



Directorio Compañía Pesquera Camanchaca S.A.

Informe de Valorización Independiente

Santiago, 16 de noviembre de 2015

Opinión de valor del negocio de ostiones de Camanchaca ubicado en la bahía
Guaqueros

Información Importante

El presente documento (en adelante, el “Informe”) ha sido preparado por Larrain Vial Servicios Profesionales Limitada (en adelante, “LarrainVial”) como evaluador independiente del directorio de Compañía Pesquera Camanchaca S.A.

Las recomendaciones y conclusiones del presente Informe, constituyen el mejor parecer u opinión de LarrainVial respecto de la valorización aquí descrita a la fecha de emisión de este Informe, considerando la metodología utilizada para tal efecto, la información que se tuvo a disposición, y las proyecciones, estimaciones y supuestos que sirven de base a las mismas. Las conclusiones de este Informe podrían variar si se dispusieran de otros antecedentes o información o se utilizaren otros criterios de valorización. LarrainVial no tendrá obligación alguna de comunicar dichas variaciones como así tampoco cuando las opiniones o información contenidas en el documento se modificaren.

En la elaboración del presente Informe, únicamente se ha utilizado información entregada por Compañía Pesquera Camanchaca S.A. (en adelante, “Camanchaca” o la “Compañía”) e información pública, ninguna de las cuales ha sido verificada independientemente por LarrainVial y, por tanto, este no tiene responsabilidad alguna respecto de las mismas ni por las conclusiones que puedan derivarse de cualquier información falsa, errónea o incompleta.

Asimismo, las conclusiones del Informe pueden basarse en supuestos que pueden estar sujetos a significativas incertidumbres y contingencias económicas y de mercado, tales como flujos, proyecciones, estimaciones y apreciaciones, cuya ocurrencia puede ser difícil de predecir y muchos de ellos podrían incluso estar fuera del alcance de las respectiva empresa, de modo que no existe certeza alguna acerca del grado de cumplimiento de tales supuestos. Bajo ninguna circunstancia la utilización o incorporación de tales flujos, proyecciones o estimaciones podrán ser consideradas como una representación, garantía o predicción de LarrainVial con respecto a su ocurrencia, como así tampoco el de los supuestos subyacentes a los mismos.

Introducción

Alcance	<ul style="list-style-type: none">■ Camanchaca cuenta con tres áreas productivas de cultivos marinos, además del salmón, las que se encuentran en dos zonas geográficas: Cultivos Sur, ubicada en la Isla de Chiloé, región de Los Lagos, orientada a la producción de mejillones; y Cultivos Norte, que produce ostiones y abalones en las regiones de Coquimbo y de Atacama, respectivamente.■ Cultivos Norte, posee concesiones de ostiones en Guanaqueros, región de Coquimbo, de 477 ha. acuícolas y de 1,6 ha. marítimas; y en Bahía Inglesa, región de Atacama, cuenta con concesiones acuícolas de 688 hás. y marítimas de 4,3 ha.■ El directorio de Camanchaca ha encargado a LarrainVial realizar un Informe de valorización del negocio de cultivo de ostiones que opera exclusivamente en la localidad de Guanaqueros, región de Coquimbo.■ Camanchaca ha recibido una oferta por esta unidad de negocio, por lo que su directorio acordó designar a LarraínVial como evaluador independiente para informar a los accionistas respecto de las condiciones de la operación, sus efectos y su potencial impacto para la sociedad de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 147 de la Ley 18.046 de Sociedades Anónimas.
LarrainVial	<ul style="list-style-type: none">■ LarrainVial, en base a su conocimiento en diferentes transacciones de la industria “<i>seafood</i>” y habiendo realizado un estudio del negocio de ostiones de Camanchaca, ha utilizado diferentes métodos de valorización para generar una opinión de valor respecto de la unidad de negocio antes descrita.<ol style="list-style-type: none">I. Valor activos: este método toma en consideración tanto el valor contable como el valor de mercado de cada uno de los activos que forman la unidad de negocio.II. Valorización por flujos de caja descontados (en adelante “FCD”).■ Las fuentes para la elaboración de este documento provinieron principalmente de información pública y de la administración de la Compañía.■ El análisis realizado por LarrainVial no contempló un due diligence de Camanchaca, ni del negocio de cultivos de ostiones en Guanaqueros. Respecto de los temas contables, legales, tributarios y regulatorios propios de las concesiones respectivas, se utilizó la información y opinión proporcionada por la administración de Camanchaca, las cuales no fueron verificadas ni por LarrainVial ni por terceros expertos.

