la intervención del Estado en esta actividad con el objeto de promover su desarrollo sostenible como fuente de alimentación, empleo e ingresos, asegurar un aprovechamiento responsable de los recursos hidrobiológicos y optimizar los beneficios económicos de la misma, en armonía con la preservación del medio ambiente y la conservación de la biodiversidad.

Actualmente, la administración y control de la actividad pesquera en el ámbito nacional recae en el Ministerio de la Producción (PRODUCE), el cual establece vedas biológicas durante las épocas reproductivas de la anchoveta o cuando se cubre la cuota de extracción recomendada por el Instituto del Mar del Perú (IMARPE). (párr. 1 y 2).

Antes de ser promulgada la Ley N° 25977, el Estado había realizado numerosos esfuerzos, con el fin de reducir los síntomas de agotamiento de la anchoveta, producto de su sobreexplotación ocasionada por el sobredimensionamiento de la flota industrial; sin embargo, estos no tuvieron el resultado esperado. Con su última medida, la cuota global (conocida como “carrera olímpica”) restringía a las embarcaciones respecto a la especie que debían capturar y a su capacidad de bodega, pero no al número de veces que podían pescar. Por ello, apenas iniciaba

la temporada de pesca, competían por conseguir la mayor cantidad de anchoveta en el menor tiempo posible. La temporada de pesca en la zona centro norte se redujo de 200 días en el 2001 a 47 durante el año 2007 (Figueroa, 2011, pp. 1-3).

Es en el 2009 cuando entró en vigencia el esquema de Límites Máximo de Captura por Embarcación (LMCE), que permitió asignar un porcentaje de la cuota global por embarcación en función de su récord de captura histórica y su capacidad de bodega por embarcación. Este esquema generó un impacto positivo en la protección de la biomasa y en la calidad de sus productos derivados (aceite y harina de pescado) (Austral Group, 2019, p. 16, párr. 4).

Esta disposición, a su vez, permitió las siguientes mejoras:

- Mayor orden.
- Conservación de las especies.
- Control sobre la explotación sobre los recursos hídricos.
- Mayor poder de negociación de los armadores.
- Planificación de la producción de la harina de pescado.
- Mayor control sobre la industria y las embarcaciones.
- Reducción de la flota.
- Reducción de la contaminación.
- Mayor producción y mejor calidad de la harina. (Maza y Tresierra, 2012, p. 4).

Adicionalmente, la disposición antes mencionada intensificó el proceso de consolidación en la industria pesquera a través de adquisiciones y fusiones. Por ese motivo, Copeinca aceleró la adquisición de embarcaciones, cuyo valor no era la embarcación per se, sino la adquisición del derecho de pesca (cuota) que esta tenía asignada. Es decir, el valor de la sinergia que Copeinca veía en las adquisiciones era obtener este derecho de pesca, para luego repotenciar otros barcos o adquirir unos más grandes que le permitieran consolidar las cuotas ganadas. Del mismo modo, buscaba también invertir en plantas de producción de harinas y aceite de pescado más eficientes, con las que pudiera procesar estos grandes volúmenes para obtener una producción por economías de escala que le brindaran mayores eficiencias, y con ello reeditar mayor rentabilidad.

La regulación de cuotas de pesca en el sector forma parte de los factores críticos que influyen en la industria pesquera, así como la variación de la demanda, variación de la oferta, modificación de las regulaciones, cambio climático, variación de la cuota individual asignada y la variación en el precio de la anchoveta tercerizada (Maza y Tresierra, 2012, pp. 7-9). (Ver anexo 11).

1.2.6. Competidores

En este sector, son siete las empresas pesqueras que concentran el 59% de participación de mercado bajo la distribución de límites máximos de captura de la principal zona de extracción (centro norte del Perú) (Maza y Tresierra, 2012, p. 12). (Ver anexo 12).

De las exportaciones que se llevaron a cabo en el 2012, las cuales ascendieron a USD 2.312 millones, solo dos empresas tuvieron ventas mayores a USD 200 millones: Tecnológica de Alimentos S.A. (Tasa) y Copeinca (Sunat, 2006). (Ver anexos 13 y 14).

1.3. La batalla por Copeinca

1.3.1. Copeinca antes de la OPA

Para soportar su plan de crecimiento, a partir del 2006, los accionistas de Copeinca decidieron realizar una colocación en la Bolsa de Valores de Oslo, por ser Noruega un país que valora el sector pesquero y cuenta con una bolsa especializada en dicho sector. Al llegar al 2012, no tenían planes de vender la compañía, y durante los siguientes años empezaron a considerar iniciativas que les permitieran diversificar el riesgo, tales como crecer en nuevas líneas de negocio y/o brindar mayor valor agregado a sus productos:

- Inversión en I+D en productos de consumo humano directo, pues sus competidores directos (Tasa y Exalmar) ya venían haciéndolo. Un punto a favor de esta iniciativa era que Copeinca tenía una cuota pequeña de jurel y caballa.
- Invertir en algunos procesos adicionales que les permita obtener aceite de pescado con tratamiento adicional para obtener un producto con mayor concentración y purificado (como consecuencia, lograr mayores márgenes). Este aceite era utilizado por la industria farmacéutica para la obtención del Omega 3, empleado para el desarrollo de medicamentos cardiovasculares.
- Agregar algunos procesos adicionales que les permita procesar y obtener harina de pescado con mayores propiedades digestivas.

Los accionistas estimaban que estos puntos serían los que impulsaran el crecimiento de la empresa en los próximos años. Otra de las prioridades de la compañía era cumplir completamente con las regulaciones medioambientales (Ochoa, 12 de marzo de 2013).

Según la *Memoria anual 2012*, al término del año el accionariado de Copeinca estuvo compuesto, principalmente, por Dyer Coriat Holding (32.6%), Ocean Harvest (13.9%), Euroclear Bank SA (11.3%) y Weilheim Investments SL (6%), que suman un total de 63.8%

de las acciones suscritas (58,500.000), y al 31 de diciembre la cotización de sus acciones en la Bolsa de Valores de Oslo era de USD 7.35 por acción, con lo cual su capitalización bursátil ascendía a USD 429.97 millones (TC 5.5783 USD/NOK) (Copeinca, 2013b, pp. 37, 136). (Ver anexo 15).

1.3.2. Oferta pública de adquisición de CFGL

El CEO de Copeinca, al llegar a su oficina y revisar su bandeja de entrada de correo electrónico confirma lo que ya era una noticia en Oslo, Noruega. Su agente corredor de bolsa, con base en Oslo, le comunicaba que CFGL había presentado una oferta pública de adquisición (OPA) hostil por las acciones de Copeinca, listadas en la Bolsa de Valores de Oslo. Fue grande la sorpresa para todos en la empresa, principalmente para los directivos, así como para los accionistas, ya que no estaba prevista tal situación.

CFGL realizó su anuncio de oferta pública de adquisición (OPA) el 26 de febrero del 2013 y valoró a la pesquera peruana en USD 555.8 millones, monto con el que pretendían obtener el 100% de las acciones de Copeinca, es decir, USD 9.50 por acción. En aquel entonces, las acciones de Copeinca estaban cotizadas en USD 7.24, por lo que la oferta de CFGL suponía un *upside* de 31.3% respecto a dicha cotización. Esta OPA iba a estar vigente del 13 de marzo al 12 abril de aquel año. Dada la OPA presentada, la administración de Copeinca consultó a los accionistas, así como a los integrantes del Directorio, si alguno de ellos había tenido algún acuerdo con CFGL para la venta de la compañía, y todos lo negaron rotundamente.

CFGL es un *holding* de inversión que participa en el sector pesquero mundial. Paniagua (2013) señala que “cuenta con acceso a los recursos pesqueros más importantes del mundo. Su negocio incluye la gestión y operación de embarcaciones pesqueras, así como la comercialización de pescados, harina y aceite de pescado, además de otros productos marinos” (p. 36). Sus principales clientes son mayoristas, empresas procesadoras de alimentos, distribuidores y fabricantes de cápsulas, principalmente de Asia, Europa y África (Paniagua, 2013). CFGL veía en esta compra un alto potencial de convertirse —respecto a la actividad de extracción— en el mayor productor de nuestro país y así obtener el control del 16.9% de la cuota de pesca en la zona norte y centro, y un 14.7% en la zona sur; además de poder volverse en uno de los más grandes productores de harina y aceite de pescado a nivel mundial.

Para el CEO de Copeinca, la adquisición que CFGL haría sería estratégica, por la considerable cuota de pesca que tiene asignada y la importancia del mercado peruano en la fabricación de harina de pescado (30% la producción mundial y 41% de las exportaciones), que

llegaron a ser entre 4 y 6 millones por año desde 1999 al 2012; tomando en cuenta que el 41% de las exportaciones las hacía China (Ochoa, 2013).

El 13 de marzo del 2013, fecha de inicio de la OPA, ocurrió un suceso inesperado que puso en mayor exposición la pérdida de control de la compañía. Un día antes, CFGL había emitido un comunicado en el que señalaba el acuerdo al que llegó con Ocean Harvest por el 9.9% de acciones de Copeinca, y un preacuerdo de venta adicional del 4%. Asimismo, en dicho comunicado sostenía que tenía preacuerdos por el 41% de acciones de Copeinca. Estos estaban compuestos por un compromiso de venta con un grupo de accionistas que poseían el 18.2%; además, basado en sondeos previos a la oferta, estimaba que contaba con el 10.8% de uno de los principales accionistas, los 9.9% ya adquiridos y un 2.6% de otro grupo (China Fishery Group, 13 de marzo del 2013). ¿Cómo debían tomar el Directorio y los accionistas de Copeinca este comunicado por parte de CFGL?

1.3.3. Acciones defensivas para maximizar el valor

En primera instancia, luego de la OPA presentada por CFGL el 26 de febrero del 2013, el CEO y el CFO de la compañía reunieron toda la información necesaria para valorizarla (ver anexos 16 y 17), considerando los métodos de descuento de flujos, valoración por múltiplos y transacciones comparables. Por su parte, los directores, en vista de que la oferta fue hostil también contra el Directorio —y para proteger los intereses de todos sus accionistas—, contrataron asesores financieros externos como UBS, DNB Markets y Carnegie. De ambas situaciones, en Copeinca debían considerar todas las opciones disponibles para maximizar su valor por acción (Copeinca, 2013b, p. 59). De ahí surge la oportunidad de realizar una alianza con Cermaq, una empresa dedicada a la acuicultura (segunda productora de salmón en el mundo) y a la producción de alimentos balanceados para peces, cuya principal materia prima era el aceite y la harina de pescado; y que, además, tenía como principal accionista al Estado noruego, con 41% en el accionariado (“Noruega Cermaq compró Copeinca”, 5 de abril del 2013). El 4 de abril, ambas empresas acordaron la adquisición, por parte de Cermaq, de 852,993 acciones de Copeinca a un valor por acción de USD 10.46 (10.9% más que el ofrecido por CFGL) y unos acuerdos futuros de adquisición por un total de 23 millones de acciones, aproximadamente (Copeinca, 2013a).

El 22 de marzo, CFGL le advierte a Copeinca acerca de una obstrucción a la oferta voluntaria, mediante la emisión de nuevas acciones. Al respecto, le indica que, de ser el caso, procederá a tomar acciones legales contra la obstaculización de una oferta voluntaria (China Fishery Group, 22 de marzo del 2013). Sin embargo, el 5 de abril Copeinca emitió 11.7 millones

de acciones adicionales, mediante una colocación privada a Cermaq, por un valor de USD 10.46 por acción. El 11 de abril, CFGL igualó la oferta ofrecida por Cermaq, con validez hasta el 10 de mayo. Esta oferta la realizó de forma integral, dado que incluía a las recientes acciones adquiridas por Cermaq (China Fishery Group, 11 de abril del 2013). Posteriormente, Cermaq ya analizaba adquirir al 100% Copeinca. Es preciso mencionar que, hasta ese entonces, las acciones que estaban en poder de la familia Dyer abarcaban el 32.8% de las acciones de Copeinca (Dyer Coriat Holding SL, Weilheim Investments SL y otros minoritarios) (Copeinca, 2013c).

Jon Hindar (como se cita en “Noruega Cermaq adquiere más del 50% de Copeinca”, 5 de abril del 2013), respecto a la intención de comprar Copeinca por parte de la compañía China Fishery, dijo lo siguiente:

Esta transacción, una vez terminada, fortalecerá la posición de Cermaq como una empresa integrada de proteína marina, con significativa posición en el mercado mundial de materias primas marinas, que son esenciales para la industria del salmón.

Se prevé un potencial anual de la sinergia antes de impuestos [sic] en el rango de 250 millones a 270 millones de coronas cuando se complete de forma progresiva desde el 2017, mientras se esperan sinergias sustanciales ya a partir del 2014. (...) Se espera que la transacción aumente el valor de las ganancias por acción para el 2013. (párr. 5 y 6).

Marine Harvest, uno de los accionistas minoritarios de Cermaq, no veía con buenos ojos la fusión con Copeinca. Sus principales argumentos eran que aquella carecía de recursos de gestión (dado que es otro negocio) y no tenía experiencia en el tratamiento de riesgos políticos en Perú. Y a pesar de que reconoció que la materia prima era estratégicamente importante, según sus proyecciones a corto plazo en materia primas, Copeinca solo podría cubrir el 50% de la demanda actual de Cermaq. Por último, cuestionó las proyecciones presentadas por Cermaq aduciendo que fueron muy conservadoras y que, además, EWOS (Filial de Cermaq) y Copeinca las habían elaborado (“Cermaq ASA: Letter to shareholder”, 5 de noviembre del 2013).

El 30 de abril de 2013, Harvest presentó una OPA por un monto de USD 1.700 millones por Cermaq, solo si los accionistas de la compañía abandonaban sus planes para hacerse cargo del productor de materia prima para alimentos de peces (Copeinca) (Klesty y Koeanyi, 2013). El 10 de mayo, Cermaq manifestó la intención de adquirir el 100% de las acciones de Copeinca, por lo que invitó a sus accionistas a una Junta General para que muestren su respaldo, reunión que se llevaría a cabo el 21 de mayo del 2013 (“Cermaq ASA: Letter to shareholder”, 5 de

noviembre del 2013) (ver anexo 18). El Gobierno noruego estuvo a favor de la adquisición de Copeinca (“Cermaq ASA: The Norwegian Government”, 14 de mayo del 2013).

CFGL, enterada de la OPA que estaba presentando Marine Harvest sobre Cermaq, decidió ampliar su fecha de vencimiento de oferta hasta el 23 de mayo (dado que en esta fecha ya se sabrían los resultados de la Junta General de accionistas). El acuerdo de la Junta General fue desistir de la compra de Copeinca y aceptar la OPA presentada por Marine Harvest, dejando sin efecto su OPA sobre Copeinca. Pese a ello, los accionistas de Copeinca no llegaron a aceptar la oferta ampliada de CFGL en el periodo indicado.

Finalmente, CFGL realizó una oferta adicional el 24 de junio del 2013 por las acciones de Copeinca, ofreciendo USD 11.24 por acción. ¿Qué debían recomendar el CFO y el CEO al Directorio y a los accionistas?



