



Informe de evaluación independiente
Preparado para el Directorio de Invermar S.A.



Santiago, Chile

4 de diciembre de 2018

Disclaimer

El presente documento ha sido preparado por Credicorp Capital Asesorías Financieras S.A. (en adelante, "Credicorp Capital") como evaluador independiente para los efectos previstos en el artículo 147 de la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas (en adelante, la "LSA"), a solicitud del directorio de Invermar S.A. (en adelante, el "Mandante").

Las recomendaciones y conclusiones del presente informe, constituyen el mejor parecer u opinión de Credicorp Capital respecto de la potencial fusión entre Invermar S.A. (en adelante, "Invermar") y Surmar S.A. (en adelante, "Surmar", y junto a Invermar, las "Compañías") al tiempo de emisión de este informe, considerando las metodologías utilizadas 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 y/o información o se utilizaren otros criterios de valoración. Credicorp Capital no tendrá obligación alguna de comunicar dichas variaciones, si existieren, como así tampoco cuando las opiniones o información contenidas en el documento se modificaren. En la elaboración del presente informe, se ha utilizado únicamente información entregada por la administración de las Compañías e información pública, ninguna de las cuales ha sido verificada independientemente por Credicorp Capital y, por tanto, éste no asume responsabilidad alguna respecto de las mismas ni por las conclusiones que puedan derivarse de cualquier información falsa, errónea y/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 Compañías, 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 Credicorp Capital con respecto a su ocurrencia, como así tampoco el de los supuestos subyacentes a los mismos.



1 **Resumen ejecutivo**

2 Descripción de la Operación Propuesta y las Compañías

3 Valorizaciones de las Compañías

4 Consideraciones requeridas por el comité de directores de Invermar

5 Resultados y conclusiones

Antecedentes y alcances del Informe

Operación Propuesta: fusión entre Invermar y Surmar, por absorción de Invermar

Antecedentes y Operación Propuesta

- Invermar es controlada con un 84,38% de la propiedad⁽¹⁾ por Alimentos Marinos S.A. (en adelante, “Alimar”) y se dedica a la elaboración, procesamiento y comercialización de salmón atlántico, coho y ostiones, éste último negocio desarrollado a través de su filial, Invertec Ostimar S.A. (en adelante, “Ostimar”)
- Surmar es una sociedad constituida en junio de 2018 y controlada por Alimar con un 99,99% de la propiedad⁽¹⁾. Adicionalmente, Surmar tiene un 99,00% de la propiedad⁽¹⁾ de Pesquera La Portada S.A. (en adelante, “Pesquera La Portada”), un 99,78% de la propiedad⁽²⁾ de La Península S.A. (en adelante, “La Península”), y un 99,99% de la propiedad⁽¹⁾ de Astilleros Calbuco S.A. (en adelante, “Astilleros Calbuco”)
- En sesión extraordinaria de Directorio de Invermar, celebrada con fecha 5 de noviembre de 2018, se determinó proponer a la junta extraordinaria de accionistas de dicha sociedad, como un proceso de reorganización societaria, una fusión entre Invermar y Surmar, de modo que ésta última sea absorbida por Invermar (en adelante, la “Operación Propuesta”)
- Asimismo, el Mandante consideró que la Operación Propuesta constituiría una transacción entre partes relacionadas, de acuerdo con el Título XVI de la Ley sobre Sociedades Anónimas (en adelante, “LSA”), dado que las Compañías tienen un mismo grupo controlador
 - En consecuencia, el Mandante designó a Credicorp Capital para actuar como evaluador independiente, de acuerdo a los requisitos establecidos en el artículo 147 número 5 de la LSA

Alcance del Informe

- Credicorp Capital actúa como evaluador independiente para el Mandante con respecto a la Operación Propuesta, y en cumplimiento de sus labores, preparó este informe (en adelante, el “Informe”), que contiene los siguientes elementos, entre otros:
 - Una descripción de las condiciones de la Operación Propuesta y las Compañías
 - Un análisis de los efectos y potencial impacto de la Operación Propuesta, incluyendo (i) si la Operación Propuesta contribuye al interés social de Invermar, y (ii) los términos económicos a los que la Operación Propuesta se ajustaría a condiciones de mercado
- Como parte del análisis, Credicorp Capital ha incluido en el Informe lo siguiente:
 - Valorización de Invermar y Surmar, con el objetivo de estimar un rango de valor de las Compañías
 - Identificación de los efectos y potencial impacto que podría tener la Operación Propuesta para Invermar
 - Otras consideraciones adicionales requeridas por el comité de directores de Invermar
- Cabe destacar que, por no estar dentro del alcance de esta asesoría, este Informe no considera:
 - Un análisis de estructuras alternativas a la Operación Propuesta, identificando ventajas y desventajas
 - Un análisis sobre la factibilidad técnica, comercial, legal y/o de otra índole sobre la ejecución de la Operación Propuesta
 - Un análisis sobre los impactos o efectos que la Operación Propuesta podría tener a nivel de cada accionista en particular