Términos y condiciones de la oferta

- Con fecha 27 de octubre de 2015, el señor Ricardo Garcia Holtz, Gerente General de Compañía Pesquera Camancha S.A., ha recibido una oferta irrevocable y vinculante, que fue modificada con fecha 30 de octubre de 2015, por la unidad económica como negocio en marcha relacionada al cultivo de ostiones ubicado en la IV Región, y el arriendo, a largo plazo de las instalaciones de hatchery de ostiones en la III Región.

Términos y condiciones generales de la oferta	
Plazo de la oferta:	Hasta el 15 de diciembre de 2015
Precio por el conjunto de activos:	US\$ 1.000.000
Renta mensual hatchery:	UF 40
Plazo arriendo hatchery :	5 años
Renovación arriendo:	Renovable sucesivamente por periodos de 5 años
Gastos operacionales:	A contar del 1 de noviembre de 2015 todos los gastos operacionales directos serán de cargo del oferente
Trabajadores:	La oferta no comprende ninguna de las relaciones laborales que mantenga Camanchaca
Pagos:	(i) US\$ 700.000 con la suscripción de la compraventa (ii) US\$ 125.000 una vez inscrita a nombre del comprador la concesión de acuicultura DS 852 (iii) US\$ 125.000 una vez inscrita a nombre del comprador la concesión de acuicultura DS 426 (iv) US\$ 50.000 una vez inscrita a nombre del comprador la concesión de tierra DS 533

Fuente: Camanchaca

Descripción de la Unidad de Negocio

Descripción general

- Dentro de la operación está considerado:
 - Concesiones: La unidad de negocio considera concesiones en Guanaqueros, región de Coquimbo, de 477 ha. acuícolas y de 1,6 ha. Marítimas.
 - Centro de cultivo: con una producción anual de 130 toneladas y con una capacidad máxima de 404 toneladas.
 - Laboratorio de producción de larvas de ostión (Hatchery): Está ubicado en Bahía Inglesa y tiene una capacidad de producción de 120 millones de semillas al año.
- Los principales destinos de los ostiones de Camanchaca son actualmente Chile, a través de venta en playa; España, Francia y Brasil.
- La unidad de negocio representa para Camanchaca menos del 1% de sus ingresos y de sus activos.
- Los activos del negocio:

Activos a septiembre de 2015		
1	Concesiones	447 ha. acuícolas
2	Biomasa	21,6 millones de unidades
3	Terreno y Construcción ⁽¹⁾	US\$ 35 mil
4	Maquinaria y Equipos ⁽¹⁾	US\$ 210 mil
5	Muebles ⁽¹⁾	US\$ 7 mil
6	Otros ⁽¹⁾	US\$ 7 mil

Fuente: Camanchaca

⁽¹⁾ Valor contable

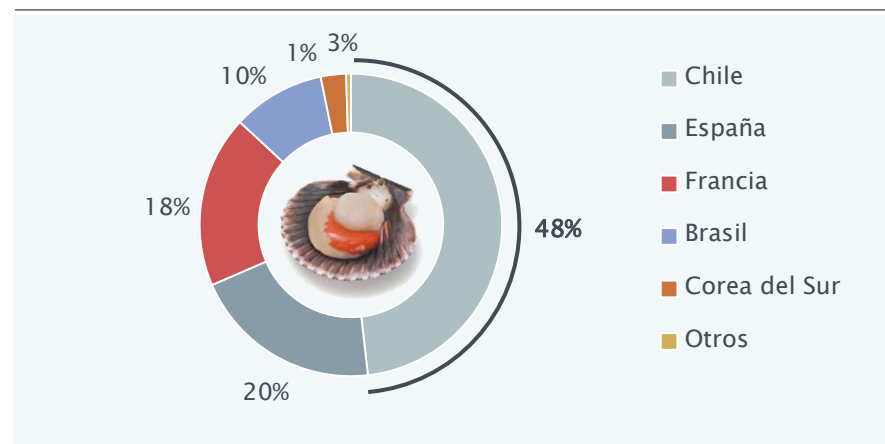
Nota: El Laboratorio de producción de larvas de ostión (Hatchery) no está considerado como un activo dentro de la valorización.