Anexos

Anexo 1. Indicadores financieros claves

	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Operating Revenues (US\$ thousand)	314,219	254,478	233,042	203,161	249,425	129,067	89,888	82,290
Ebitda (US\$ thousand)	103,807	106,466	76,227	48,326	75,671	28,618	35,678	17,605
Ebitda %	33.04%	41.84%	32.71%	23.07%	30.34%	22.00%	39.70%	21.40%
Profit (Loss) before taxes (US\$ thousand)	71,355	64,235	-17,125	3,315	-10,096	5,715	15,934	3,779
Return on equity (%)	12.1%	12.3%	-2.0%	0.1%	-1.0%	1.6%	21.3%	3.1%
Debt /Equity (%)	49.2%	62.7%	61.0%	27.9%	48.46%	67.5%	111.8%	146.5%
Share price (NOK)	41	33.5	48	46.6	8.5	48.5	40	0
Total production (tons)	121,037	205,983	112,338	176,722	205,340	128,611	80,000	60,000
Number of people	1,466	1,484	1,606	2,093	2,443	2,000	800	600

Fuente: Corporación Pesquera Inca [Copeinca] (2013b)

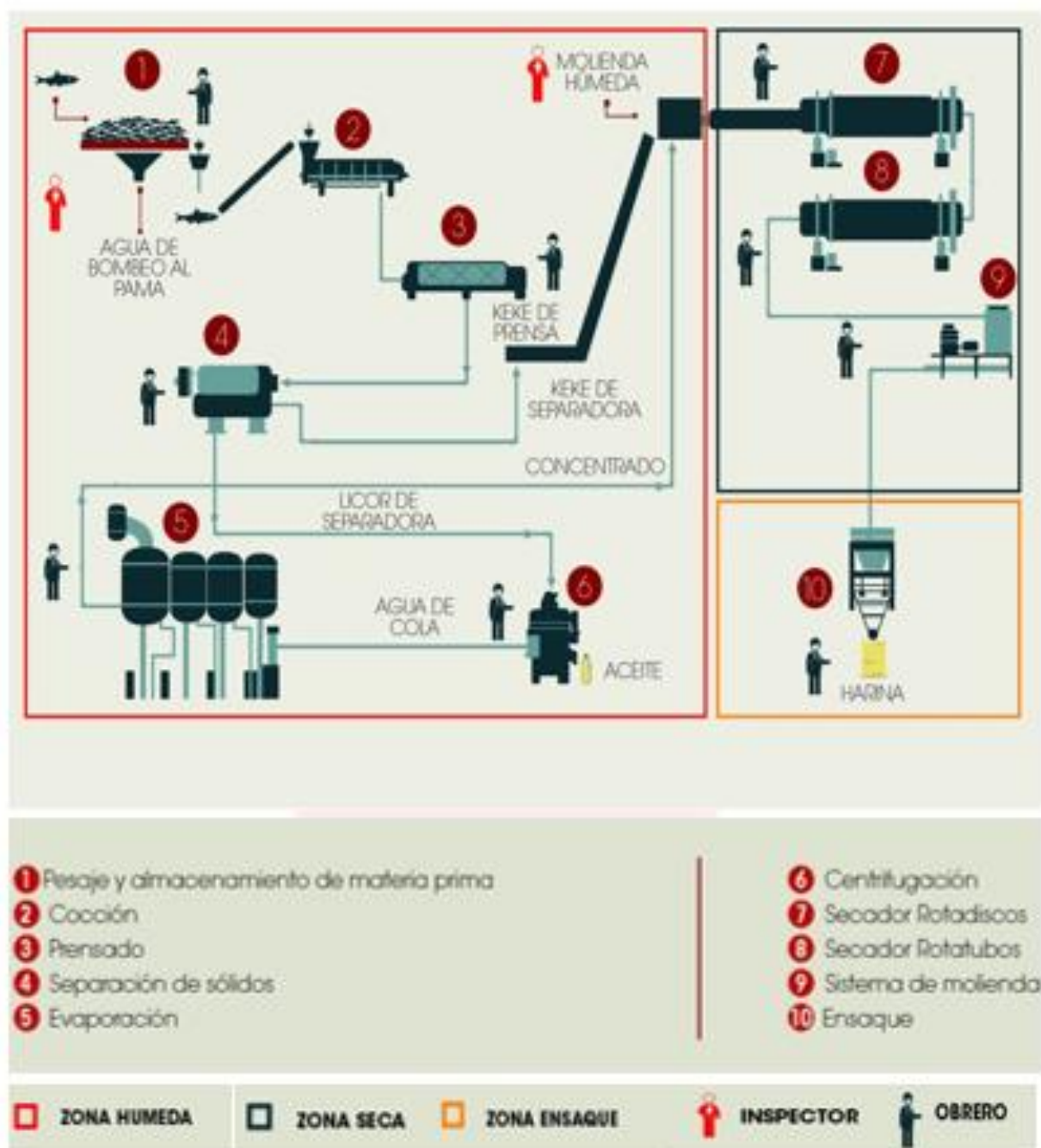


Anexo 2. Cadena de valor



Fuente: Sociedad Nacional de Pesquería [SNP] (2019)

Anexo 3. Proceso productivo de la harina y del aceite de pescado



Fuente: SNP (2016)

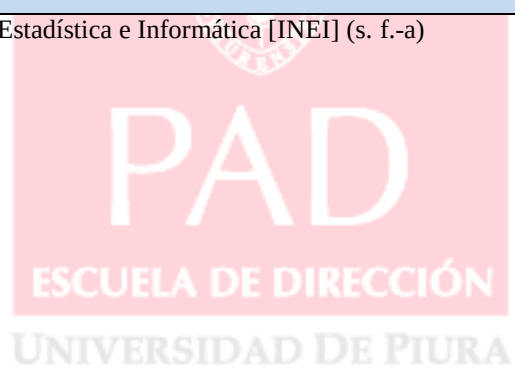
Anexo 4. Desembarque de recursos hidrobiológicos marítimos y continentales según utilización, 2008-2012

(en miles de Tm)

	2,008	2,009	2,010	2,011	2,012
Total	7,423	6,935	4,283	8,272	4,861
Consumo humano directo	1,196	1,044	891	1,209	1,105
Enlatado	200	162	129	203	125
Congelado	647	528	476	697	670
Curado	28	22	21	22	18
Fresco	321	330	265	287	291
Consumo humano indirecto	6,167	5,831	3,330	7,002	3,696
Anchoveta	6,159	5,829	3,330	7,000	3,694
Otras especies	7	2	0	2	2
Pesca continental	60	61	62	60	60

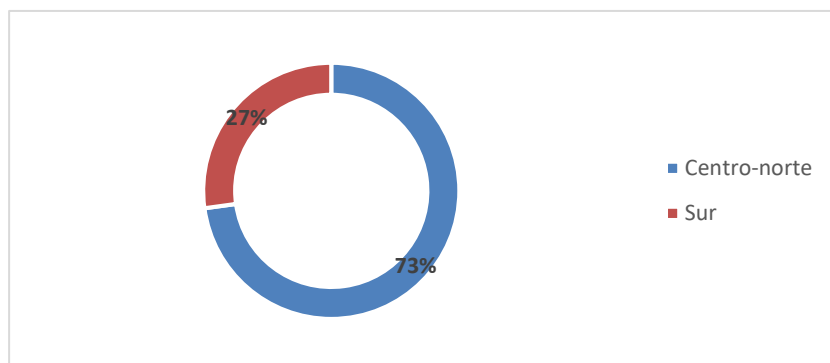
Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI] (s. f.-a)

Elaboración propia



Anexo 5. Desembarque de recursos marítimos, según puerto, 2012

(en miles de Tm)



Fuente: INEI (s. f.-b)
Elaboración propia



Anexo 6. Transformación de productos pesqueros, según giro industrial, 2008-2012

(en miles de Tm)

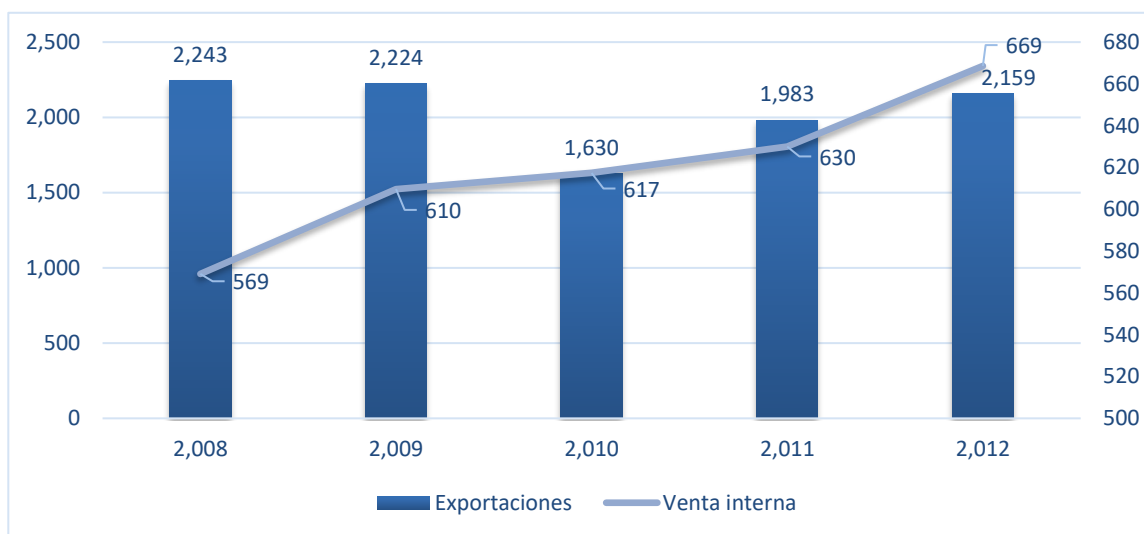
	2,008	2,009	2,010	2,011	2,012
Total	2,146	1,998	1,279	2,474	1,517
Pesca marítima	2,138	1,990	1,272	2,466	1,510
Consumo humano directo	431	354	311	493	460
Enlatado	105	89	78	127	70
Congelado	312	255	222	358	381
Curado	13	10	11	8	8
Consumo humano indirecto	1,708	1,636	962	1,973	1,050
Harina de pescado	1,415	1,349	787	1,638	854
Aceite crudo de pescado	293	288	174	336	196
Pesca continental	8	8	7	8	7
Congelado	1	1	1	2	-
Curado	7	7	5	6	7

Fuente: INEI (s. f.-c)
Elaboración propia



Anexo 7. Venta interna y exportaciones de productos marítimos, 2008-2012

(en miles de Tm)



Fuente: INEI (s. f.-d, s. f.-e)
Elaboración propia



Anexo 8. Exportaciones de productos de la pesca, según giro industrial, 2008-2012

(en miles de Tm)

	2,008	2,009	2,010	2,011	2,012
Total	2,243	2,224	1,630	1,983	2,159
Consumo humano indirecto	1,823	1,854	1,337	1,529	1,606
Harina de pescado	1,565	1,547	1,086	1,295	1,335
Aceite crudo de pescado	258	307	251	234	272
Consumo humano directo	376	351	281	435	498
Enlatado	40	33	21	46	46
Congelado	335	315	257	383	414
Curado	2	3	3	5	38
Varios	45	19	12	19	54

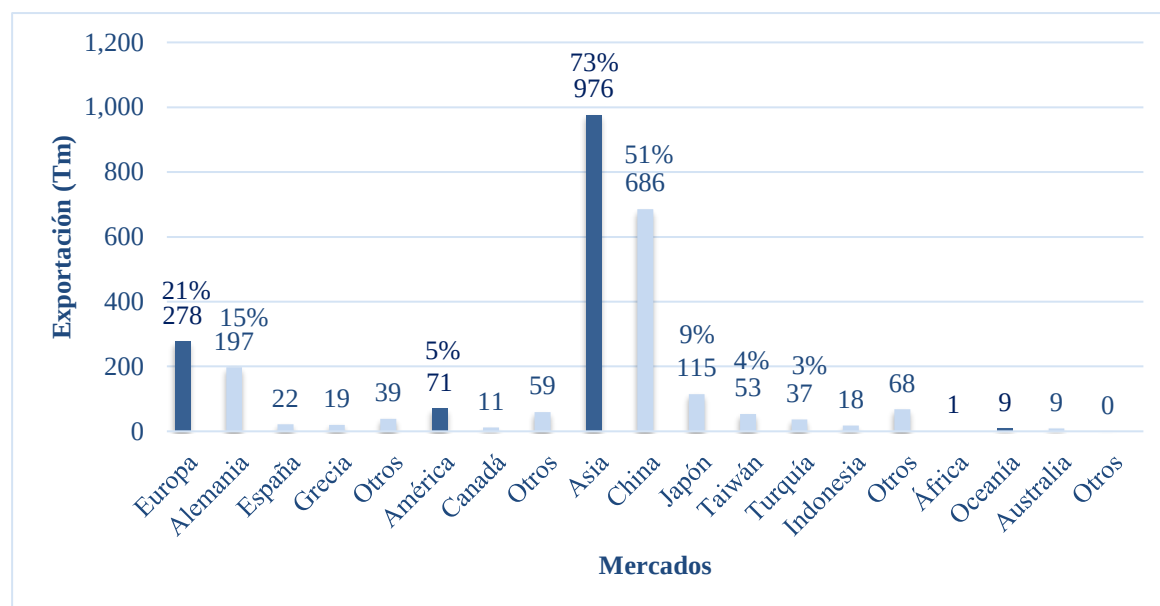
Fuente: INEI (s. f.-e)

Elaboración propia



Anexo 9. Exportación de harina de pescado, según continente y país de destino, 2012

(en Tm)

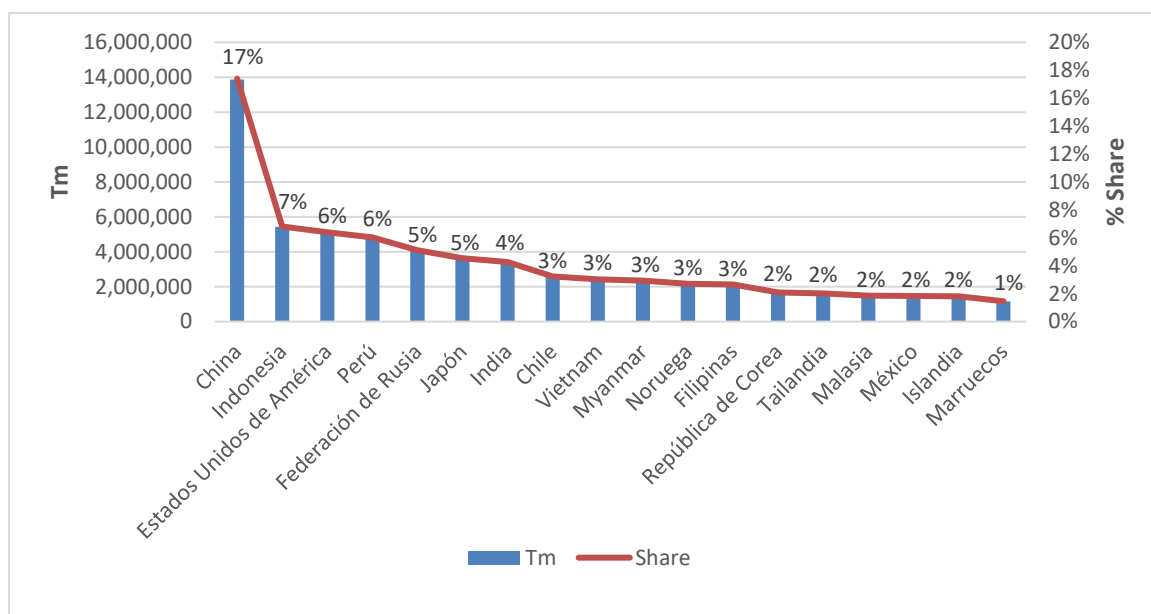


Fuente: INEI (s. f.-f)
Elaboración propia

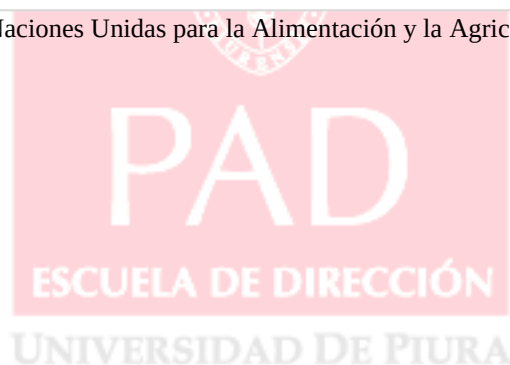


Anexo 10. Participación de los 18 principales productores de pesca de captura marina mundial, 2012

(en miles de Tm)



Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura [FAO] (2014)
Elaboración propia



Anexo 11. Otros factores que influyen en la industria

- Variación de la demanda

La harina y el aceite de pescado son materia prima para la elaboración de suplementos alimenticios para animales y para la industria farmacéutica, respectivamente. En los últimos años se incrementó la demanda dado sus altos contenidos proteicos, ácidos grasos, omega 3, DHA y EPA.