(1) Considera participación directa al 30 de septiembre de 2018

Información utilizada y metodologías de valorización

Valorización por suma de partes de los negocios de las Compañías, bajo una metodología de FCD y múltiplos

Información utilizada

- Para la elaboración de este Informe, se utilizó información pública e información entregada por las Compañías, entre las que destacan:
 - Estados financieros auditados consolidados de Invermar al cierre de los años 2014 a 2017, y al 30 de septiembre de 2018
 - Estados financieros auditados de Ostimar al cierre de los años 2014 a 2017
 - Estados financieros auditados consolidados de Surmar al 30 de septiembre de 2018, y estados financieros auditados de Pesquera La Portada, La Península y Astilleros Calbuco al 30 de septiembre de 2018 y no auditados al cierre de los años 2013 a 2017
 - Información operativa y financiera histórica del negocio de salmones y ostiones de Invermar, y de las empresas que componen Surmar, Pesquera La Portada, La Península y Astilleros Calbuco
 - Proyección de los flujos de caja de los negocios de Invermar y Surmar entregados y discutidos con la administración de las Compañías
 - Plan de cosecha para los años 2018-2021, entregados por la administración de Invermar
- Además, se realizaron reuniones con la administración de las Compañías y con el director independiente de Invermar, Gustavo Subercaseaux, en donde se discutieron y aclararon dudas sobre las proyecciones y metodologías para la valorización de las Compañías, y se visitaron las principales instalaciones de Invermar y Surmar en Puerto Montt y Chiloé

Metodologías de valorización

- En el presente Informe se realizó una valorización de las Compañías por suma de partes de sus negocios bajo el supuesto de empresas en marcha
- Adicionalmente, los negocios de las Compañías fueron valorizados a través de las siguientes metodologías:
 - Flujos de caja descontados (en adelante, "FCD") en USD⁽¹⁾ a 10 años de proyección (2018 a 2027) al 30 de septiembre de 2018
 - Múltiplos de mercado de empresas listadas comparables a los negocios de las Compañías (múltiplos *trading*)
 - Múltiplos de transacciones precedentes en las industrias en donde participan los negocios de las Compañías (múltiplos M&A)
- Para obtener un rango de valor del patrimonio económico de las Compañías, se sensibilizaron tanto variables financieras (tasa de descuento aplicable a los negocios, crecimiento perpetuo asumido para el cálculo de los valores terminales y EBIT por kilogramo de WFE⁽²⁾ esperado de largo plazo para el negocio de salmones de Invermar), como parámetros de mercado seleccionados (múltiplos *trading* y M&A)
 - Se ponderó en un 50% la valorización obtenida por FCD y en un 50% la valorización según variables de mercado (múltiplos *trading*, múltiplos M&A), según aplica a cada negocio⁽³⁾
- Si bien la Operación Propuesta podría generar sinergias, en base a lo indicado por la administración de las Compañías, las proyecciones de los negocios de Invermar y Surmar asumen ausencia de sinergias. Adicionalmente, se ha asumido una completa independencia entre los negocios de las Compañías y precios de transferencia entre ellos a valores de mercado
- Cabe destacar que no se consideró para este análisis el valor de mercado de Invermar en la Bolsa de Comercio de Santiago, debido a que estimamos que los montos transados no son representativos, es decir, la acción no cuenta con la liquidez suficiente para reflejar un precio de mercado

(1) Dólares de los Estados Unidos

(2) *Whole fish equivalent*

(3) Para el negocio de ostiones de Invermar, Ostimar, no se consideraron variables de mercado, ya que no se encontraron empresas abiertas en bolsa ni transacciones precedentes públicas en este negocio

Consideraciones generales del Informe

- De acuerdo a la información puesta a disposición por Invermar y Surmar, y a las opiniones contenidas en las respuestas proporcionadas por la administración de las Compañías a Credicorp Capital, hemos asumido sobre la Operación Propuesta lo siguiente:
 - Está permitida por la legislación chilena y no contraviene ninguna norma en ninguna jurisdicción aplicable a Invermar
 - Se encuentra en cumplimiento de lo dispuesto en la LSA y su Reglamento, así como otra normativa vigente al respecto
 - No genera efectos regulatorios, medioambientales, ni de libre competencia adversos para Invermar y/o sus filiales
 - Con respecto a la Operación Propuesta por absorción de Surmar, no existe ninguna limitación o restricción para que Invermar pueda absorber dicha sociedad
 - No afecta ni contraviene acuerdos con socios, proveedores, clientes, o cualquier otra contraparte de Invermar y/o sus filiales
 - No genera nuevas contingencias para Invermar y/o sus filiales
 - No se generan costos significativos para Invermar y/o sus filiales
 - No afecta o contraviene acuerdos en contratos de crédito o acreedores de Invermar y/o sus filiales que originen efectos materiales en los resultados de cualquiera de dichas sociedades, entre ellos eventos de incumplimiento, *cross-default* o *cross-acceleration*, y/o incrementos de costos financieros
 - De no ser llevada a cabo la Operación Propuesta, se mantendría la situación actual en Invermar, en términos de la consolidación, administración, y derechos políticos y económicos sobre sus participaciones en sociedades filiales y coligadas
 - No se tiene conocimiento de litigios o probables litigios, judiciales o extrajudiciales que pudieran derivar en pérdidas o ganancias para Invermar