Ubicación concesiones



Guanaqueros, IV Región, Chile

Distribución de los ingresos por ventas año 2014² (%)



Fuente: Camanchaca

⁽²⁾ Distribución de todo el negocio de ostiones de Camanchaca.

Método I: Valor activos

Activos	Valor Contable	Valor de Mercado	Descuento por Liquidez	Valor Contable Con Descuento por Liquidez	Valor de Mercado Con Descuento por Liquidez
Activos Fijos	US\$ 260.518	US\$ 257.278		US\$ 182.363	US\$ 180.095
Edificios y Construcciones	US\$ 35.586	US\$ 32.343		US\$ 24.910	US\$ 22.640
Maquinarias y Equipos	US\$ 210.711	US\$ 210.711	30%	US\$ 147.498	US\$ 147.498
Muebles	US\$ 7.396	US\$ 7.396		US\$ 5.177	US\$ 5.177
Otros	US\$ 6.825	US\$ 6.825		US\$ 4.778	US\$ 4.778
Concesiones	US\$ 547.000	US\$ 604.719	75%	US\$ 136.750	US\$ 151.180
Biomasa	US\$ 488.229	US\$ 488.229	0%	US\$ 488.229	US\$ 488.229
Total	US\$ 1.295.747	US\$ 1.350.226		US\$ 807.342	US\$ 819.503

Fuente: Camanchaca y Ase-Geo

- **Valor Contable:** Valores contabilizados mediante norma IFRS, a valor justo y auditados por PricewaterhouseCoopers (PwC) con fecha septiembre de 2015.
- **Valor de Mercado:**
 - I. Activos Fijos: Terreno valorizado a valor de mercado según precios comparables de terrenos en Guanaqueros. El resto de los activos están considerados a su valor contable, dado que la depreciación con los que han sido contabilizados permite reflejar un valor justo.
 - II. Concesiones: Valor del informe entregado por el perito ASE-GEO Advisors con fecha octubre de 2015.
 - III. Biomasa: Inversión valorizada al costo.
- **Descuento por Liquidez:** A cada activo se le ha aplicado un descuento por liquidez dependido de su dificultad de enajenación.
 - Activos Fijos: Dado que un porcentaje de estos activos no son líquidos, en una instancia de liquidación debieran de venderse con descuento.
 - Concesiones: Dada la situación por la que está pasando la industria (baja rentabilidad actual), hoy no es factible vender concesiones de ostiones a su valor justo.
 - Biomasa: Es un activo de fácil liquidación, por este motivo no se consideró un descuento.

Método II: Valorización por flujos de caja descontados (FCD) (1 / 2)

Proyección Estado de Resultados		2013	2014	2015 (e)	2016 (e)	2017 (e)	2018 (e)	2019 (e)	2020 (e)	2021(e)	2022 (e)	2023 (e)	2024 (e)
Ingresos	Miles de US\$	1.865	1.457	2.152	1.833	2.013	2.200	2.394	2.595	2.802	2.858	2.915	2.974
Ventas	Toneladas	147	110	157	130	140	150	160	170	180	180	180	180
Precio Promedio	US\$/kg	12,7	13,3	13,7	14,1	14,4	14,7	15,0	15,3	15,6	15,9	16,2	16,5
Costo Explotación	Miles de US\$	(2.356)	(1.648)	(1.926)	(1.603)	(1.735)	(1.868)	(2.033)	(2.203)	(2.379)	(2.427)	(2.475)	(2.525)
Costo Explotación	US\$/kg	16,0	15,0	12,3	12,3	12,4	12,5	12,7	13,0	13,2	13,5	13,8	14,0
Margen Bruto	Miles de US\$	(491)	(191)	226	230	279	332	362	392	423	432	440	449
Gastos de Administración y Ventas	Miles de US\$	(470)	(363)	(528)	(280)	(292)	(305)	(318)	(332)	(346)	(353)	(361)	(368)
Administración Central	Miles de US\$	0	(76)	(119)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Administración Área	Miles de US\$	(399)	(220)	(310)	(176)	(180)	(183)	(187)	(191)	(195)	(199)	(203)	(207)
Gastos de Distribución	Miles de US\$	(71)	(66)	(99)	(84)	(93)	(101)	(110)	(119)	(129)	(131)	(134)	(137)
Arriendo Hatchery	Miles de US\$	-	-	-	(19)	(20)	(21)	(21)	(22)	(23)	(23)	(24)	(25)
EBITDA	Miles de US\$	(893)	(501)	(207)	26	47	76	82	99	116	118	119	120
EBIT	Miles de US\$	(961)	(554)	(302)	(50)	(14)	27	43	60	77	78	80	81
Impuesto a la renta	Miles de US\$			0	0	0	0	(2)	(16)	(21)	(21)	(22)	(22)
Resultado del ejercicio	Miles de US\$			(302)	(50)	(14)	27	41	44	56	57	58	59