- Variación de la oferta

Las variaciones en la oferta y la demanda impactan en los precios. Por ejemplo, un aumento de demanda total de harina y aceite de pescado, que la oferta no pueda satisfacer, incentivará un aumento en los precios de exportación.

- Modificación de las regulaciones

El Estado, mediante Produce, establece el Límite Máximo de pesca de la anchoveta desde el año 2009. Por tanto, los cambios en la regulación impactarán en toda la cadena productiva y en los flujos de caja.

- Cambio climático

Las condiciones favorables del mar peruano pueden verse impactadas por cambios en el clima o corrientes como el fenómeno de El Niño. El alejamiento del recurso producido por los cambios impactará en la cadena productiva en vista de que estarán alejadas de sus plantas procesadoras.

- Variación de la cuota individual asignada

Una de las condiciones para mantener la cuota de pesca asignada y establecida por Produce fue que capturen como mínimo el 80% de su cuota (en las últimas cuatro temporadas). De no ser así, reasignará de forma proporcional al resto de empresas con cuotas asignadas.

- Variación en el precio de la anchoveta tercerizada

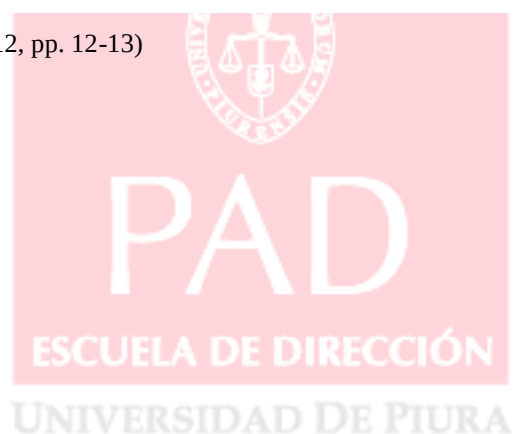
En vista de que los recursos son limitados (por la ley de cuotas individuales), si las empresas desean aumentar su volumen de producción, tendrían que tercerizar la adquisición de anchoveta. Esta situación repercute en el alza de los precios de la harina de pescado, en aproximadamente un 20% de su valor por tonelada.

Fuente: Maza y Tresierra (2012, pp. 7-9)

Anexo 12. Distribución de límites máximos de captura

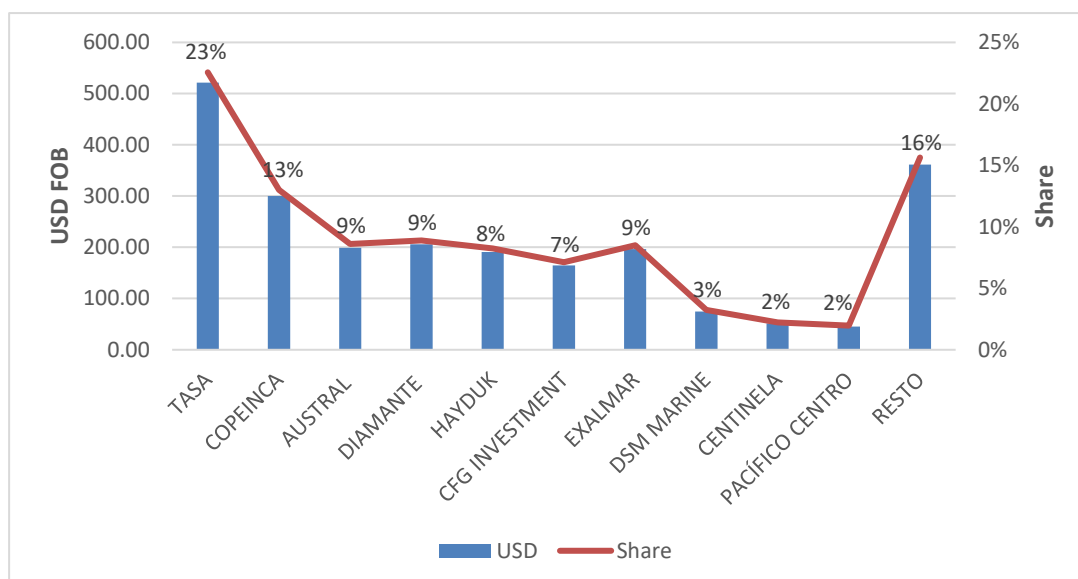
Límite máximo de captura por embarcación (zona centro norte)		Límite máximo de captura por embarcación (zona sur)	
TASA	14.1%	TASA	17.2%
COPEINCA	10.7%	CFG	10.9%
DIAMANTE	8.5%	DIAMANTE	8.0%
AUSTRAL	6.9%	AUSTRAL	3.9%
HAYDUK	6.6%	EXALMAR	3.5%
EXALMAR	6.4%	COPEINCA	3.0%
CFG	6.1%	HAYDUK	3.0%
Otros	40.7%	Otros	50.5%
Total	100.0%	Total	100.0%

Fuente: Maza y Tresierra (2012, pp. 12-13)



Anexo 13. Exportación definitiva sector pesquero, 2012

(valor FOB en millones de USD)



Fuente: Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria [Sunat] (2016)
Elaboración propia



Anexo 14. Principales competidores

- Tecnológica de Alimentos S.A. (Tasa)

Empresa miembro del grupo Breca y productora de alimentos e ingredientes marinos de alta calidad. Se ha convertido en el primer productor y exportador de harina y aceite de pescado a nivel nacional y mundial.

El 14 de agosto del 2002, iniciaron operaciones con 279 colaboradores, 6 embarcaciones y 2 plantas en funcionamiento. Para el 2013 creció su capacidad productiva, tanto a nivel de trabajadores, embarcaciones y plantas, pues aumentaron a 3050, 50 y 13, respectivamente. Esto, gracias a una estrategia de crecimiento a través de adquisiciones y, principalmente, construcciones de plantas (crecimiento orgánico), que se implementó progresivamente desde el año 2003. Además, sus plantas tienen un sistema de procesamiento *steam dried* (secado a vapor) y han ganado un premio por ser una empresa socialmente responsable. La excelencia, integridad, desarrollo integral y sostenibilidad son los valores corporativos de la compañía. De esta manera, han logrado establecerse como una empresa líder y sostenible que promueve la innovación y operatividad, en armonía con la comunidad y el medio ambiente. Adicionalmente, participa en los temas de agenda de desarrollo sostenible de la industria (Tasa, s. f.-a y s. f.-b).

- Austral Group S.A.A.

Empresa pesquera fundada el 10 de diciembre de 1996. Es parte del grupo noruego Austevoll Seafood ASA (uno de los grupos pesqueros más grandes del mundo), lista en la Bolsa de Valores de Oslo y cuenta con presencia en los siguientes países: Noruega, Reino Unido, Perú y Chile.

Elaboran productos de consumo humano directo (congelado y enlatado) y productos de consumo humano indirecto (aceite y harina de pescado). Al 2012, cuenta con 7 plantas para la producción de aceite y harina de pescado, 3 plantas para productos enlatados y 2 plantas para productos congelados, distribuidos a lo largo del litoral peruano, además de una flota compuesta por 19 embarcaciones. Su equipo humano está conformado por 1200 colaboradores. El trabajo en equipo, el compromiso, la integridad y la responsabilidad son los valores corporativos de la empresa (Austral Group, s. f.).

- Pesquera Diamante

Empresa pesquera fundada en 1996. Se dedicaba a la producción y exportación de aceite y harina de pescado. En sus dos últimos años (2011 y 2012), procesó un total de 711 miles de Tm de pescado por año en sus 7 plantas en la zona centro norte y 2 plantas en la zona sur. En

el 2011, su producción de harina de pescado alcanzó un total de 219.97 miles de Tm y para el siguiente año, 107.58 miles de Tm. Respecto al aceite de pescado, en el 2011 produjo 44.87 miles de Tm y 22 miles de Tm en el 2012 (Pesquera Diamante, 2019, pp. 14, 36, 51).



Anexo 15. Accionistas de Copeinca 2012

List of major shareholders at 31.12.12	Total Shares	Ownership
Dyer Coriat Holding	19,098,000	32.6 %
Ocean Harvest S.L.	8,118,075	13.9 %
Euroclear Bank S.A.	6,598,067	11.3 %
Weilheim Investments S.L.	3,485,930	6.0 %
State Street Bank & Trust	1,540,291	2.6 %
South Winds AS	1,489,750	2.5 %
Verdipapirfondet DNB	987,326	1.7 %
BNYBE Artic Funds	956,208	1.6 %
Stenshagan Invest AS	927,767	1.6 %
State Street Bank & Trust	842,597	1.5 %
JP Morgan Clearing Corp	824,151	1.4 %
JP Morgan Chase Bank	614,922	1.4 %
Verdipapirfondet ALF	608,198	1.1 %
Fidelity Funds Latin America	450,628	1.0 %
Bank of New York Mellon	449,984	0.8 %
Storebrand Optima	422,130	0.8 %
Pershing LLC	409,502	0.7 %
JP Morgan Chase Bank	403,000	0.7 %
Verdipapirfondet Handelsbanken	400,000	0.7 %
JPMCB RE SHB Swedusg Funds Lending	396,237	0.7 %
Top 20	49,022,763	84.6 %
Other	9,477,237	15.4 %
Total	58,500,000	100.0 %

Nota: Weilheim Investments S.L. es una empresa vinculada a Luis Dyer Ampudia
Fuente: Copeinca (2013b)

Anexo 16. Valoración de Copeinca, método de descuento de flujos

a) Estados financieros

Estado de resultados (millones USD)	Real	
Partidas	2011	2012
Ventas	254.48	314.22
Costo de Ventas	-	-
	143.09	196.86
SI productos terminados	8.93	56.93
MP y otros materiales consumidos	104.79	78.65
Gastos por beneficios de personal	47.84	40.55
Depreciación	13.82	9.01
Amortización	0.34	0.09
Otros gastos de fabricación	24.29	25.21
SF productos terminados	-56.93	-13.58
UTILIDAD BRUTA	111.39	117.36
Gastos por beneficios de personal	-1.39	-1.69
Fletes y aranceles	-7.40	-12.30
Servicios prestados por terceros	-3.02	-2.44
Otras cargas de administración	-0.69	-0.75
Depreciación	-0.01	-0.08
Amortización	-0.09	-0.02
Gastos de Venta	-12.60	-17.27
Gastos por beneficios de personal	-6.07	-6.23
Servicios prestados por terceros	-5.59	-6.11
Otros impuestos	-0.23	-0.17
Otras cargas de administración	-1.16	-1.10
Depreciación	-0.28	-0.18
Amortización	-0.46	-0.08
Gastos de Administración	-13.78	-13.86
Otros Ingresos	9.14	1.84
Otros gastos	-19.90	-12.97
UTILIDAD OPERATIVA (UAIT)	74.26	75.10
Ingresos Financieros	0.61	2.59
Gastos Financieros	-21.01	-21.10
Diferencia de cambio	10.38	14.76
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	64.24	71.35
Impuesto a la Renta (IR 30%)	-16.47	-21.76
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	47.77	49.60
Acciones en circulación		58,500

Fuente: Copeinca (2012, pp. 75-77), Copeinca (2013b, pp. 63-65)
Elaboración propia

Estado de situación financiera (millones USD)	Real	
Partidas	2011	2012
Efectivo y equivalentes de efectivo	60.49	39.09
Cuentas por cobrar comerciales	24.10	15.04
Otras cuentas por cobrar	17.96	13.85
Existencias	63.89	19.69
Held to maturity invesment	0.00	0.00
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	166.44	87.66
Goodwill	144.82	153.12
Inmuebles, maquinaria y equipo	258.53	276.73
Licencia de pesca	222.94	235.71
Otros activos	0.79	0.98
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	627.08	666.53
TOTAL ACTIVO	793.51	754.19
Obligaciones financieras CP	25.36	0.00
Cuentas por pagar comerciales	15.91	10.18
Otras cuentas por pagar	21.14	17.12
Impuesto a la renta por pagar	13.22	0.00
Porciones corrientes de préstamos a LP	22.43	21.92
TOTAL PASIVO CORRIENTE	98.06	49.22
Obligaciones financieras LP	218.49	201.92
Pasivo por impuesto a la renta diferido	82.27	86.01
Otras cuentas por pagar	6.06	6.92
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	306.82	294.85
TOTAL PASIVO	404.87	344.07
Participación de capital	55.59	55.00
Prima de emisión	285.65	282.36
Utilidades retenidas	46.34	50.79
Otras reservas	0.00	5.15
Ajuste de conversión acumulado	1.07	16.82
Interés minoritario	0.00	
TOTAL PATRIMONIO NETO	388.64	410.12
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	793.51	754.19

Fuente: Copeinca (2012, pp. 75-77); (2013b, pp. 63-65)
Elaboración propia

b) Ingresos según cantidad y precio

Descarga de anchoveta para consumo humano indirecto (Tm 1965-Niño moderado)

Sistema de pesca	Año	Norte-Centro	Sur	Total	Fenómeno
Olímpica	1965	n.d.	n.d.	7,242,394	
Olímpica	1966	n.d.	n.d.	8,529,821	
Olímpica	1967	n.d.	n.d.	9,824,624	
Olímpica	1968	9,450,926	811,735	10,262,661	
Olímpica	1969	8,157,802	802,658	8,960,460	
Olímpica	1970	10,929,604	1,347,373	12,276,977	
Olímpica	1971	9,180,489	1,096,104	10,276,593	
Olímpica	1972	3,492,710	954,479	4,447,189	Niño
Olímpica	1973	1,312,713	200,115	1,512,828	
Olímpica	1974	3,053,289	530,158	3,583,447	
Olímpica	1975	2,672,700	406,104	3,078,804	
Olímpica	1976	3,210,633	652,416	3,863,049	
Olímpica	1977	625,890	166,195	792,085	
Olímpica	1978	464,073	722,931	1,187,004	
Olímpica	1979	1,000,337	362,401	1,362,738	
Olímpica	1980	223,015	497,025	720,040	
Olímpica	1981	287,748	937,391	1,225,139	
Olímpica	1982	1,240,377	480,027	1,720,404	Niño
Olímpica	1983	118,046	390	118,436	
Olímpica	1984	2,402	20,586	22,988	
Olímpica	1985	696,689	147,566	844,255	
Olímpica	1986	3,182,326	299,497	3,481,823	
Olímpica	1987	1,508,023	256,146	1,764,169	
Olímpica	1988	2,415,272	285,779	2,701,051	
Olímpica	1989	n.d.	n.d.	3,718,664	
Olímpica	1990	n.d.	n.d.	2,924,887	
Olímpica	1991	n.d.	n.d.	3,079,200	
Olímpica	1992	4,476,298	393,574	4,869,872	
Olímpica	1993	n.d.	n.d.	7,008,508	
Olímpica	1994	8,431,703	744,252	9,175,955	
Olímpica	1995	5,619,959	937,784	6,557,743	
Olímpica	1996	7,284,700	175,720	7,460,420	
Olímpica	1997	4,846,703	1,076,302	5,923,005	Niño
Olímpica	1998	886,185	319,352	1,205,537	
Olímpica	1999	6,198,087	533,900	6,731,987	
Olímpica	2000	9,112,826	442,781	9,555,607	
Olímpica	2001	5,957,847	389,819	6,347,665	
Olímpica	2002	6,715,567	1,367,327	8,082,894	Niño (moderado)