Efectos y potenciales impactos de la Operación Propuesta

1

Consideraciones de liquidez

- Sujeto a la aceptación de los accionistas de Invermar a la fusión (en caso de que no ejerzan su derecho a retiro), la Operación Propuesta no tendría un efecto significativo en la liquidez de Invermar, dado que el número de acciones de propiedad de minoritarios no aumentaría y ya que estimamos que los montos transados actualmente no son representativos
 - Dependiendo de los accionistas minoritarios que ejerzan su derecho a retiro, el *free float* de Invermar podría disminuir. Sin embargo, no es posible estimar un rango de variación del *float*, ya que aún no se han definido los términos de retiro para aprobar la Operación Propuesta

2

Potenciales sinergias

- Si bien se estima que no es un monto material dentro del contexto de la transacción, la Operación Propuesta podría originar ciertas sinergias, las cuales no fueron incluidas en las proyecciones usadas para la valoración de las Compañías, principalmente relacionadas a tener una posición estratégica más relevante

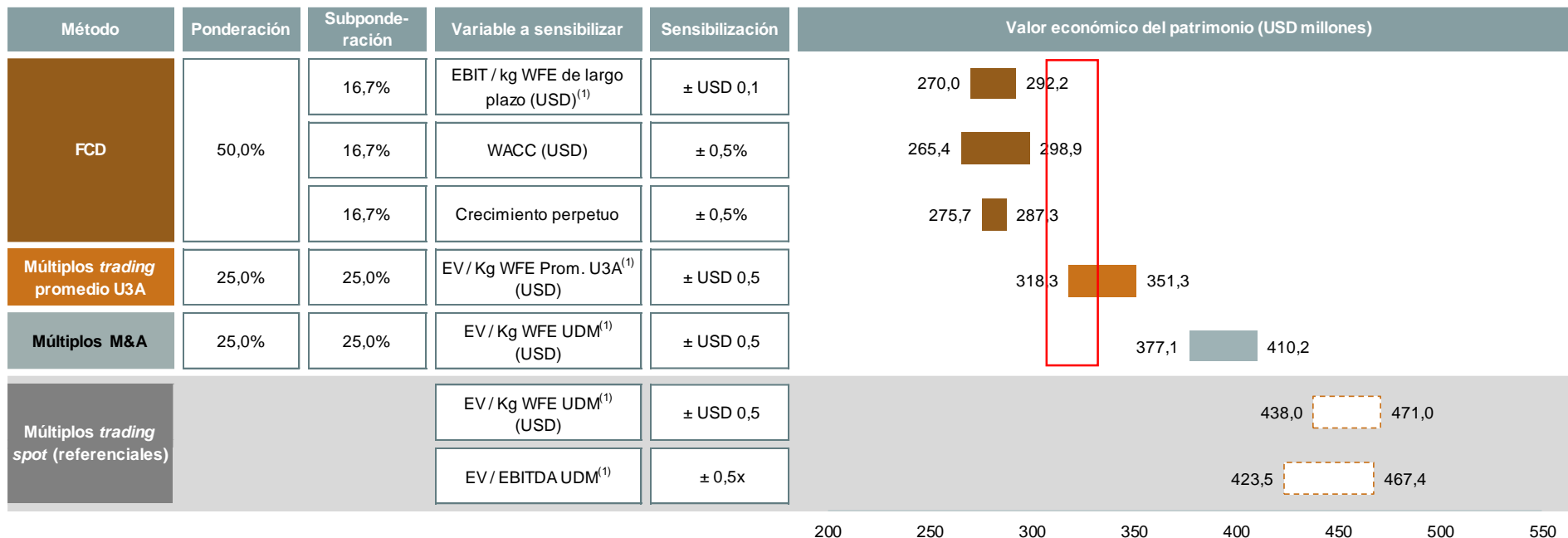
3

Efectos tributarios

- De acuerdo a la información proporcionada por la administración de las Compañías, la Operación Propuesta no conllevaría efectos contables y/o tributarios materiales que pudieran impactar negativamente los resultados de Invermar y/o sus filiales