Fuente: Camanchaca y LarrainVial

Supuestos Generales

- Resultado 2015: Estimación Camanchaca.
- Inflación considerada en las proyecciones: 2% (en US\$).
- Volumen de ventas en régimen: 180 toneladas.
- Precio de venta ostiones (US\$/kg): Precio 2016 estimado por Camanchaca, para los precios de los años 2016 en adelante se considera un crecimiento del 2% (inflación).
- Costos de explotación (US\$/kg): Costos del año 2019 en adelante consideran un crecimiento del 2%, entre los años 2016 y 2018, hay un crecimiento del 0,5% dado que la Compañía ha identificado eficiencias que se le pueden hacer al negocio.
- Administración central: Se elimina dado que es un gasto del cual que se podría prescindir en una administración distinta de Camanchaca.
- Administración área: Crecimiento por inflación.

Método II: Valorización por flujos de caja descontados (FCD) (2 / 2)

Flujo de caja (US\$)

	2016 (e)	2017 (e)	2018 (e)	2019 (e)	2020 (e)	2021 (e)	2022 (e)	2023 (e)	2024 (e)	pp ¹
EBIT	(50.068)	(13.938)	27.013	43.062	59.739	77.064	78.381	79.716	81.072	82.693
Impuestos	0	0	0	(1.639)	(16.130)	(20.807)	(21.163)	(21.523)	(21.889)	(22.327)
Depreciación	76.110	60.975	48.851	39.137	39.137	39.137	39.137	39.137	39.137	
Capex	(47.500)	(38.055)	(30.488)	(24.425)	(39.137)	(39.137)	(39.137)	(39.137)	(39.137)	
Inversión en capital de trabajo	31.987	(17.229)	(17.791)	(18.865)	(19.533)	(20.221)	(5.460)	(5.569)	(5.680)	(5.794)
Flujo de Caja Libre	10.528	(8.246)	27.585	37.270	24.076	36.036	51.758	52.624	53.502	54.572
Perpetuidad	-	-	-	-	-	-	-	-	496.110	
Flujo de Caja Libre	10.528	(8.246)	27.585	37.270	24.076	36.036	51.758	52.624	549.612	

Fuente: Camanchaca y LarrainVial

¹Proyección perpetuidad

Tasas	
WACC	13%
Crecimiento perpetuidad	2%
Valorización	
Valor Empresa	US\$ 293.603
Múltiplos Implícitos de valorización	
Precio/Valor Libro 2016(e)	0,32x
EV/EBITDA 2016(e)	11,3x

Sensibilización valorización (miles de US\$)

		WACC				
		12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
Crec. Perpetuidad	1,0%	313	295	279	264	250
	1,5%	322	303	286	270	256
	2,0%	332	312	294	277	262
	2,5%	343	322	302	284	268
	3,0%	356	332	312	293	276

Mediante FCD, el valor del negocio de ostiones en Guanaqueros va entre US\$ 277.000 y US\$ 312.000

Conclusiones

Conclusiones de valorización

- Los distintos métodos de valorización expuestos en este documento, consideran los siguientes valores para el negocio de ostiones de Camanchaca ubicado en la Bahía de Guanaqueros:
 - Método I – Valor Activos: Este método considera que el valor de mercado justo para una liquidación de los activos es de **US\$ 819.503**.
 - Método II – FCD: La valorización por flujos de caja descontados entrega un valor para el negocio de **US\$ 293.603**.
- Dado que el valor del FCD es muy inferior al valor de liquidación de los activos, aun cuando se establece un descuento importante para llevar a cabo la venta de los mismos, LarrainVial considera que el valor justo para estos activos debiera tomar como referencia el método de liquidación (Método I) equivalente a un monto de **US\$ 819.503**.