Olímpica	2003	5,132,882	202,628	5,335,510	
Olímpica	2004	8,069,342	727,788	8,797,130	Niño (leve)
Olímpica	2005	7,570,925	1,057,467	8,628,392	
Olímpica	2006	4,998,486	893,352	5,891,839	Niño (leve)
Olímpica	2007	5,135,553	949,159	6,084,712	
Olímpica	2008	5,296,007	863,381	6,159,388	
Cuotas	2009	5,262,232	566,406	5,828,638	Niño (moderado)
Cuotas	2010	3,023,543	306,870	3,330,413	
Cuotas	2011	6,314,565	685,527	7,000,093	
Cuotas	2012	3,333,859	360,012	3,693,871	Niño (moderado)

Fuente: Yonashiro y Balbín (2016)

Elaboración propia

Precios de la harina y del aceite de pescado

Año	Harina	Aceite
1965	n.d.	n.d.
1966	n.d.	n.d.
1967	n.d.	n.d.
1968	n.d.	n.d.
1969	n.d.	n.d.
1970	n.d.	n.d.
1971	n.d.	n.d.
1972	n.d.	n.d.
1973	n.d.	n.d.
1974	n.d.	n.d.
1975	n.d.	n.d.
1976	n.d.	n.d.
1977	n.d.	n.d.
1978	n.d.	n.d.
1979	n.d.	n.d.
1980	469	0
1981	448	0
1982	329	294
1983	387	0
1984	342	329
1985	232	247
1986	288	181
1987	306	237
1988	439	0
1989	374	165
1990	310	170
1991	393	217
1992	430	284

1993	348	296
1994	321	238
1995	392	289
1996	519	334
1997	535	392
1998	588	519
1999	360	263
2000	372	177
2001	430	289
2002	542	431
2003	542	432
2004	545	523
2005	574	543
2006	850	657
2007	960	777
2008	903	1,493
2009	926	847
2010	1,486	1,079
2011	1,368	1,419
2012	1,328	1,737

Fuente: Yonashiro y Balbín (2016)

Elaboración propia

- c) Costos y gastos.** Tanto las partidas del costo de ventas (SI de productos terminados, MP, gastos por beneficios de personal, otros gastos de fabricación y SF de productos terminados) como las de gastos de ventas (gastos por beneficios de personal, fletes y aranceles, servicios prestados por terceros y otras cargas de administración) aplican para su proyección un porcentaje sobre las ventas. Los gastos de administración se mantienen constantes, con excepción de las partidas de servicios prestados por terceros y otras cargas de administración, las cuales se han proyectado como porcentaje de ventas considerando que son gastos que sí pueden tener movimiento sobre las ventas, aunque no sea en la magnitud de un costo variable. No se están considerando las partidas otros ingresos, otros gastos, ingresos financieros ni diferencia de cambio, por no ser partidas recurrentes u operativas.
- d) Capex, depreciación y amortización.** Capex crece 1% para los primeros cinco años, de igual modo la depreciación. La amortización se mantiene constante.
- e) Inversión operativa neta (ION).** Considerar para su cálculo un porcentaje sobre las ventas.

f) Impuestos y tasa crecimiento. La tasa de impuesto a la renta es 30% y la tasa de crecimiento considerada (solo para la perpetuidad) es de 3%.

g) Estructura de capital (D/E ratio). Estructura objetivo de 49.2%

h) Tasa de descuento (WACC). Considerar lo siguiente:

- **Risk Free Rate**

Date	1 mo	2 mo	3 mo	6 mo	1 yr	2 yr	3 yr	5 yr	7 yr	10 yr	20 yr	30 yr
12/03/2012	0.13	N/A	0.1	0.14	0.18	0.25	0.34	0.63	1.05	1.63	2.37	2.8
12/04/2012	0.07	N/A	0.1	0.15	0.18	0.25	0.34	0.63	1.04	1.62	2.36	2.78
12/05/2012	0.07	N/A	0.1	0.14	0.18	0.25	0.32	0.61	1.02	1.6	2.35	2.78
12/06/2012	0.07	N/A	0.1	0.14	0.18	0.25	0.32	0.6	1	1.59	2.33	2.76
12/07/2012	0.06	N/A	0.09	0.14	0.18	0.25	0.33	0.63	1.04	1.64	2.39	2.81
12/10/2012	0.05	N/A	0.09	0.14	0.18	0.24	0.33	0.62	1.04	1.63	2.38	2.8
12/11/2012	0.04	N/A	0.08	0.13	0.16	0.24	0.32	0.64	1.06	1.66	2.41	2.83
12/12/2012	0.04	N/A	0.07	0.1	0.14	0.25	0.32	0.66	1.11	1.72	2.48	2.9
12/13/2012	0.02	N/A	0.06	0.11	0.14	0.27	0.34	0.7	1.15	1.74	2.49	2.9
12/14/2012	0.01	N/A	0.04	0.09	0.13	0.24	0.34	0.7	1.15	1.72	2.46	2.87
12/17/2012	0.01	N/A	0.05	0.1	0.13	0.25	0.37	0.74	1.2	1.78	2.53	2.94
12/18/2012	0.04	N/A	0.06	0.12	0.16	0.28	0.39	0.78	1.25	1.84	2.59	3
12/19/2012	0.03	N/A	0.05	0.1	0.15	0.28	0.39	0.77	1.24	1.82	2.58	2.99
12/20/2012	0.02	N/A	0.06	0.1	0.15	0.28	0.39	0.77	1.24	1.81	2.57	2.98
12/21/2012	0.02	N/A	0.06	0.12	0.15	0.26	0.38	0.75	1.2	1.77	2.52	2.93
12/24/2012	0.03	N/A	0.06	0.11	0.16	0.26	0.38	0.77	1.22	1.79	2.53	2.94
12/26/2012	0.05	N/A	0.09	0.13	0.16	0.26	0.39	0.76	1.2	1.77	2.52	2.94
12/27/2012	0.01	N/A	0.08	0.12	0.15	0.26	0.37	0.72	1.15	1.74	2.48	2.89
12/28/2012	0	N/A	0.01	0.1	0.15	0.27	0.36	0.72	1.15	1.73	2.47	2.88
12/31/2012	0.02	N/A	0.05	0.11	0.16	0.25	0.36	0.72	1.18	1.78	2.54	2.95

Fuente: U.S. Department of the Treasury (s. f.)

Elaboración propia

- **Industry Beta – Emerging Markets**

Industry Name	Number of firms	Average Unlevered Beta	Average Levered Beta	Average correlation with the market	Total Unlevered Beta	Total Levered Beta
Advertising	103	1.46	1.50	18.14%	8.07	8.25
Aerospace/Defense	89	1.10	1.18	21.01%	5.23	5.59
Air Transport	86	0.59	1.11	25.61%	2.31	4.34
Bank (Money Center)	449	0.43	0.66	20.70%	2.07	3.18
Drugs (Biotechnology)	206	1.50	1.48	22.27%	6.73	6.65
Drugs (Pharmaceutical)	638	1.13	1.16	21.78%	5.18	5.33
Education	121	1.14	1.19	18.22%	6.24	6.55
Electrical Equipment	576	1.08	1.25	23.44%	4.62	5.32
Electronics (Consumer & Office)	88	1.31	1.56	24.82%	5.26	6.30
Farming/Agriculture	276	0.64	0.81	15.53%	4.11	5.22
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	589	0.34	0.71	15.03%	2.29	4.72
Food Processing	858	0.69	0.77	15.81%	4.33	4.89
Green & Renewable Energy	108	0.59	0.89	19.62%	3.00	4.52
Healthcare Products	224	1.42	1.41	23.62%	6.03	5.99

Fuente: Damodaran (s. f.-b)
Elaboración propia

- **Risk Premium**

Arithmetic Average

1928-2012	11.26%	3.61%	5.38%
1969-2012	10.89%	5.31%	7.92%
2003-2012	8.72%	1.65%	5.64%

Risk Premium

Stocks - T.Bills	Stocks - T.Bonds	Stocks - T.Bills	Stocks - T.Bonds
7.65%	5.88%	2.09%	2.22%
5.58%	2.96%	2.38%	2.71%
7.07%	3.09%	3.71%	5.50%

Standard Error

Geometric Average

1928-2012	9.31%	3.57%	5.11%
1969-2012	9.41%	5.26%	7.50%
2003-2012	4.89%	1.70%	5.87%

Risk Premium

Stocks - T.Bills	Stocks - T.Bonds
5.74%	4.20%
4.15%	1.91%
3.19%	-0.98%

Fuente: Damodaran (s.f.-a)

- **Riesgo país: Spread – EMBIG Perú (pbs)**

Fecha	Tasa (pbs)
03/12/2012	123
04/12/2012	125
05/12/2012	124
06/12/2012	126

07/12/2012	122
10/12/2012	124
11/12/2012	121
12/12/2012	115
13/12/2012	116
14/12/2012	118
17/12/2012	112
18/12/2012	108
19/12/2012	109
20/12/2012	111
21/12/2012	115
24/12/2012	113
25/12/2012	113
26/12/2012	114
27/12/2012	118
28/12/2012	120
31/12/2012	114

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú [BCRP] (s. f.)
Elaboración propia

- **Costo de la deuda (Kd)**

Name of creditor	Type of guarantee	Annual interest rate	Maturity	Carrying amount	
				2012	2011
				US\$000	US\$000
a) Non-current -					
BBVA Banco Continental					
- Financial lease contracts	Vessels	5.50%	March 2016	5,240	7,744
Banco Interbank					
- Financial lease contracts	Vessels	5.20%	March 2015	7,654	13,430
Santander					
- Financial lease contracts	Vessels	6.00%	April 2013 (*)	-	779
Banco Scotiabank					
- Financial lease contracts	Vessels	5.50%	April 2016	5,948	8,637
Deutsch Bank					
- Bonds	None	9.00%	February 2017	172,290	171,753
DNB Bank ASA					
- Loan	Vessel	3.33%	October 2015	10,630	15,937
Ymec					
- Loan	Notes	9.00%	November 2016	157	208
Total non-current balance				201,919	218,488

Fuente: Copeinca (2013b)

Anexo 17. Valoración de Copeinca, múltiplos y transacciones comparables

a) Múltiplos

Empresa	Acciones en Circulación	Cotización al Cierre 2012 USD	Market Cap (USD)	Beneficio Neto (USD)	EPS (USD)	Deuda Neta (USD)	Ebitda (USD)	Cuota Total de Pesca
Pesquera Exalmar SAA	296,997	0.588	174,601	16,607	0.056	169,636	50,890	6.5%
Austral Group SAA	259,003	0.082	21,317	34,513	0.133	53,673	74,843	6.9%
Copeinca ASA	58,500	7.349	429,923	49,597	0.848	162,829	103,807	10.7%

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] (s. f.)

Elaboración propia

b) Transacciones comparables

Implicit price of 1% of the fishing quota			% of the quota	13.7
	\$ million	Year	North and Central	10.7
Negocios Rafmar	88.8	2011	South	3.0
Pesquera Dafeli	101.0	2011		
Pesquera Kairo y Kimi	93.3	2011	Company value	1 334.11
Velebit	105.4	2011	Liabilities	344.07
Pesquera Alejandria	98.4	2010	Equity value	990.04
Average	97.38			

Fuente: Cueto (2017)

Anexo 18. Sinergias que encuentra Cermaq con Copeinca

Los siguientes son los argumentos que utilizaron los miembros del Directorio para invitar a los accionistas a llevar a una Junta General de accionistas para decidir sobre la adquisición de Copeinca:

- Es uno de los principales productores peruanos de harina y aceite de pescado. Es gobernada por el *holding* noruego Copeinca ASA (que cotiza en la Bolsa de Oslo).
- Es el segundo poseedor más grande de cuotas de pesca de anchoveta, controla el 10.7% de cuota norte y central. Cuenta con 28 buques de pesca y 5 plantas de procesamiento.
- La transacción de Copeinca es una buena inversión en una empresa que durante los últimos dos años ha generado un Ebitda de cerca de NOK 600 millones por año.

A continuación, los motivos por los que Copeinca es un valor agregado y estratégicamente importante:

- Contribuirá a garantizar el acceso a la materia, prima crucial para abastecer la producción de alimentos para salmón.
- Cermaq tiene la competencia para agregar valor a los productos de Copeinca.
- La combinación de Cermaq y Copeinca se calcula para producir sinergias anuales de NOK 250-270 millones antes de impuestos. Se esperan considerables sinergias ya en 2014.

Fuente: ("Cermaq ASA: Letter to shareholder", 5 de noviembre del 2013).

Capítulo 2. Teaching Note

2.1. Análisis del sector

El sector pesquero comprende diversas actividades, como son las de extracción o desembarque, transformación y comercialización de recursos hidrobiológicos —peces, moluscos, crustáceos u otros— que se destinan para el consumo humano directo e indirecto (SNP, 2019 e INEI, s. f.-e). (Ver el anexo TN 4).

2.1.1. Desembarque

La actividad de desembarque se refiere al volumen de recursos hidrobiológicos descargados en puerto, caleta y playa marítima —independientemente de donde se hayan extraído—, ya sea de la pesca o acuicultura (marítima o continental en ambos casos). Durante el 2012, se registró un desembarque total de recursos hidrobiológicos de 4,861 miles de Tm. En aquel año, la anchoveta fue la principal especie extraída de la zona centro norte y sur del Perú, y representó un 76% del total del desembarque destinado al consumo humano indirecto. Y entre los años 2008-2012, la anchoveta concentró, en promedio, el 81% del total de la pesca (INEI, s. f.-a). (Ver anexo 4).

2.1.2. Transformación

En el 2012, la harina de pescado representó el 56% sobre el total de las actividades de transformación; mientras que en el periodo 2008-2012, su promedio fue de 63%. El pescado congelado destinado al consumo humano directo representó la segunda principal actividad productiva, con 25% del total de la producción al año 2012 (INEI, s. f.-c).

Las fluctuaciones en los volúmenes de producción están ligadas a las fluctuaciones del desembarque, específicamente de la anchoveta, ya que esta especie es la principal materia prima para llevar a cabo la elaboración de productos destinados tanto a consumo humano directo como indirecto.

2.1.3. Comercialización

La comercialización está compuesta por actividades de venta interna y exportaciones. Durante el 2012, las ventas internas representaron un 24% del total de la comercialización (669 miles de Tm); y en los cinco años anteriores (2008-2012), el promedio fue de 23%, con una tasa de crecimiento constante de 4% anual. De otro lado, las exportaciones representaron el

76% del total de las ventas (2,159 miles de Tm); y durante los cinco años previos, el promedio fue de 77% de la actividad comercial. Durante los años 2010-2012, las exportaciones se recuperaron a una tasa del 15% anual (INEI, s. f.-d, s. f.-e). (Ver anexo 7).

En los cinco años anteriores al 2012, el 80% de las exportaciones se concentró en la venta de productos de consumo humano indirecto. La comercialización de harina de pescado fue de 1,335 miles de Tm (el 62% del total exportado). Los productos destinados al consumo humano directo representaron 20% en promedio, siendo los productos congelados los más representativos, con un 19% del total en el 2012 (INEI, s. f.-e). (Ver anexo 8).

El Perú exporta harina de pescado a diversos países alrededor del mundo. Su principal mercado es el asiático, el cual concentró el 74% de las ventas totales durante el 2012 (976 Tm), y tuvo a China como principal comprador, con 686 Tm (el 51% del total de las ventas). El mercado europeo figura como el segundo mayor comprador, con 21% del total de las ventas, y le sigue el mercado americano, con 5% de las ventas totales. Los mercados más pequeños son África y Oceanía (INEI, s. f.-f).