Resultados de la valorización de Invermar

Metodología por FCD, múltiplos *trading* y transacciones precedentes



Debido a las variaciones significativas en los precios de las empresas salmoneras locales durante el 2018, para la valorización del negocio de salmones se consideraron solo los múltiplos *trading* promedio de los últimos 3 años

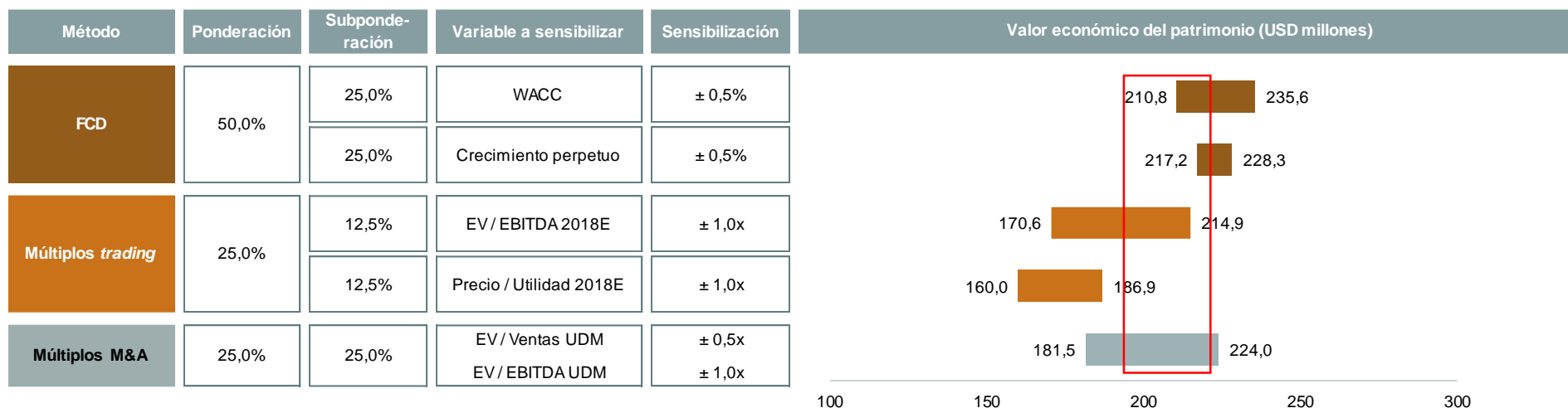
- De acuerdo a la ponderación asignada para cada metodología, estimamos que el **valor económico del patrimonio de Invermar estaría entre USD 309,0 y 336,8 millones⁽²⁾**

Múltiplos implícitos en la valorización (USD millones, excepto múltiplos)					
Valor patrimonio ⁽³⁾	309,0	316,0	322,9	329,8	336,8
Valor de los activos (EV)	305,9	312,8	319,7	326,7	333,6
EV / Kg WFE UDM (USD)	9,3	9,5	9,7	9,9	10,1
EV / EBITDA UDM	6,0x	6,2x	6,3x	6,4x	6,6x
P / Utilidad UDM	13,0x	13,3x	13,5x	13,8x	14,1x
Bolsa / Libro (sep-2018)	1,5x	1,5x	1,5x	1,6x	1,6x
Precio implícito acción (CLP)	142,3	145,5	148,7	151,9	155,1

Nota: UDM (últimos doce meses) a septiembre 2018; U3A: últimos tres años; considera kilos de WFE cosechados. Considera tipo de cambio CLP USD al 21 de noviembre de 2018 de 671,35; ⁽¹⁾ La sensibilización sólo fue aplicada al negocio de salmones. Para Ostimar se utilizó el punto medio de la valorización por FCD; ⁽²⁾ Para obtener el rango de valorización, se utilizó la ponderación mencionada a los rangos mínimos y máximos de cada metodología de valorización; ⁽³⁾ Considera caja y deuda financiera a septiembre 2018, junto con el valor presente (al costo de capital) de la utilización de las pérdidas tributarias

Resultados de la valorización de Surmar

Metodología por FCD, múltiplos *trading* y transacciones precedentes



- De acuerdo a la ponderación asignada para cada metodología, estimamos que el **valor económico del patrimonio de Surmar estaría entre USD 193,7 y 222,2 millones⁽¹⁾**

Múltiplos implícitos en la valorización (USD millones, excepto múltiplos)					
Valor patrimonio	193,7	200,8	208,0	215,1	222,2
Valor de los activos (EV) ⁽²⁾	183,7	190,8	197,9	205,0	212,1
Bolsa / Libro (septiembre 2018)	1,7x	1,7x	1,8x	1,9x	1,9x
Precio implícito por acción (CLP) ⁽³⁾	1.130,8	1.172,3	1.213,9	1.255,5	1.297,1