Consideraciones finales

- Los términos económicos de la oferta recibida se comparan favorablemente con la valorización obtenida a través de los distintos mecanismos utilizados en este informe. Dado lo anterior, desde el punto de vista de la valorización implícita de esta operación, una eventual transacción tendría un positivo efecto para los accionistas de Camanchaca.
- Por otra parte, la transacción tendría un bajo impacto para la operación de Camanchaca, por cuanto esta potencial operación involucra menos del uno por ciento de los activos y de los ingresos de Camanchaca.
- Adicionalmente, cabe destacar que la unidad de negocio involucrada en esta operación no ha alcanzado las expectativas de rentabilidad esperadas por Camanchaca, y que en los años recientes ha mostrado deficientes resultados, tal como se documentó previamente en este informe.
- Finalmente, esta potencial transacción permitiría a Camanchaca tener un mayor foco en aquellas unidades de negocio de la empresa donde actualmente mantiene la mayor parte de sus operaciones, tanto a nivel de activos como de ventas.

Anexos

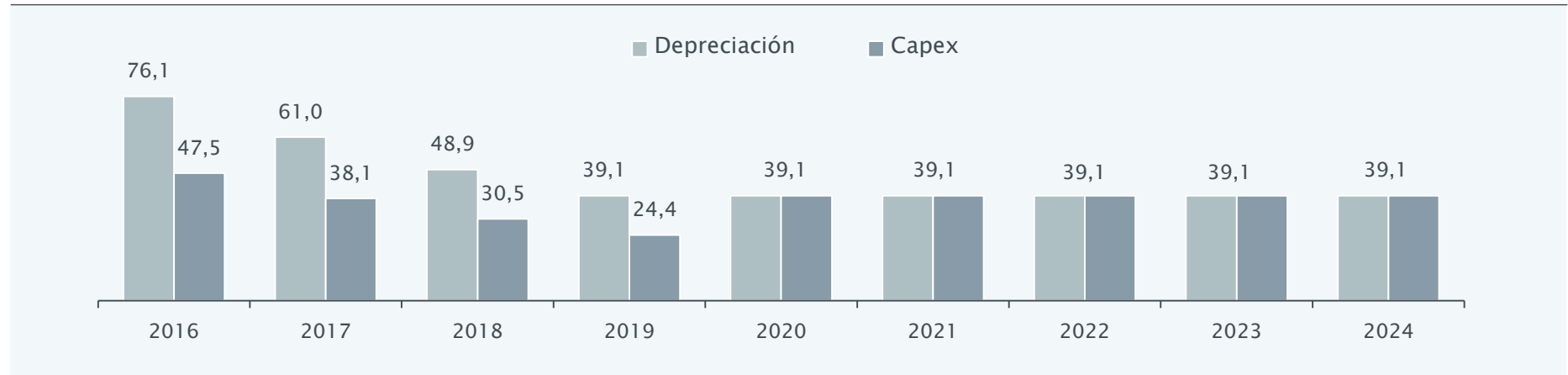
Detalle Contable Activos

Activos	Valor Contable a Septiembre 2015
Edificios y Construcciones	US\$ 35.586
Sitio Guanaquero	US\$ 20.461
Emisario y Trat. De Riles	US\$ 15.125
Maquinarias y Equipos	US\$ 210.711
Estanques Fibra de Vidrio	US\$ 20.819
Líneas de Fondeo	US\$ 31.343
Boyas	US\$ 11.895
Linternas	US\$ 24.867
Embarcaciones	US\$ 35.360
Otras Embarcaciones y Motores	US\$ 17.751
Equipo Taller	US\$ 10.505
Equipo Generación Elect.	US\$ 31.122
Otros Equipos	US\$ 27.048
Muebles y Utiles	US\$ 7.396
Vehículos	US\$ 6.825
Concesiones	US\$ 547.000
Guanaqueros Ds 533	US\$ 50.000
Acuicola Ds 851	US\$ 272.000
Acuicola Ds 426	US\$ 225.000
Biomasa	US\$ 488.229
Total	US\$ 1.295.747