2.1.4. Posición del Perú en el sector pesquero mundial

Perú cuenta con una participación mundial de 6.03%. Está posicionado como el cuarto mayor productor de pesca de captura marina dentro de los dieciocho países de mayor manufactura, los cuales representan un 76.2% del mercado mundial. China es el país con mayor participación, con 17.4%. Considerando solo los países latinoamericanos, dentro del *ranking* de los dieciocho mayores productores, Perú se ubica como el principal productor pesquero, con 54% de representatividad en la región; lo siguen Chile, con 29% (a nivel mundial, 3%) y México, con 17% (a nivel mundial, 2%) (FAO, 2014). (Ver anexo 10).

2.1.5. Regulación y factores críticos de la industria

En la descripción del sector de Austral Group (2019) se menciona lo siguiente:

Las actividades del sector se rigen por el Decreto Ley N° 25977, Ley General de Pesca, y su Reglamento, Decreto Supremo N° 012-2001-PE, normas que fijan la intervención del Estado en esta actividad con el objeto de promover su desarrollo sostenible como fuente de alimentación, empleo e ingresos, asegurar un aprovechamiento responsable de los recursos hidrobiológicos y optimizar los beneficios económicos de la misma, en armonía con la preservación del medio ambiente y la conservación de la biodiversidad.

Actualmente, la administración y control de la actividad pesquera en el ámbito nacional recae en el Ministerio de la Producción (PRODUCE), el cual establece vedas biológicas durante las épocas reproductivas de la anchoveta o cuando se cubre la cuota de extracción recomendada por el Instituto del Mar del Perú (IMARPE). (párr. 1 y 2).

Es en el 2009 cuando entró en vigencia el esquema de Límites Máximo de Captura por Embarcación (LMCE), que permitió asignar un porcentaje de la cuota global por embarcación en función de su récord de captura histórica y su capacidad de bodega por embarcación. Este esquema generó un impacto positivo en la protección de la biomasa y en la calidad de sus productos derivados (aceite y harina de pescado) (Austral Group, 2019, p. 16, párr. 4).

La regulación de cuotas de pesca en el sector forma parte de los factores críticos que influyen en la industria pesquera, así como la variación de la demanda, variación de la oferta, modificación de las regulaciones, cambio climático, variación de la cuota individual asignada y la variación en el precio de la anchoveta tercerizada (Maza y Tresierra, 2012, pp. 7-9).

2.1.6. Competidores

Los principales competidores de Copeinca, por puntos de cuota de pesca, son Tecnología de Alimentos S.A. (Tasa) (14.1% zona centro norte y 17.2% zona sur), Pesquera Diamante (8.5% zona centro norte y 8% zona sur), Austral Group (6.9% zona centro norte y 3.9% zona sur), Pesquera Hayduk (6.6% zona centro y 3% zona sur), Pesquera Exalmar S.A. (6.4% zona centro norte y 3.5% zona sur) y China Fishery Group (6.1% zona centro norte y 10.9% zona sur) (Maza y Tresierra, 2012, p. 12). En el sector, son siete las empresas pesqueras concentran el 59% de participación de mercado bajo el sistema de cuotas individuales de la principal zona de extracción (Maza y Tresierra, 2012, pp. 12-13). En el 2012, las exportaciones del sector ascendieron a USD 2.312 millones, de las cuales, solo dos empresas tuvieron ventas mayores a USD 200 millones: Tecnológica de Alimentos S.A. (Tasa) y Copeinca (Sunat, 2016).

2.1.7. Drivers de valor y barreras de entrada

El *driver* de valor de las empresas pesqueras (por consiguiente, de Copeinca) radica principalmente en la cuota de pesca que cada una posea. Con lo cual, si una empresa pesquera busca incrementar su cuota de pesca o crecer —y con ello aumentar su valor por acción—, puede hacerlo a través de adquisiciones de otras empresas (es decir, comprar cuota de pesca) o hacerse de embarcaciones de mayor capacidad.

La adquisición de embarcaciones o empresas, al igual que la construcción de plantas de producción, constituyen fuertes inversiones para ingresar al mercado, lo cual es difícil de financiar al inicio. Del mismo modo, la marca, la experiencia, el conocimiento y el *market share* generado por las empresas existentes a lo largo de los años también es una barrera de entrada para nuevos competidores. Los niveles de eficiencia operativa alcanzados, altos niveles de rentabilidad y capacidad económica de las empresas más grandes del sector, así como su capacidad de respuesta, constituyen también una limitante para potenciales competidores.

2.2. Estrategia

Desde su fundación en el año 1994, Copeinca, mediante la adquisición de una planta ubicada en Bayóvar, comenzó a producir y vender aceite y harina de pescado. Posteriormente, la estrategia de la compañía se dividiría en tres bloques (1994-1998; 1999-2006 y 2007-2012) para mapear aquellas principales decisiones estratégicas que le permitieron crecer sostenidamente, con eficiencia y responsabilidad, en su afán por convertirse en uno de los líderes mundiales en la producción de harina y aceite de pescado.

➤ Estrategia 1994-1998

Es bueno precisar que desarrollar la actividad de pesca en este periodo era como hacer una “carrera olímpica” por el recurso; es decir, que se competía por obtener la mayor cantidad de recursos en la menor cantidad de tiempo. Por ello, la coyuntura incentivaba a las empresas a invertir en capacidad de bodega. De ahí que la estrategia de Copeinca durante este periodo fuera crecer en el sector pesquero mediante la adquisición de embarcaciones y generando productos de alta calidad (Figuerola, 2011). Para analizar la estrategia competitiva en este periodo se descompuso según el proceso sugerido por Bazán (2019, p. 1).

Estrategia 1994-1998		
Posicionamiento competitivo	Ventaja competitiva en cada negocio	Actividades para construir la ventaja competitiva
Portafolio de productos: - Harina de pescado - Aceite de pescado	Diferenciación: - Capacidad de planta - Calidad de productos	Geografía: 1994: Planta ubicada en la bahía de Bayóvar
Mercado final donde va a competir: Estados Unidos	Innovación: Uso de la tecnología para maximizar la eficiencia en la compañía	Integración vertical: Invirtieron en la construcción de planta de congelados y la adquisición de embarcaciones

El financiamiento de las adquisiciones de embarcaciones se llevaba a cabo de la siguiente manera:

- a) Financiamiento propio: la mayoría de las inversiones fueron financiadas por la generación de caja y la reinversión de utilidades.
- b) Financiamiento externo: trabajaban con el financiamiento bancario (apoyo de importantes bancos nacionales e internacionales).

➤ **Estrategia 1999-2006**

Durante este periodo, se continúa con la carrera olímpica por el recurso; por tanto, sigue siendo diferencial la capacidad de bodega. Además, desde el 2002 se comenzó a fijar una cuota global de captura anual máxima permitida. En ese contexto, la estrategia de Copeinca apuntaba a crecer sostenidamente mediante la obtención de mayor capacidad de extracción, aumentar la capacidad de sus plantas a lo largo del litoral peruano (zona norte y sur) y ser eficiente con sus operaciones. Para analizar la estrategia competitiva en este periodo se descompuso según el proceso sugerido por Bazán (2019, p. 1).

Estrategia 1999-2006		
Posicionamiento competitivo	Ventaja competitiva en cada negocio	Actividades para construir la ventaja competitiva
Portafolio de productos: - Harina de pescado: Producto básico → Producto complejo (calidades, usuarios exigentes) - Aceite de pescado	Diferenciación: - Capacidad de planta - Calidad de productos - Capacidad de bodega (embarcaciones) - Operaciones eficientes	Geografía: - 2002: Construcción del puerto de Chicama - 2003: Alquiler de plantas en Chimbote y Casma - 2005: Presencia en el litoral peruano, zona sur (Paíta, Casma y Huarney)
Mercado final donde va a competir: Estados Unidos	Innovación: Uso de la tecnología para maximizar su eficiencia	Integración vertical: - 2001: Contrato con armadores pesqueros Nivel de tecnología: - Uso de la tecnología para maximizar la eficiencia

El financiamiento, considerando que las inversiones son de mayor monto (plantas), se desarrollaba de la siguiente manera:

- a) Financiamiento propio: inversiones financiadas por la generación de caja y la reinversión de utilidades.

b) Financiamiento externo: trabajaban con el financiamiento bancario (apoyo de importantes bancos nacionales e internacionales, como Credit Suisse).

➤ **Estrategia 2007-2012**

En este periodo, el sector pesquero estaba en proceso de consolidación. En el 2008 se estableció la ley de cuotas individuales (que entraría en vigencia en el 2009). En ese contexto, su estrategia durante el 2007 fue crecer de forma acelerada mediante adquisiciones. En el siguiente año, su estrategia apuntaba a ser lo más eficiente posible con sus recursos para maximizar ganancias, dado el nuevo sistema de cuotas individuales. Para analizar la estrategia competitiva en este periodo se descompuso según el proceso sugerido por Bazán (2019, p. 1).

Estrategia 2007-2012		
Posicionamiento competitivo	Ventaja competitiva en cada negocio	Actividades para construir la ventaja competitiva
Portafolio de productos: - Harina de pescado Producto básico → Complejo (calidades, clientes exigentes) -Aceite de pescado	Diferenciación: -2008: Integración eficiente de sus adquisiciones -2010: Rendimiento superior de sus operaciones (plantas, embarcaciones)	Geografía: Optimización de operaciones -10 → 6 plantas -64 → 30 embarcaciones
Mercados finales donde va a competir: China, Alemania, Japón, Vietnam, Turquía	Innovación: Uso de la tecnología para maximizar su eficiencia	Nivel de tecnología: Utilizar la tecnología para maximizar la eficiencia de la empresa

El año 2007 fue el de mayor crecimiento (se duplicaron sus activos). Es preciso aclarar que ya habían alcanzado una importante cuota de pesca (10.7% centro norte y 3.2% sur). En los años siguientes, integraron y fueron más eficientes con sus operaciones. Finalmente, en el 2012 estaban evaluando diversificar el riesgo con nuevos productos y crear otros con mayor valor agregado.

En vista de que las inversiones en adquisiciones de empresas eran montos mayores, para soportar su crecimiento intensivo del año 2007 decidieron cambiar su estrategia de financiamiento.

a) Financiamiento propio: financiar con la generación de caja y la reinversión de utilidades.

b) Financiamiento externo:

- Préstamo sindicado con mayor monto y mayor plazo (Bancos: Credit Suisse, Glitnir, BBVA y West LB por un monto de USD 185 millones).
- Realizar una colocación en la Bolsa de Valores de Oslo → USD 260 millones.
- Emisión de bonos sénior para potenciar sus plantas y embarcaciones → USD 175 millones (en el 2011).

Inclusive, para la adquisición de las pesqueras Ribar y Fish Protein, pagaron en efectivo USD 81 millones y emitieron acciones por un valor de USD 67.8 millones para completar el total de la operación.

2.3. Crecimiento intensivo vs. Control de la compañía

A continuación, la evaluación del *trade off* entre la estrategia de crecimiento intensivo, que se empleó en Copeinca durante el año 2007, versus perder el control de la compañía. Cabe mencionar que, en su momento, el objetivo de Copeinca era soportar su estrategia de crecimiento mediante la adquisición de empresas para consolidar su cuota de pesca. Por ello, como se indicó en el punto anterior, los directivos modificaron su estrategia de financiamiento para soportar el crecimiento, a costa de perder el control de la compañía por parte de la familia Dyer (61.5% acciones → 40% aproximadamente). A continuación, se presenta un balance de los pros y los contras de esta acción.

PRO	CONTRA
En un contexto de consolidación del sector, esta decisión se tenía que tomar de forma rápida porque si no lo hacían, otros iban a tomar la oportunidad (Tasa, Austral).	El costo de oportunidad fue quedar expuesto ante cualquier oferta hostil, dado que terminan con menos del 50% del accionariado en su poder.
El mercado de capitales le permitió acceder a un dinero, con el que no contaba, para cumplir su objetivo de ampliar su cuota de pesca en ese periodo de forma intensiva.	Para mitigar el riesgo de pérdida de control de la compañía, había llegado a un acuerdo de protección verbal con uno de los accionistas. Acuerdo que no fue del todo efectivo, dado que no brinda seguridad ante la oferta hostil.
Era importante que Copeinca liste en el mercado de capitales en Oslo, dado que en ella listaban las principales empresas del sector y las mejor valoradas.	

2.4. Maximización de valor de Copeinca

Como recordamos, el 26 de febrero CFGL presentó una OPA hostil para adquirir el 100% de las acciones de Copeinca a un precio por acción de USD 9.50. Sin embargo, pese a que esta oferta representa un *upside* de 31% respecto a su cotización en el mercado de valores (USD 7.24), los accionistas de Copeinca consideraban que ninguno de estos montos representaba el valor real de la empresa.

2.4.1. Primeras acciones para maximizar el valor

Lo primordial para el CEO y el CFO de la compañía, con el fin de maximizar beneficios para los accionistas, era demostrarles que el valor de Copeinca era superior al precio por acción ofertado por CFGL. Para ello, optaron por hacer una valorización interna (explicada en el siguiente punto) y contratar asesores financieros (UBS, DNB Markets y Carnegie) para que exploren otras alternativas estratégicas. A continuación, se presenta un balance de los pros y los contras de estas medidas.

PRO	CONTRA
La valoración externa da mayor confiabilidad a los accionistas, dado que son asesores independientes y de prestigio.	La valorización interna no otorga confiabilidad a los accionistas, porque les da la sensación de sobreestimación de valor.
La transacción de operaciones comparables previas realizadas estimaba un valor de USD 100 millones por punto de cuota, mucho mayor al valor ofertado.	El hecho de que la familia Dyer controlara menos del 50% de la compañía no daba garantías de una posición sólida y de estabilidad a los accionistas minoritarios.
Copeinca tenía un alto Ebitda por año (USD 107.5 millones aproximadamente), pese a estar considerada en el mismo <i>Index</i> de empresas salmoneras (que estaban afectadas por plagas).	Un factor que afectaba negativamente el valor de la compañía en la Bolsa de Oslo era que estaba considerada dentro del mismo grupo de empresas salmoneras (afectada en los últimos años por enfermedades y alta mortandad). (Aranda y Estrada, 2015).
	CFG anunciaba en un comunicado (antes del inicio de la OPA) que tenía preacuerdos por el 41.5% de la compañía antes del inicio de la compañía.

2.4.2. Valorización de Copeinca

La valorización de la compañía se ha realizado considerando los métodos de descuento de flujos, múltiplos y análisis de transacciones comparables.

a) Valorización por descuento de flujos

Se han considerado los siguientes supuestos para la proyección del flujo de caja libre, en el marco de la oferta pública de adquisición presentada por CFG.

- **Ingresos, costos y gastos**

Los ingresos, costos y gastos fueron proyectados bajo los siguientes supuestos.

- **Ingresos**

Para la proyección de ingresos o ventas, consideramos por separado una proyección de los volúmenes de producción, así como la proyección de precios de la harina y el aceite de pescado, según la data histórica de descarga de anchoveta y precios presentados como anexos del caso.

Como sabemos, el fenómeno natural de El niño afecta los niveles de pesca y, por consiguiente, los niveles de producción de las empresas pesqueras. Según lo mostrado en el anexo del caso (referente al de descarga de anchoveta), dicho suceso natural ha ocurrido, en promedio, cada doce años entre 1965-2012. En ese sentido, se puede considerar la demanda como estacional y, según el gráfico de dispersión del anexo TN 1 del presente *teaching note*, como estacional creciente. Con la fórmula de regresión de dicho gráfico se proyectó la tendencia de demanda para los años 2013-2024. Luego, con la misma base de datos históricos, se procedió a calcular el índice de estacionalidad, el cual fue aplicado a la tendencia de demanda para obtener la demanda esperada total, incluido el efecto estacional; sobre esto se aplicó la cuota de pesca de Copeinca. Finalmente, se aplicaron los índices de productividad de aceite y harina de pescado para obtener los volúmenes proyectados para ambas líneas de producción. (Ver anexo TN 1).