(1) Para obtener el rango de valorización, se aplicó la ponderación mencionada a los rangos mínimos y máximos de cada metodología de valorización

(2) Considera caja y equivalentes a nivel individual de Surmar por USD 10,0 millones a septiembre de 2018

(3) Precio por acción de Surmar según el tipo de cambio CLP USD al 21 de noviembre de 2018 de 671,35. Considera que Surmar tiene 115.006.396 acciones suscritas y pagadas al 30 de septiembre de 2018

Factores de riesgo, resultados y conclusiones

Factores de riesgo

- Las valorizaciones presentadas en este Informe se encuentran construidas en base a un conjunto de proyecciones operacionales y de flujos de caja respecto de las operaciones actuales de los negocios de Invermar y Surmar
- Estas proyecciones se encuentran expuestas a una serie de riesgos y contingencias que pueden ocasionar un efecto negativo sobre las Compañías e impedir el cumplimiento de los planes que la administración de Invermar y Surmar tienen respecto de los negocios
- Entre los principales riesgos de los negocios analizados se encuentran:
 - Riesgos ambientales, los que podrían impactar los activos biológicos de Invermar y, por consecuencia, el nivel de actividad de algunos de los negocios de Surmar
 - Riesgos fitosanitarios que puedan afectar la biomasa, resultando en un aumento de la mortalidad o en una disminución de la producción y/o calidad del producto de Invermar y sus negocios
 - Riesgos de variaciones en los precios internacionales de venta de los productos de Invermar, y/o de los productos y servicios de los negocios de Surmar
 - Riesgos de tipo de cambio en aquellas compras y gastos que se realizan en monedas distintas al dólar (USD)
 - Riesgos por cambios regulatorios, originado por cambios en las leyes, normativas y reglamentos dictados por la Ley General de Pesca y Acuicultura u otras normativas sectoriales

Resultados y conclusiones

- De acuerdo a las valorizaciones realizadas de las Compañías, el valor económico del patrimonio de Invermar estaría entre USD 309,0 millones y USD 336,8 millones, y el valor económico del patrimonio de Surmar estaría entre USD 193,7 millones y USD 222,2 millones
 - El valor implícito de la acción de Invermar obtenido en la valorización (entre CLP 142,3 y 155,1 por acción) es mayor al precio al cual se transan actualmente sus acciones en la Bolsa de Valores de Santiago (CLP 122,0 por acción actual⁽¹⁾)
- La Operación Propuesta tiene el potencial de generar beneficios o sinergias, no cuantificadas en nuestro modelo de valorización de las Compañías, para los accionistas de Invermar y Surmar, originadas por una posición competitiva más relevante en la sociedad continuadora
- Asimismo, estimamos que, luego de la materialización de la Operación Propuesta, no habría un impacto significativo en el nivel de liquidez de la acción de Invermar, dado que la sociedad no cuenta con transacciones representativas en el mercado y su *free float* (acciones de propiedad de minoritarios) no variaría de manera sustancial⁽²⁾
- En base al análisis y los argumentos presentados, concluimos que la Operación Propuesta, de ejecutarse dentro de los rangos de valor presentados, se ajusta a valores justos de las Compañías y contribuye al interés social de Invermar

(1) Dato al 21 de noviembre de 2018

(2) Sin considerar aquellos accionistas que ejerzan su derecho a retiro, las acciones de Invermar de propiedad de accionistas minoritarios no cambiaría luego de la Operación Propuesta



1 Resumen ejecutivo

2 Descripción de la Operación Propuesta y las Compañías

3 Valorizaciones de las Compañías

4 Consideraciones requeridas por el comité de directores de Invermar

5 Resultados y conclusiones

Condiciones de la Operación Propuesta

Fusión entre Invermar y Surmar, por absorción de Surmar

- En sesión extraordinaria de Directorio de Invermar, celebrada con fecha 5 de noviembre de 2018, se determinó proponer a la junta extraordinaria de accionistas ("JEA") de dicha sociedad, como un proceso de reorganización societaria, una fusión entre Invermar y Surmar, de modo que ésta última sea absorbida por Invermar