Fuente: Camanchaca

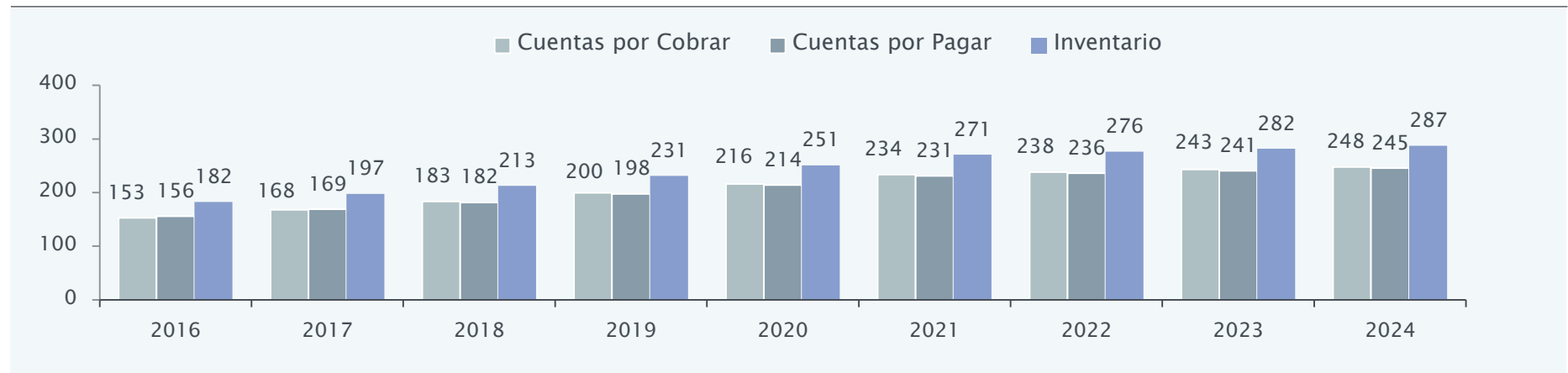
Estimaciones (1 / 2)

Depreciación y Capex (miles de US\$)



Fuente: Camanchaca y LarrainVial

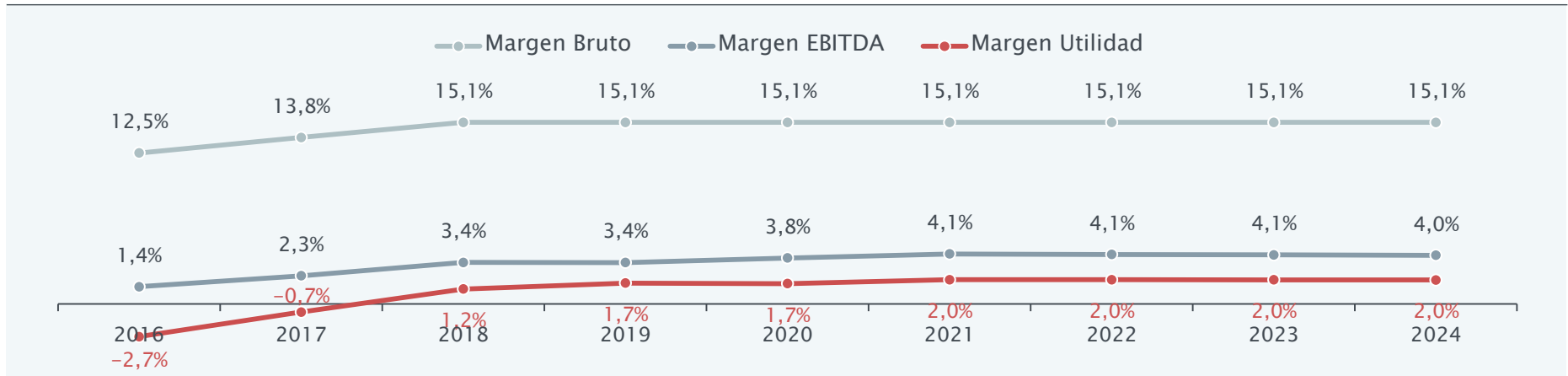
Capital de trabajo (miles de US\$)