Para la proyección de precios (de la harina y el aceite de pescado) se empleó el método de promedios móviles, con un rango de seis años. (Ver anexo TN 1).

- **Costos y gastos**

Las partidas del costo de ventas (SI productos terminados, MP, gastos por beneficios de personal, otros gastos de fabricación y SF de productos terminados) se han proyectado como porcentaje sobre ventas; del mismo modo, las partidas de gastos de ventas (gastos por beneficios de personal, fletes y aranceles, servicios prestado por terceros y otras cargas de administración). Los gastos de administración se mantienen constantes, con excepción de las partidas de servicios prestados por terceros y otras cargas de administración, las cuales se han proyectado como porcentaje de ventas considerando que son gastos que sí pueden tener movimiento sobre ventas, aunque no sea en la magnitud de un costo variable.

- **Capex, depreciación y amortización**

Según lo mencionado en la *Memoria anual 2012*, en la compañía completaron muchos de sus planes para alcanzar el nivel de eficiencia y calidad proyectado. Crecer orgánicamente

no era una prioridad en aquel momento; por ello, sus planes para los siguientes años consistían en enfocar esfuerzos en I+D y cumplir completamente con las regulaciones medioambientales.

Por lo tanto, se ha considerado un crecimiento anual de 1% de Capex para los primeros cinco años, asumiendo que en ese tiempo llegarían a completar sus inversiones para cumplir con las regulaciones.

La depreciación crece en la misma proporción que el Capex y por el mismo periodo de tiempo, solo para la parte correspondiente al costo de ventas (lo referente a gastos de ventas y administración se mantiene constante) por contener el 97% de la distribución de esta partida.

La amortización se considera constante, ya que los directivos de la compañía manifestaron en la *Memoria anual 2012* que a tal periodo contaban con la capacidad de producción óptima para seguir ejecutando sus planes, lo cual significaría que no adquirirían terrenos para construir más plantas.

- **Variación de ION**

La inversión operativa neta (ION) incluye las partidas de caja, cuentas por cobrar, otras cuentas por cobrar y existencias del activo corriente; así como cuentas por pagar y otras cuentas por pagar, correspondientes al pasivo corriente sin costo. Su proyección se realizó como porcentaje sobre las ventas.

- **Impuestos y tasa de crecimiento**

La tasa de impuesto a la renta es 30% y la tasa de crecimiento considerada (solo para la perpetuidad) es de 3%.

- **Endeudamiento y estructura deuda/capital (D/E)**

Según lo mencionado líneas arriba en Capex, depreciación y amortización, se estima que su nivel de endeudamiento actual, (D/E ratio = 49.2%) al año 2012, se mantendrá para financiar su actividad y planes prioritarios (inversión en I+D y cumplimientos con regulaciones medioambientales), junto con la generación de fondos propios. En ese sentido, dicho nivel de endeudamiento constituye la estructura de financiamiento objetivo. Para ello, se han considerado los valores de mercado de la deuda y de *equity*.

- **Tasa de descuento (WACC)**

En el anexo TN 2 del presente *Teaching note* se presenta un resumen del cálculo de la tasa de descuento (WACC). Para calcular el valor de la empresa mediante el método de descuento de flujos, se usa la tasa de costo promedio ponderado de capital (WACC). Este costo se calcula ponderando el costo de la deuda (K_d) y el costo del capital (K_e) en función de la estructura financiera de la empresa (Fernández, Stock y Arbulú, 2014):

$$WACC = \frac{D}{D+E} K_d (1 - t) + \frac{E}{D+E} K_e$$

- Valor de mercado de la deuda (D) y *equity* (E). En este caso partimos del supuesto mencionado en el punto anterior, se estima una estructura objetivo (D/E) de 49.2%. El valor de mercado del *equity* o *market cap* (acciones en circulación por cotización al 26 de febrero del 2013, fecha de la OPA inicial de CFG) de Copeinca es de USD 423.54 millones. Datos con los que deducimos el valor de mercado de la deuda ascendiente a USD 208.38 millones.
- Costo de la deuda (Kd). Utilizamos el promedio de la tasa de interés de la deuda del bono y arrendamientos financieros, así como préstamos a corto y largo plazo. De ahí se obtuvo un costo de deuda de 6.22%.
- Tasa del impuesto (t). Se considera la tasa de 30%.

Determinamos el costo del capital (Ke) en base al modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), el cual “define la rentabilidad exigida por los accionistas”, según Fernández, Stock y Arbulú (2014, p. 168):

$$K_e = r_f + B_e (r_m - r_f) + r_p$$

- Tasa libre de riesgo (rf). Se usó una tasa de 1.78%, que es la tasa de rentabilidad de los bonos soberanos de los Estados Unidos a diez años.
- Beta de la empresa (Be). Se usó el beta promedio desapalancado de la industria *food processing* de mercados emergentes de 0.69, y se apalancó a la estructura de capital de Copeinca, según los valores de mercado de deuda y *equity* calculados anteriormente en esta sección, con lo cual se obtuvo un Be (*beta levered*) de 1.02 para Copeinca.
- Prima por riesgo de mercado (rm – rf). Se usó la media aritmética de la diferencia de los rendimientos del mercado S&P 500 (*stocks*) y los rendimientos de los bonos soberanos (*T. Bonds*) del periodo más extenso disponible (1928-2012), el cual es 5.88%.
- Tasa de riesgo país (rp). Se usó la tasa de riesgo país de Perú de 114 puntos básicos.

Con estos datos se obtuvo la tasa de descuento (WACC) de 7.42%.

- **Free cash flow y determinación del valor de Copeinca**

El anexo TN 3 contiene la proyección del *free cash flow* (FCF) y el valor por acción de Copeinca.

b) Valorización por múltiplos

En la siguiente tabla se observa información financiera de empresas del sector pesquero que listan en la Bolsa de Valores de Lima, así como el cálculo de sus múltiplos PER (*Price to Earnings Ratio*), EV/Ebitda (veces Ebitda o *Enterprise Value* sobre Ebitda) y Ebitda/Cuota de pesca junto a los múltiplos de Copeinca para su comparación y análisis.

Tabla 1. Valoración de Copeinca – Múltiplos

Empresa	Acciones en Circulación	Cotización al Cierre 2012 USD	Market Cap (USD)	Beneficio Neto (USD)	EPS (USD)	Deuda Neta (USD)	Ebitda (USD)	Cuota Total de Pesca	PER	EV/Ebitda (Vcs. Ebitda)	Ebitda/Cuota de pesca
Pesquera Exalmar SAA	296,997	0.588	174,601	16,607	0.056	169,636	50,890	6.5%	10.51	6.76	7,890
Austral Group SAA	259,003	0.082	21,317	34,513	0.133	53,673	74,843	6.9%	6.18	5.31	10,847
Copeinca ASA	58,500	7.349	429,923	49,597	0.848	162,829	103,807	10.7%	8.67	5.71	9,702

Fuente: SMV (s. f.)

Elaboración propia

Austral Group presenta los múltiplos PER y EV/Ebitda más bajos, junto con el mayor Ebitda/Cuota de pesca, lo cual indica que adquirir Austral les demandaría un menor desembolso de fondos con un mayor rendimiento por punto de cuota de pesca. Sin embargo, esta alternativa no se ajusta al principal objetivo estratégico de CFG (convertirse en líder mundial), dado que su cuota de pesca es menor que la de Copeinca por casi 4 puntos.

Pesquera Exalmar sería la más cara, según su múltiplo PER, con casi el mismo múltiplo de veces Ebitda que Copeinca y con 4.2 puntos menos de cuota de pesca. Por ende, sería la opción menos atractiva de adquisición para CFG, según esta información y análisis.

De ahí que Copeinca resalta como mejor opción de adquisición, de acuerdo a lo que busca CFG. Su ratio de veces Ebitda indica que, respecto a las otras empresas, las acciones de Copeinca estarían subvaluadas, dado que su cuota de pesca (el *driver* de valor) es superior al de las otras dos empresas. Según el múltiplo EV/Ebitda, Copeinca tiene un valor de USD 10.13 por acción (veces Ebitda por Ebitda USD entre acciones en circulación).

c) Valorización por transacciones comparables

La siguiente tabla presenta un resumen de transacciones de adquisición de empresas del sector pesquero peruano entre los años 2010 y 2011, previo al momento de la OPA de CFG por Copeinca, realizada a inicios del 2013.

Tabla 2. Valoración de Copeinca – Transacciones comparables

Implicit price of 1% of the fishing quota			% of the quota	13.7
	\$ million	Year	North and Central	10.7
Negocios Rafmar	88.8	2011	South	3.0
Pesquera Dafeli	101.0	2011		
Pesquera Kairo y Kimi	93.3	2011	Company value	1 334.11
Velebit	105.4	2011	Liabilities	344.07
Pesquera Alejandria	98.4	2010	Equity value	990.04
Average	97.38			

Fuente: Cueto (2017)

El 12 de marzo del 2013, al momento de la OPA de CFG, el CEO de Copeinca había declarado al diario *Gestión* que el valor de la empresa se ubicaba entre USD 950 millones y USD 1.100 millones, basado en transacciones previas de empresas comparables.

El rango mencionado por el CEO de Copeinca incluye el valor del *equity* de USD 990.04 millones, calculado sobre la base de operaciones comparables, como se observa en la tabla 2.

Como veremos más adelante en la sección de recomendación, la valorización de Copeinca reflejaba un importante *upside* comparada con la cotización de Copeinca a la fecha de la OPA inicial de CFGL, y comparada también con el precio por acción ofrecido por CFGL en su primera OPA. Lo importante a resaltar ahora es que aquella situación hacía a Copeinca susceptible a una oferta de adquisición hostil.

2.4.3. Estrategia posterior para maximizar valor

En vista de que se contaba con el valor de la compañía (interna y externa) y que los asesores financieros —en su búsqueda de alternativas estratégicas— lograron contactar con Cermaq, la segunda productora de salmón en el mundo que utilizaba la harina de pescado como materia prima para la producción de alimentos de salmón estaba muy interesada por las sinergias que podía lograr con Copeinca, por un valor de USD 250 millones a USD 270 millones. Por otro lado, teniendo en cuenta que Copeinca buscaba mitigar el riesgo de perder el control de la empresa dada la OPA presentada por CFGL, había encontrado un aliado estratégico con el que buscaba integrarse y volver a tener, al menos, el control conjunto de un poco más del 50% de la compañía. Por ello, las acciones defensivas que tomaron fueron las siguientes:

- Venta de 852,993 acciones de Copeinca a Cermaq y acuerdos futuros de adquisición por un total de 23 millones de acciones (4 de abril del 2013).
- Emisión de 11.7 millones de acciones dirigidas a Cermaq (5 de abril del 2013).

- c. Intención de adquirir el 100% de acciones de Copeinca por parte de Cermaq (10 de mayo del 2013).

Análisis

- a. 04/04/2013 → Adquisición de 852,993 acciones (1.46% de Copeinca)
Valor por acción: USD 10.46
Total invertido = 852,993 acciones (USD 10.46 por acción)
Total invertido = USD 8'922,306.78
- b. 05/04/2013 → Emisión de 11.7 millones nuevas acciones (20% adicionales)
Acciones en propiedad de Cermaq = 12'552,993 acciones

Acciones iniciales: 58'500,000 acciones iniciales

Acciones emitidas: 11'700,000 nuevas acciones

Acciones totales: 70'200,000 acciones totales

Acciones de Cermaq = 12'552,993 acciones / 70'200,000 acciones totales

Acciones de Cermaq = 17.9% de acciones

Luego de la emisión de las acciones, en propiedad de la familia Dyer quedó 32.8% (Dyer Coriat Holding SL, Weilheim Investments SL y otros minoritarios). Por tanto, las acciones entre la familia Dyer y Cermaq superaban el 50.7% sobre el total del accionariado de la compañía. De esta forma, evitaban que CFGL pudiera tomar el control de la mayoría de la empresa.

- c. La intención de Cermaq era adquirir las acciones de Copeinca, por lo que se estaba preparando una OPA por el 100% de ellas. El valor por acción ofertado iba a ser USD 10.46.
- Luego de la OPA presentada por Cermaq, la decisión fue llevada una Junta General de accionistas, cuyo principal objetivo era aprobar esta OPA y también evaluar la opción de OPA que había presentado Marine Harvest.
 - Como se mencionó en el caso, la Junta Directiva decidió dejar sin efecto la OPA presentada por Copeinca y decidió aceptar la OPA presentada por Marine Harvest.
 - CFGL opta por ampliar su oferta de USD 10.46 por acción hasta el 23 de mayo, fecha posterior a la decisión de la Junta General de accionistas de Cermaq.
 - Finalmente, el 24 de junio CFGL subió la oferta a USD 11.24 por acción.

A continuación, se presenta una evaluación de los pros y contras de las acciones de Copeinca para maximizar su valor.

PRO	CONTRA
Acciones: a), b) y c) Esta integración significaba un Win-Win para ambos.	Acciones: a) y b) Incertidumbre sobre acciones futuras, dado que el acuerdo de alianza (50.7%) es solo verbal.
Acciones: a), b) y c) Las sinergias de ambos generarían un jugador grande dentro del sector, dado que tendrían toda la cadena de negocio integrada. El valor estimado de las sinergias es entre USD 250 millones y USD 270 millones.	Acción: b) CFG indicó que procederá a tomar acciones legales contra la obstaculización de una oferta voluntaria.
Acciones: a) y b) Con la emisión de acciones se estaba licuando a todos los accionistas. La alianza obtenía el 50.7%, y con ello bloqueaba cualquier amenaza de compra.	Acción: c) La decisión de la adquisición al 100% estaba en riesgo, porque un accionista de Cermaq presentó una oferta hostil paralela por las acciones de Cermaq. Se considera negativo, porque al no estar considerado Copeinca dentro de los planes de esta nueva empresa, esta podría vender sus acciones al mejor postor.
Acción: c) El Estado noruego (accionista mayorista de Cermaq con 41%) estaba de acuerdo con la adquisición del 100% de Copeinca. Pero para su aceptación, como mínimo, los 2/3 de la Junta General de accionistas debía de aprobarlo.	
Acciones: a), b) y c) Buscaban hacerla menos atractiva al tener una alianza con Cermaq, y lo lograron.	
Acciones: a), b) y c) Se logró maximizar el valor por acción en un 18.3% de la oferta inicial de CFGL	

2.5. Conclusiones

La tabla 3 que se presenta a continuación nos muestra que un rango de negociación posible sería +/-10% de USD 11 por acción (entre USD 10 y USD 12). La valoración de

Copeinca refleja un *upside* muy por encima de la cotización de sus acciones a la fecha de la OPA inicial, lo cual la hacía susceptible a una oferta de adquisición hostil.

Tabla 3. Resumen de valoración

Valoraciones	Val. Por Acción (USD)	Upside Valoración vs Cotización	Upside Última Oferta CFG vs Cotización y OPA Inicial	Total Equity
Descuento de Flujos	10.99	52%		642.67
Múltiplos (5.71xEbitda)	10.13	40%		592.75
Comparables	16.92	134%		990.04
Cotización Copeinca (26/02/13)	7.24			
OPA CFGL (26/02/13)	9.50		18%	
Última oferta (CFG)	11.24		55%	

Nota: Tabla resumen

Fuente: Copeinca (2012), Copeinca (2013b), Yonashiro y Balbín (2016), U.S. Department of the Treasury (s. f.), Damodaran (s. f.-a, s. f.-b), BCRP (s. f.), SMV (s. f.), Cueto (2017)

Elaboración propia

Finalmente, debido a que el *upside* de la última oferta realizada por CFGL ascendió a 55% respecto a la cotización de las acciones de Copeinca (al 26 de febrero del 2013), es momento de considerar la oferta. Esta oferta reflejaba un 18.3% sobre el valor de la oferta inicial de CFGL, maximizaba beneficios para los accionistas en general y, al mismo tiempo, salvaguardaba también los intereses de los accionistas minoritarios.