- La Operación Propuesta se materializaría mediante la emisión de nuevas acciones de Invermar, las cuales serán canjeadas por acciones de la sociedad a ser absorbida (Surmar), mediante una razón de canje a ser aprobada en JEA de Invermar
 - Luego de la Operación Propuesta y sin considerar el ejercicio del derecho a retiro de los accionistas minoritarios de Invermar, el número de acciones de la sociedad continuadora de propiedad de los accionistas minoritarios (*free float*) no cambiaría
- La Operación Propuesta concedería a los accionistas minoritarios que no concurran a la JEA de Invermar o bien se opongan a la operación un derecho a retirarse de la compañía, a un precio según se detalla a continuación:
 - Si la acción de Invermar cuenta con presencia bursátil⁽¹⁾, será al precio promedio ponderado durante los 60 días hábiles entre el trigésimo y noagésimo día hábil anterior a la JEA
 - Si la acción de Invermar no cuenta con presencia bursátil⁽¹⁾, será al valor libro según los últimos EE.FF. disponibles de la compañía

Fuente: Invermar y Comisión para el Mercado Financiero

(1) Se considera que una acción tiene presencia bursátil cuando en los últimos 180 días hábiles bursátiles ha tenido transacciones por UF 1.000 o más en al menos un 25% de los días (45 días)

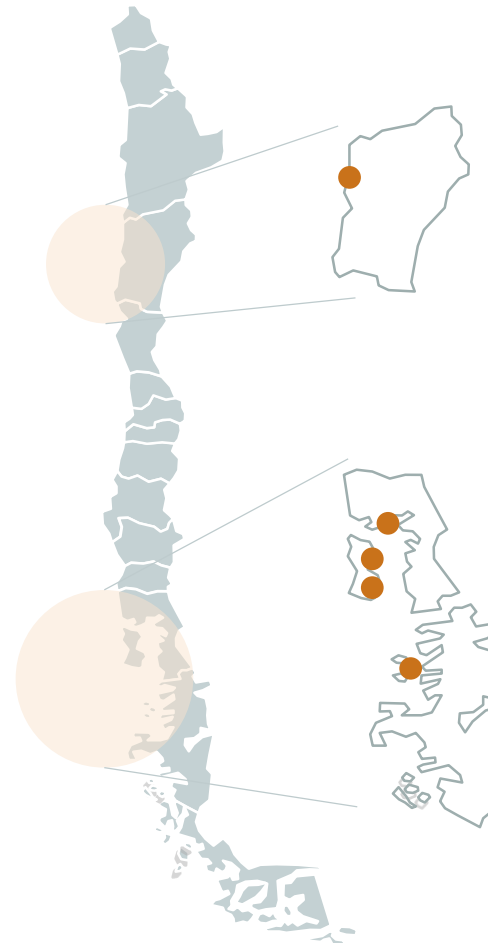
Descripción de Invermar

Compañía dedicada a la elaboración, procesamiento y comercialización de salmones y ostiones

Descripción general

- Controlada por Alimar con un 84,38% de propiedad a septiembre de 2018
- Cuenta con dos áreas productivas de cultivos marinos: salmón (atlántico y coho), y ostiones
- Principales activos para la producción de salmones en la X y XI región:
 - 34 concesiones de agua de mar y 2 concesiones de agua dulce
 - 1 planta de proceso primario y 1 de proceso secundario
 - 3 pisciculturas
- Principales activos para la producción de ostiones:
 - 17 concesiones para la producción de ostiones en las bahías de Tongoy, Barnes y Totoralillo Norte; y una planta de proceso
- Capitalización bursátil de USD 266 millones al 21 de noviembre de 2018

Principales activos



Negocio de ostiones:

17 concesiones acuícolas

1 planta de procesos

Negocio de salmones:

Eco piscicultura Lago Verde

26 Concesiones en la X región

Oficinas Puerto Montt

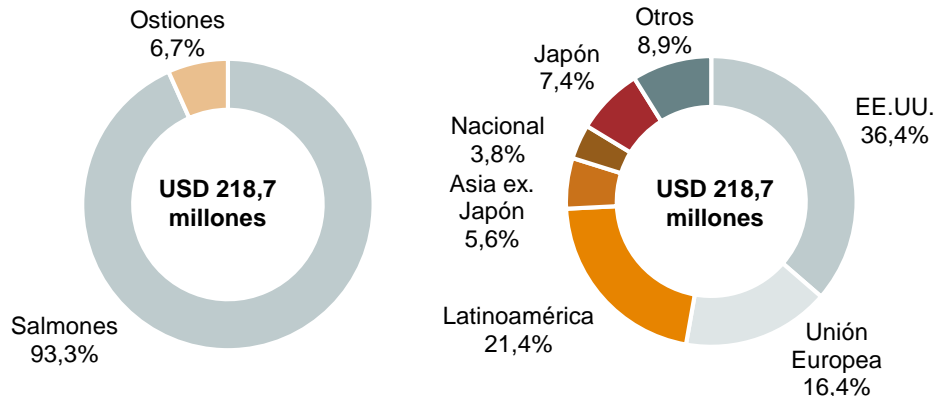
Planta de Proceso Castro

8 Concesiones en la XI región

Descomposición de ingresos UDM a septiembre 2018

Por producto

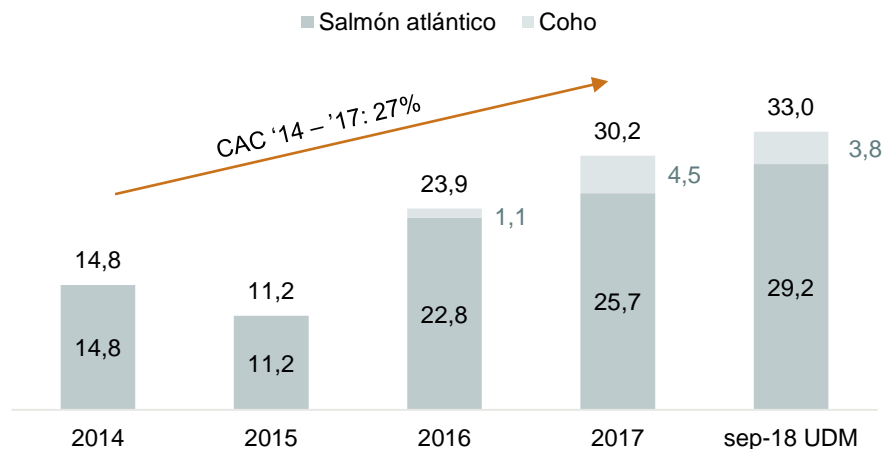
Por mercado de destino



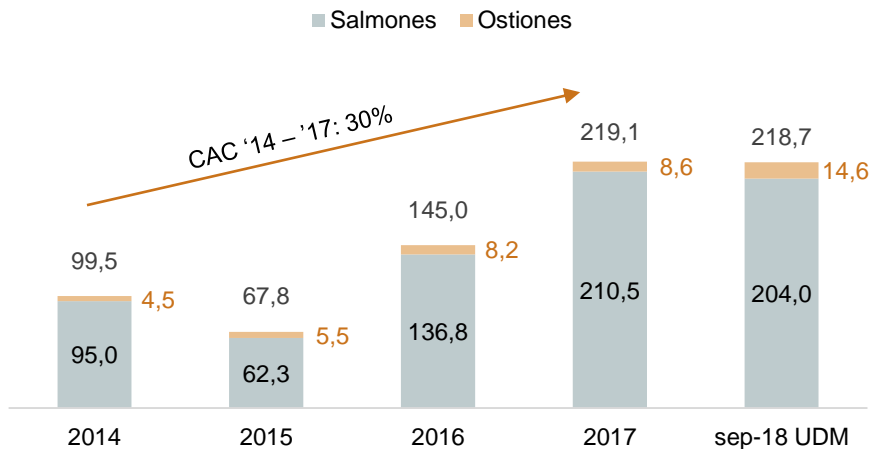
Descripción de Invermar

Principales cifras financieras

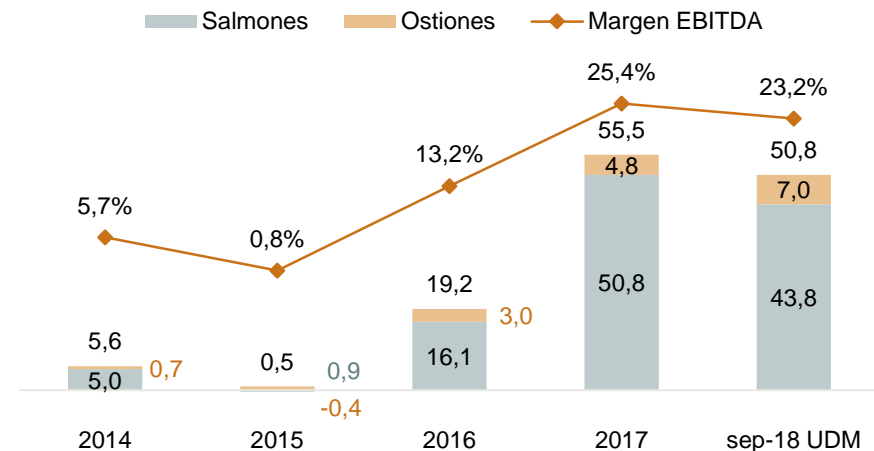
Volumen cosechado negocio de salmones (miles de toneladas WFE⁽¹⁾)