Fuente: Camanchaca y LarrainVial

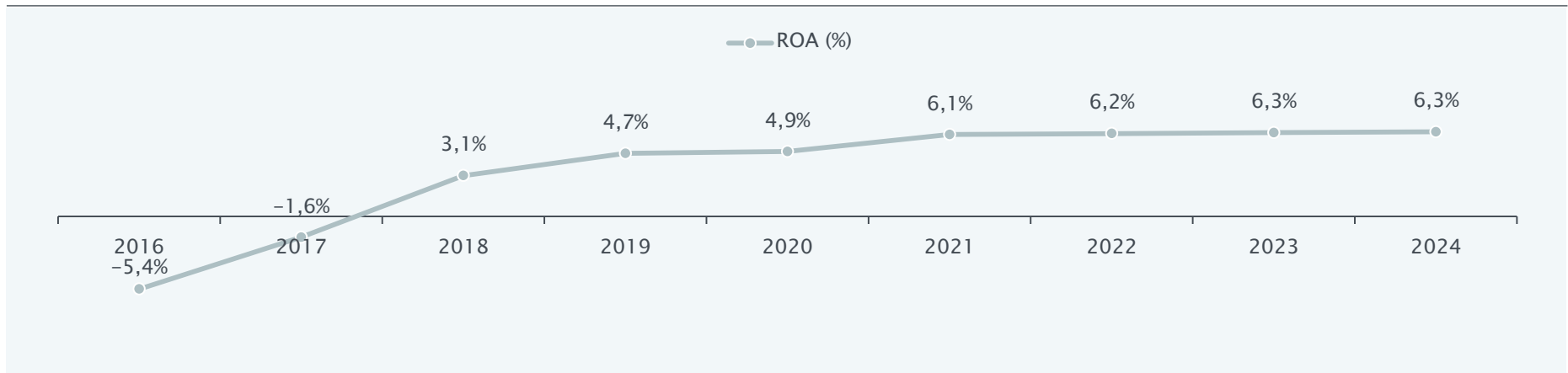
Estimaciones (2/2)

Márgenes (%)



Fuente: Camanchaca y LarrainVial

ROA (%)



Fuente: Camanchaca y LarrainVial

Metodología: Cálculo del WACC

- **Tasa de descuento de activos:** Se calculó utilizando el modelo WACC

$$WACC = R_p * (E/A) + R_d(1 - t_c) * (D/A)$$

WACC= *weighted average cost of capital* (Costo de capital promedio ponderado)

R_p = Retorno del patrimonio

E= Capitalización de mercado

A= Valor de los activos (Capitalización de mercado + Deuda financiera neta de caja)

R_d= Retorno o tasa de la deuda

D= Deuda financiera neta de caja

- **Tasa de descuento de patrimonio:** Se calculó utilizando el modelo CAPM (*capital asset pricing model*).

$$R_p = R_f + BL * PR + PL + PP$$

R_p = Retorno del patrimonio

R_f= Tasa libre de riesgo

BL = Beta de patrimonio o apalancado

PR= Premio por riesgo de mercado

PL= Premio por liquidez

PT=Premio por tamaño

- **Beta de los activos:** Se calculó en base al beta apalancado y se desapalancó utilizando la siguiente fórmula:

$$B_U = B_L / (1 + (1 - T_c) * D/E)$$

B_U = Beta de activos

B_L = Beta de patrimonio

T_c= Tasa de impuestos

D= Deuda financiera neta de caja

E= Capitalización de mercado

Estimación WACC nominal en USD

Ítem	
Beta desapalancado ¹	1,23
Deuda/Patrimonio ²	17,1%
Tasa de impuestos	27%
Beta apalancado	1,38
Tasa libre de riesgo (T-Bond 10) ³	2,25%
Premio por riesgo mercado en USD ⁴	7,6%
Premio por liquidez ⁵	1,0%
Premio por tamaño ⁵	1,0%
Tasa dcto. Patrimonio:	14,7%
Tasa referencial deuda ⁶	4,9%
WACC nominal en USD :	13,1%

¹Beta desapalancado 2015 informado por Aswath Damodaran para la industria *food wholesalers* que incorpora al sector *seafood* (Aswath Damodaran no tiene clasificado de manera independiente la industria *seafood*).

²Ratio Deuda/Patrimonio 2015 informado por Aswath Damodaran para la industria *food wholesalers*.

³Bloomberg Noviembre 2015.

⁴Premio por riesgo mercado en Chile 2015 informado por Aswath Damodaran.

⁵LarrainVial.

⁶LIBOR USD 12 meses + 400 bp.



Directorio Compañía Pesquera Camanchaca S.A.

Informe de Valorización Independiente

Santiago, 16 de noviembre de 2015

Opinión de valor del negocio de ostiones de Camanchaca ubicado en la bahía
Guaqueros