Bibliografía

- Aranda, A. y Estrada, J. (2015). *Copeinca. La primera compra hostil de una pesquera en el Perú* (Tesis para optar el grado de Máster en Administración de Empresas). Universidad de Piura, Lima.
- Austral Group. (s. f.). *¿Quiénes somos?* Recuperado de <http://www.austral.com.pe/es/quienes-somos>
- Austral Group. (2019). *Memoria anual integrada 2018*. [PDF]. Recuperado de <http://www.austral.com.pe/reportes/memoria-anual-2018-austral.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (s. f.). *Spread - Embig Perú (PBS)*. Recuperado de <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/diarias/resultados/PD04709XD/html/2012-01-01/2012-12-31/>
- Bazán, M. (2019). *Cuaderno de trabajo: Estrategia*. Lima: Universidad de Piura. PAD Escuela de Dirección.
- Cermaq ASA: The Norwegian Government supports Cermaq's acquisition of Copeinca and rejects the potential offer from Marine Harvest. [El gobierno noruego apoya la adquisición de Copeinca por parte de Cermaq y rechaza la oferta potencial de Marine Harvest]. (14 de mayo del 2013). *Market Screener*. Recuperado de <https://www.marketscreener.com/CERMAQ-ASA-1413107/news/Cermaq-ASA-The-Norwegian-Government-supports-Cermaq-s-acquisition-of-Copeinca-and-rejects-the-pote-16861317/>
- Cermaq ASA: Letter to shareholder regarding how Copeinca is value accretive for Cermaq. [Carta al accionista sobre cómo Copeinca es un valor agregado para Cermaq]. (5 de noviembre del 2013). *Market Screener*. Recuperado de <https://www.marketscreener.com/CERMAQ-ASA-1413107/news/Cermaq-ASA-Letter-to-shareholder-regarding-how-Copeinca-is-value-accretive-for-Cermaq-16840753/?login=fail>
- China Fishery Group Limited. (13 de marzo del 2013). *Acquisition of 9.9% and pre-acceptance for an additional 4.0% stake in Copeinca ASA*. [Adquisición del 9.9% y preceptación por un 4.0% adicional]. [Comunicado de prensa]. Recuperado de https://www.chinafisherygroup.com/attachment/2013031307281317_en.pdf
- China Fishery Group Limited. (22 de marzo del 2013). *China Fishery warns Copeinca against obstructing the voluntary cash offer through the issuance of new shares*. [China Fishery

- advierte a Copeinca contra la obstrucción de la oferta voluntaria de efectivo a través de la emisión de nuevas acciones]. [Comunicado de prensa]. Recuperado de http://www.chinafisherygroup.com/attachment/2013032221232417_en.pdf
- China Fishery Group Limited. (11 de abril del 2013). *The proposed acquisition of a significant equity interest in Copeinca ASA*. [La adquisición propuesta de una participación significativa en Copeinca ASA]. [Comunicado de prensa]. Recuperado de http://www.chinafisherygroup.com/attachment/2013041107570517_en.pdf
- Corporación Pesquera Inca [Copeinca]. (2005). *Memoria anual 2004* [PDF]. Recuperado de http://www.copeinca.com/userfiles/ckfinder/files/10_%20Memoria_COPEINCA-2004.pdf
- Corporación Pesquera Inca [Copeinca]. (2006). *Memoria anual 2005* [PDF]. Recuperado de http://www.copeinca.com/userfiles/ckfinder/files/9_%20Memoria_COPEINCA-2005.pdf
- Corporación Pesquera Inca [Copeinca]. (2007). *Memoria anual 2006* [PDF]. Recuperado de http://www.copeinca.com/userfiles/ckfinder/files/11_%20Memoria_COPEINCA-2006.pdf
- Corporación Pesquera Inca [Copeinca]. (2008). *Memoria anual 2007* [PDF]. Recuperado de http://www.copeinca.com/userfiles/ckfinder/files/5_%20memoria_anual_copeinca_2007.pdf
- Corporación Pesquera Inca [Copeinca]. (2009). *Memoria anual 2008* [PDF]. Recuperado de http://www.copeinca.com/userfiles/ckfinder/files/6_%20Memoria%20Anual%202008.pdf
- Corporación Pesquera Inca [Copeinca]. (2010). *Memoria anual 2009* [PDF]. Recuperado de http://www.copeinca.com/userfiles/ckfinder/files/5_%20memoria_anual_copeinca_2009.pdf
- Corporación Pesquera Inca [Copeinca]. (2011). *Memoria anual 2010* [PDF]. Recuperado de http://www.copeinca.com/userfiles/ckfinder/files/4_%20Annual%20Report%20Copeinca%202010.pdf
- Corporación Pesquera Inca [Copeinca]. (2012). *Memoria anual 2011* [PDF]. Recuperado de http://www.copeinca.com/userfiles/ckfinder/files/2_%20MEMCOP2011ESP.pdf
- Corporación Pesquera Inca [Copeinca]. (2013a). *Escrito a la SMV sobre Informe del Directorio sobre la OPA*. [PDF]. Recuperado de <https://www.bvl.com.pe/empresas/alertas/COPEINCA%20OPA%20Informe%20de%20Directorio.pdf>

- Corporación Pesquera Inca [Copeinca]. (2013b). *Memoria anual 2012* [PDF]. Recuperado de http://www.copeinca.com/userfiles/ckfinder/files/1_%202012%20Annual%20Report.pdf
- Corporación Pesquera Inca [Copeinca]. (2013c). *Prospecto Copeinca ASA* [PDF]. Recuperado de http://www.copeinca.com/userfiles/cms/pagina/documento/prospecto_copeinca_2013.pdf
- Cueto, D. (2017). *Copeinca: a hostile takeover* / Copeinca: una toma de control hostil. *Research Gate*. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/326423949_COPEINCA_A_HOSTILE_TAKEOVER_COPEINCA_UNA_TOMA_DE_CONTROL_HOSTIL
- Damodaran. (s. f.-a). *Discount Rate Estimation: Historical returns on stocks, bonds and bills - United States*. [Estimación de la tasa de descuento: Rentabilidad histórica de acciones, bonos y letras - Estados Unidos]. Recuperado de http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
- Damodaran. (s. f.-b). *Discount Rate Estimation: Levered and unlevered betas by industry, N.º 4*. [Estimación de la tasa de descuento: betas apalancadas y no apalancadas por industria, N.º 4]. Recuperado de http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
- Figueroa, C. (2011). *El sector pesquero en el Perú al 2007*. (DG-NT-372). Lima: Escuela de Dirección de la Universidad de Piura.
- Fernández, P., Stok, J. R. y Arbulú, J. (2014). *Finanzas para directivos*. (3a ed., 3a reimp.). Lima: Universidad de Piura.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (s. f.-a). *Tabla 14.2. Desembarque de productos pesqueros, por utilización, 2003-2016*. Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1483/cap14/cap14.htm
- Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (s. f.-b). *Tabla 14.3. Desembarque de recursos marítimos, según puerto, 2010-2016*. Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1483/cap14/cap14.htm
- Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (s. f.-c). *Tabla 14.16. Transformación de productos pesqueros, según giro industrial, 2008-2016*. Recuperado de

https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1483/cap14/cap14.htm

Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (s. f.-d). *Tabla 14.22. Venta interna de productos pesqueros, según utilización, 2008-2016*. Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1483/cap14/cap14.htm

Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (s. f.-e). *Tabla 14.26. Exportación de productos de la pesca marítima, según giro industrial, 2008-2016*. Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1483/cap14/cap14.htm

Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (s. f.-f). *Tabla 14.27. Exportación de harina de pescado, según continente y país de destino, 2008-2016*. Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1483/cap14/cap14.htm

Klesty, V. y Koeanyi, B. (2013). Marine Harvest may raise \$1.7 billion Cermaq bid. [Marine Harvest puede recaudar \$ 1.7 mil millones de oferta de Cermaq]. *Market Screener*. Recuperado de <https://www.marketscreener.com/COPEINCA-ASA-1413114/news/Marine-Harvest-may-raise-1-7-billion-Cermag-bid-16897826/>

Maza, T. y Tresierra, N. (2012). *COPEINCA (COP). Seguimiento de Cobertura: Inversión Constante*. Reporte financiero Centrum, Burkenroad Latinoamérica-Perú. Recuperado de [https://www.latinburkenroad.com/docs/BRLA%20Copeinca%20\(201203%20Spanish\).pdf](https://www.latinburkenroad.com/docs/BRLA%20Copeinca%20(201203%20Spanish).pdf)

Noruega Cermaq adquiere más del 50% de Copeinca. (5 de abril del 2013). *Gestión*. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/empresas/noruega-cermaq-adquiere-50-copeinca-35502-noticia/?ref=gesr>

Noruega Cermaq compró Copeinca por US\$ 612 mlls. (5 de abril del 2013). *La República*. Recuperado de <https://larepublica.pe/economia/702336-noruega-cermaq-compro-copeinca-por-us-612-mlls/>

Ochoa, V. (2013). Copeinca: El valor de la compañía se ubica en US\$ 1,100 millones. *Gestión*. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/empresas/copeinca-compania-ubica-us-1-100-millones-33699-noticia/?ref=gesr>

Organismo de Evaluación y Fiscalización Ambiental [OEFA]. (s. f.). *Anexo II*. [PDF]. Recuperado de <http://www.oefa.gob.pe/wp-content/uploads/2013/02/anexo2.pdf>

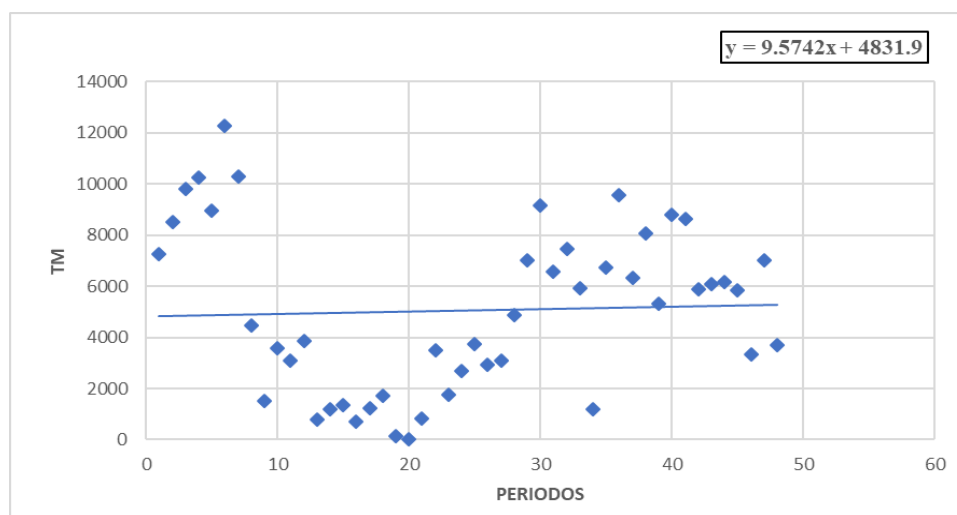
- Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura [FAO]. (2014). *El estado mundial de la pesca y la acuicultura 2014*. [PDF]. Recuperado de <http://www.fao.org/3/a-i3720s.pdf>
- Paniagua, F. (2013). Suplemento al prospecto informativo: Oferta Pública de Adquisición (“OPA”) para adquirir las Acciones representativas del capital social de Copeinca ASA que formula CFGL. Recuperado de <https://docplayer.es/6859409-Suplemento-al-prospecto-informativo-oferta-publica-de-adquisicion-opa-para-adquirir-las-acciones-representativas-del-capital-social-de.html>
- Pesquera Diamante. (2019). *Memoria anual 2018* [PDF]. Recuperado de <https://www.diamante.com.pe/assets/pdf/memoria/memoria2018.pdf>
- Sociedad Nacional de Pesquería [SNP]. (2016). *Harina de pescado: Perú lidera su producción mundial*. Recuperado de <https://www.snp.org.pe/harina-de-pescado/>
- Sociedad Nacional de Pesquería [SNP]. (2019). *Pesca responsable*, 21(110). Recuperado de https://www.snp.org.pe/media/pdf/Revista/Pesca_Responsable_110.pdf
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (s. f.). *Información financiera*. Recuperado de https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12
- Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria [Sunat]. (2016). *Anuario estadístico 2012. Cuadro N.º 18: Principales empresas por sectores económicos*. Recuperado de http://www.sunat.gob.pe/estad-comExt/modelo_web/anuario12.html
- Tasa. (s. f.-a). *Historia*. Recuperado de <https://www.tasa.com.pe/acerca-de-tasa-historia.html>
- Tasa. (s. f.-b). *¿Quiénes somos?* Recuperado de <https://www.tasa.com.pe/acerca-de-tasa-acerca-de-tasa.html>
- U.S. Department of the Treasury. (s. f.). *Resource Center: Daily Treasury Yield Curve Rates* [Centro de recursos: Tasas de curva de rendimiento de tesorería diaria]. Recuperado de <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2012>
- Yonashiro, C. A. y Balbín, N. A. (2016). *Las cuotas individuales transferibles en la pesquería Stock Norte-Centro de anchoveta peruana (Engraulis ringens)*. (DT N° 001-2016-DECHI. Serie de documentos de trabajo). Recuperado del sitio de la página de Internet del Ministerio de la Producción: <https://www.produce.gob.pe/documentos/pesca/dgchi/publicaciones/Documento-de-Trabajo-001-2016.pdf>

Anexos TN

Anexo TN 1. Proyección de demanda y precios

a) Gráfico de dispersión

Nota 1: por optimizar espacio, para la presentación de este gráfico se han considerado datos reales solo a partir del 2008.



Nota 2: gráfico basado en la tabla “Descarga de anchoveta para consumo humano indirecto (Tm 1965 – 2012)” del anexo 16.

Fuente: Yonashiro y Balbín (2016)

Elaboración propia

b) Tendencia de demanda

Año	X	Real	Tendencia Estimada
2008	44	6159.388	5,253
2009	45	5828.638	5,263
2010	46	3330.413	5,272
2011	47	7000.093	5,282
2012	48	3693.871	5,291
2013	49		5,301
2014	50		5,311
2015	51		5,320
2016	52		5,330
2017	53		5,339
2018	54		5,349
2019	55		5,358
2020	56		5,368
2021	57		5,378
2022	58		5,387
2023	59		5,397
2024	60		5,406

Nota 1: por optimizar espacio, para la presentación de este gráfico se han considerado datos reales solo a partir del 2008.

Nota 2: tabla basada en la tabla “Descarga de anchoveta para consumo humano indirecto (Tm 1965-2012)” y tabla “Precio de harina y aceite de pescado” del anexo 16.

Fuente: Yonashiro y Balbín (2016)

Elaboración propia

c) Índice de estacionalidad

Nota 1: tabla basada en la tabla “Descarga de anchoveta para consumo humano indirecto (Tm 1965-2012)” del anexo 16.

Rango	Año	Pesca TM	Año	Pesca TM	Año	Pesca TM	Año	Pesca TM	Promedio	Indice
1	1965	7,242,394	1977	792,085	1989	3,718,664	2001	6,347,665	4,525,202	0.8932
2	1966	8,529,821	1978	1,187,004	1990	2,924,887	2002	8,082,894	5,181,152	1.0226
3	1967	9,824,624	1979	1,362,738	1991	3,079,200	2003	5,335,510	4,900,518	0.9672
4	1968	10,262,661	1980	720,040	1992	4,869,872	2004	8,797,130	6,162,426	1.2163
5	1969	8,960,460	1981	1,225,139	1993	7,008,508	2005	8,628,392	6,455,625	1.2742
6	1970	12,276,977	1982	1,720,404	1994	9,175,955	2006	5,891,839	7,266,294	1.4342
7	1971	10,276,593	1983	118,436	1995	6,557,743	2007	6,084,712	5,759,371	1.1368
8	1972	4,447,189	1984	22,988	1996	7,460,420	2008	6,159,388	4,522,496	0.8926
9	1973	1,512,828	1985	844,255	1997	5,923,005	2009	5,828,638	3,527,182	0.6962
10	1974	3,583,447	1986	3,481,823	1998	1,205,537	2010	3,330,413	2,900,305	0.5725
11	1975	3,078,804	1987	1,764,169	1999	6,731,987	2011	7,000,093	4,643,763	0.9166
12	1976	3,863,049	1988	2,701,051	2000	9,555,607	2012	3,693,871	4,953,395	0.9777
Volumen promedio total									5,066,477	

Nota 2: los años en sombra de color celeste corresponden a los sucesos de El Niño. El índice es calculado dividiendo el promedio de cada rango entre el volumen promedio total.

Fuente: Yonashiro y Balbín (2016)

Elaboración propia

d) Demanda esperada

Nota: tabla basada en la tabla “Descarga de anchoveta para consumo humano indirecto (Tm 1965-2012)” del anexo

Año	Indice Estacional	Tendencia de Demanda	Demanda Esperada	Cuota de Pesca Copeinca	Productividad Aceite	Productividad Harina	Agua
				10.70%	5.7%	23.7%	70.6%
2013	0.8932	5,301,035.80	4,734,702	506,613	28,877	120,067	357,669
2014	1.0226	5,310,610.00	5,430,810	581,097	33,123	137,720	410,254
2015	0.9672	5,320,184.20	5,145,914	550,613	31,385	130,495	388,733
2016	1.2163	5,329,758.40	6,482,658	693,644	39,538	164,394	489,713
2017	1.2742	5,339,332.60	6,803,293	727,952	41,493	172,525	513,934
2018	1.4342	5,348,906.80	7,671,352	820,835	46,788	194,538	579,509
2019	1.1368	5,358,481.00	6,091,309	651,770	37,151	154,470	460,150
2020	0.8926	5,368,055.20	4,791,694	512,711	29,225	121,513	361,974
2021	0.6962	5,377,629.40	3,743,799	400,587	22,833	94,939	282,814
2022	0.5725	5,387,203.60	3,083,905	329,978	18,809	78,205	232,964
2023	0.9166	5,396,777.80	4,946,506	529,276	30,169	125,438	373,669
2024	0.9777	5,406,352.00	5,285,683	565,568	32,237	134,040	399,291

16.

Fuente: Yonashiro y Balbín (2016)

Elaboración propia

e) Proyección de precios de harina de pescado

Año	Precio Histórico	Promedio Móvil (6)
2007	959.76	
2008	902.67	
2009	925.93	
2010	1,486.28	
2011	1,368.44	
2012	1,328.32	
2013		1,161.90
2014		1,195.59
2015		1,244.41
2016		1,297.49
2017		1,266.03
2018		1,248.96
2019		1,235.73
2020		1,248.03
2021		1,256.78
2022		1,258.84
2023		1,252.39
2024		1,250.12

Nota: Tabla basada en la tabla “Precios de la harina y del aceite de pescado” del anexo 16.

Fuente: Yonashiro y Balbín (2016)

Elaboración propia

f) Proyección de precios de aceite de pescado

Nota: tabla basada en la tabla “Precios de la harina y del aceite de pescado” del anexo 16.

Fuente: Yonashiro y Balbín (2016)

Año	Precio Histórico	Promedio Móvil (6)
2007	777.16	
2008	1,493.18	
2009	846.68	
2010	1,079.21	
2011	1,419.21	
2012	1,736.76	
2013		1,225.37
2014		1,300.07
2015		1,267.88
2016		1,338.08
2017		1,381.23
2018		1,374.90
2019		1,314.59
2020		1,329.46
2021		1,334.36
2022		1,345.44
2023		1,346.66
2024		1,340.90

Elaboración propia

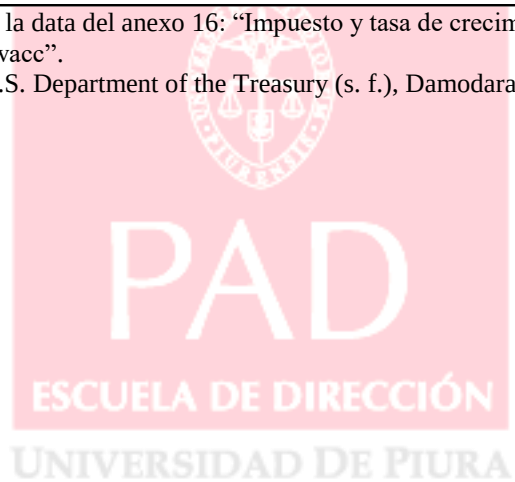
Anexo TN 2. Tasa de descuento (WACC)

WACC		7.42%
Kd		6.22%
Ke		8.93%
Rf		1.78
Be		1.02
Bu		0.69
Rm-Rf		5.88
Rp		1.14
D/E Actual		49.2%
D/E Objetivo		49.2%
D mercado	208.38	33%
E mercado	423.54	67%
Estructura de Capital	631.92	100%

Nota: tasa calculada en base a la data del anexo 16: “Impuesto y tasa de crecimiento”, “Estructura de capital (D/E ratio)” y “Tasa de descuento wacc”.

Fuente: Copeinca (2013b), U.S. Department of the Treasury (s. f.), Damodaran (s. f.-a, s. f.-b), BCRP (s. f.)

Elaboración propia



Anexo TN 3. Free cash flow y valor por acción de Copeinca

P&L (Millones USD)			Proyección											
Real														
Partidas	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Harina de pescado (miles TM)			120	138	130	164	173	195	154	122	95	78	120	138
Aceite de pescado (miles TM)			29	33	31	40	41	47	37	29	23	19	30	32
Precio (USD)														
Harina de pescado			1,162	1,196	1,244	1,297	1,266	1,249	1,236	1,248	1,257	1,259	1,252	1,250
Aceite de pescado			1,225	1,300	1,268	1,338	1,381	1,375	1,315	1,329	1,334	1,345	1,347	1,341
Ventas	254.48	314.22	174.89	207.72	202.18	266.20	275.73	307.30	239.72	190.50	149.78	123.75	191.00	215.39
Costo de Ventas	-143.09	-196.86	-113.70	-133.40	-130.19	-168.54	-174.32	-193.19	-152.81	-123.40	-99.06	-83.51	-123.69	-138.27
SI productos terminados	8.93	56.93	31.68	37.63	36.63	48.23	49.95	55.67	43.43	34.51	27.14	22.42	34.60	39.02
MP y otros materiales consumidos	104.79	78.65	43.78	51.99	50.61	66.63	69.02	76.92	60.00	47.68	37.49	30.98	47.81	53.91
Gastos por beneficios de personal	47.84	40.55	22.57	26.81	26.09	34.35	35.58	39.66	30.94	24.59	19.33	15.97	24.65	27.80
Depreciación	13.82	9.01	9.10	9.19	9.29	9.38	9.47	9.47	9.47	9.47	9.47	9.47	9.47	9.47
Amortización	0.34	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
Otros gastos de fabricación	24.29	25.21	14.03	16.67	16.22	21.36	22.12	24.66	19.23	15.29	12.02	9.93	15.33	17.28
SF productos terminados	-56.93	-13.58	-7.56	-8.98	-8.74	-11.50	-11.91	-13.28	-10.36	-8.23	-6.47	-5.35	-8.25	-9.31
UTILIDAD BRUTA	111.39	117.36	61.19	74.31	71.99	97.67	101.41	114.11	86.92	67.11	50.72	40.24	67.31	77.12
Gastos por beneficios de personal	-1.39	-1.69	-0.94	-1.12	-1.09	-1.43	-1.48	-1.65	-1.29	-1.02	-0.80	-0.66	-1.03	-1.16
Fletes y aranceles	-7.40	-12.30	-6.84	-8.13	-7.91	-10.42	-10.79	-12.03	-9.38	-7.46	-5.86	-4.84	-7.47	-8.43
Servicios prestados por terceros	-3.02	-2.44	-1.36	-1.61	-1.57	-2.06	-2.14	-2.38	-1.86	-1.48	-1.16	-0.96	-1.48	-1.67
Otras cargas de administración	-0.69	-0.75	-0.42	-0.50	-0.48	-0.64	-0.66	-0.73	-0.57	-0.46	-0.36	-0.30	-0.46	-0.51
Depreciación	-0.01	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08
Amortización	-0.09	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
Gastos de Venta	-12.60	-17.27	-9.66	-11.45	-11.15	-14.65	-15.17	-16.89	-13.20	-10.51	-8.29	-6.86	-10.54	-11.87
Gastos por beneficios de personal	-6.07	-6.23	-6.23	-6.23	-6.23	-6.23	-6.23	-6.23	-6.23	-6.23	-6.23	-6.23	-6.23	-6.23
Servicios prestados por terceros	-5.59	-6.11	-3.40	-4.04	-3.93	-5.17	-5.36	-5.97	-4.66	-3.70	-2.91	-2.41	-3.71	-4.19
Otros impuestos	-0.23	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17
Otras cargas de administración	-1.16	-1.10	-0.61	-0.72	-0.70	-0.93	-0.96	-1.07	-0.84	-0.66	-0.52	-0.43	-0.67	-0.75
Depreciación	-0.28	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18
Amortización	-0.46	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08
Gastos de Administración	-13.78	-13.86	-10.67	-11.42	-11.30	-12.76	-12.98	-13.70	-12.16	-11.03	-10.09	-9.50	-11.04	-11.60
Otros Ingresos	9.14	1.84	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Otros gastos	-19.90	-12.97	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
UTILIDAD OPERATIVA (UAIT)	74.26	75.10	40.87	51.44	49.55	70.26	73.26	83.51	61.56	45.57	32.34	23.88	45.73	53.65
NOPAT			28.61	36.01	34.68	49.18	51.28	58.46	43.09	31.90	22.64	16.72	32.01	37.56
(+) Depreciación y Amortización			9.56	9.65	9.74	9.83	9.92	9.92	9.92	9.92	9.92	9.92	9.92	9.92
(+) Deuda			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(+/-) ION			-26.76	6.31	-1.06	12.30	1.83	6.06	-12.98	-9.45	-7.82	-5.00	12.92	4.69
(-) CAPEX			-2.79	-2.82	-2.85	-2.88	-2.91	-2.91	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Perpetuidad (3%)														1,215.19
FCF			8.60	49.14	40.51	68.43	60.13	71.54	40.04	32.37	24.74	21.64	54.85	1,267.36
Valor Empresa	851.05													
(Deuda)	-208.38													
Valor Acciones	642.67													
#Acciones en circulación	58.50													
Valor/Acc USD	10.99													

Nota: proyección realizada en base a data del anexo 16.

Fuente: Copeinca (2013b), Yonashiro y Balbín (2016), U.S. Department of Treasury (s. f.), Damodaran (s. f.-a, s.f.-b), BCR (s. f.) y anexo TN 2.

Elaboración propia

Anexo TN 4. Análisis del sector - Porter

Datos generales del sector

- Las exportaciones al 2012 ascendieron a USD 2,311.71 millones facturados.
- La transformación total al 2012 fue de 1,517 (miles de Tm).
- La evolución de las actividades de transformación, entre el 2010 y 2012, fue de 15% (tasa de crecimiento anual)
- Las variables a las que el sector es sensible son las siguientes: tipo de cambio, demanda del mercado asiático (específicamente China), *shocks* de oferta (fenómeno de El Niño), la cuota de pesca y precios de mercado.

Clientes

- Mercado concentrado en el continente asiático, principalmente en China (51% de la demanda). En este aspecto, su poder de negociación tiende a ser alto, y variables como el precio, principalmente, se ven afectadas.
- La harina y el aceite de pescado son *commodities*, lo cual incrementa el poder de negociación de los clientes; sin embargo, Copeinca está invirtiendo en I+D, con lo que lograrían una diferenciación y reducir, en este aspecto, el poder de negociación de los compradores.
- El riesgo de integración hacia atrás de los clientes es medio; algunas empresas pueden hacerlo a través de fusiones y adquisiciones, como lo que el CFO y el CEO intentaron hacer con Cermaq (empresa sugerida por los asesores financieros UBS, DNB, etc.), que tal empresa adquiriera Copeinca significó para el comprador una integración vertical hacia atrás.
- La harina y el aceite de pescado son materia prima importante para la elaboración de alimentos para salmón. Copeinca, al ser una de las más grandes empresas de Perú (y uno de los principales productores), garantizaba el abastecimiento y la calidad de sus productos, y con ello reducía el impacto del poder de negociación sus clientes.

El poder de negociación de los compradores es medio, esto representaría una oportunidad para desarrollar productos diferenciados con el fin de fortalecer la posición de la empresa en el mercado.

Competencia

- En los años 2011-2012, el sector pesquero en el Perú creció 15% anual.
- Al 2012, los costos fijos de Copeinca representaron el 60% de las ventas, lo cual supone una amenaza significativa ya que pueden estar expuestos a caídas en los precios de mercado de la harina y el aceite de pescado.
- Al 2012 Copeinca no enfrentó exceso de capacidad.
- La harina y el aceite de pescado son un *commodity*; sin embargo, Copeinca invirtió en I+D.
- La marca Copeinca, su experiencia, conocimiento y desempeño son altamente representativos en el sector.
- No todas las empresas tienen la misma capacidad productiva, y Copeinca es el cuarto mayor productor en el mundo.

La intensidad de la competencia era fuerte; sin embargo, Copeinca supo aprovechar las oportunidades de crecimiento, generación de conocimiento y marca a lo largo del tiempo. A partir de ello, tuvo la oportunidad de fortalecer su presencia en el mundo, a través de la diferenciación de productos.

Nuevos entrantes (barreras de entrada y salida)

- La empresa entrante requiere una sustancial economía de escala, para lo cual debe realizar una inversión muy alta. Esto está relacionado a la asignación de cuotas individuales a las empresas pesqueras por parte de la entidad supervisora (Produce), ya que, si una empresa existente o un nuevo competidor desean obtener una cuota de pesca significativa, lo podrían hacer a través de fusiones y adquisiciones. Considerando que el *driver* de valor es la cuota de pesca en sí, implicaría gran inversión de capital.
- La experiencia, el conocimiento y la marca generados por las empresas existentes son también una barrera de entrada.
- Los niveles de eficiencia de las empresas existentes, como es el caso de Copeinca, del mismo modo, constituyen una barrera de entrada.

Por lo antes manifestado, se considera que las barreras de entrada del sector son altas.

Productos sustitutos

Para el año 2012, la harina y el aceite de pescado no tenían sustitutos que rindan lo mismo que los productos marítimos. En vista de que el costo de cambio era alto, tenían que realizar pruebas e invertir en I+D. Los sustitutos no representaban una amenaza y era una oportunidad para Copeinca, en relación a sus intenciones, de invertir en I+D, enfocándose en la diferenciación de productos.

Proveedores

Al 2012 los proveedores no representaban una amenaza, por el mismo hecho que debían realizar una fuerte inversión si deseaban integrar sus negocios, además de competir con la experiencia y eficiencia logradas por las empresas existentes.

Nota: análisis realizado en base a la información de la sección 1.2: “El sector pesquero en el Perú”.

Fuente: OEFA (s. f.), SNP (2019), Yonashiro y Balbín (2016), FAO (2014), Maza y Tresierra (2012), Sunat (2016), Austral Group (s. f.)

Elaboración propia