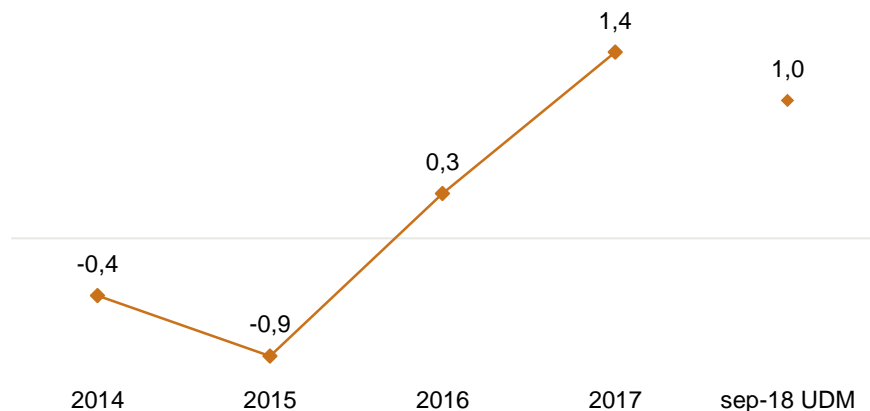
Ingresos (USD millones)



EBITDA⁽²⁾ (USD millones) y margen EBITDA (%)



EBIT / kg WFE⁽³⁾ de negocio de salmones (USD)



Fuente: Invermar

(1) WFE: whole fish equivalent

(2) EBITDA excluyendo el ajuste de Fair Value

(3) Considera volumen cosechado

Descripción de Invermar

Resumen de los estados financieros consolidados

Balance					
USD millones	2014	2015	2016	2017	sep-2018
Caja	2,1	3,9	12,5	4,5	7,6
Cuentas por cobrar a terceros	10,9	9,9	19,5	25,2	18,2
Inventarios corrientes	15,8	16,7	28,5	23,3	24,2
Activos biológicos	64,4	80,4	87,7	102,9	108,0
Otros activos corrientes	7,2	9,5	13,0	9,4	10,4
Activos corrientes	100,4	120,4	161,1	165,3	168,4
Activos int. distintas de la plusvalía	13,1	13,3	13,3	18,3	18,2
PP&E	59,7	46,9	47,3	60,9	68,4
Activos biológicos	6,1	9,7	7,8	8,9	10,5
Activos por impuestos diferidos	26,6	29,7	29,8	16,5	8,1
Otros activos no corrientes	3,3	3,3	0,2	0,5	0,0
Activos no corrientes	108,8	102,9	98,3	105,0	105,3
Otros pasivos financieros	156,2	0,0	0,9	0,9	0,7
Cuentas por pagar	40,9	37,2	41,9	43,4	36,2
Cuentas por pagar a EERR	0,0	119,2	54,2	27,1	23,1 ⁽¹⁾
Otros pasivos financieros	1,2	0,9	1,0	2,1	1,1
Pasivos corrientes	198,4	157,3	98,0	73,6	61,1
Otros pasivos financieros	0,0	2,4	2,0	1,8	1,5
Pasivos no corrientes	0,0	2,4	2,0	1,8	1,5
Capital emitido	85,4	85,4	170,4	170,4	170,4
Otras reservas	26,5	23,0	23,0	23,0	23,1
Pérdidas acumuladas	-101,6	-44,8	-34,0	1,5	17,6
Interés minoritario	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Total patrimonio	10,8	63,6	159,4	194,9	211,1
Total pasivos y patrimonio	209,2	223,3	259,4	270,3	273,7

Estado de resultados					
USD millones	2014	2015	2016	2017	sep-2018 UDM
Ingreso por venta	99,5	67,8	145,0	219,1	218,7
Costo de venta	-98,3	-71,3	-128,4	-164,2	-169,1
Margen bruto	1,2	-3,5	16,6	54,9	49,5
Gastos de administración	-5,1	-4,5	-3,5	-6,6	-7,8
Costos de distribución	-2,3	-1,5	-2,6	-2,8	-2,8
EBIT pre. FV	-6,2	-9,5	10,4	45,6	39,0
Ajuste por FV neto	-8,4	-18,2	2,8	6,0	4,6
EBIT	-14,6	-27,7	13,2	51,6	43,5
D&A	11,9	10,1	8,7	10,0	11,8
EBITDA pre. FV	5,6	0,5	19,2	55,5	50,8
Costos financieros	-5,4	-2,8	-2,3	-1,1	-1,0
Participación IER	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Diferencias de cambio	2,2	1,3	-0,5	-1,3	0,3
Otras ganancias	-2,0	83,5	0,3	0,2	-5,4
Utilidad antes de impuestos	-19,9	54,4	10,7	49,4	37,4
Impuestos	5,8	2,5	0,1	-13,3	-13,6
Utilidad neta	-14,0	56,9	10,8	36,1	23,8

Ratios					
	2014	2015	2016	2017	sep-2018 UDM
Pasivo / Patrimonio	18,3x	2,5x	0,6x	0,4x	0,3x
Deuda financiera ⁽²⁾ / EBITDA	27,7x	232,4x	2,8x	0,4x	0,5x
EBITDA / Gastos financieros	1,1x	0,2x	8,4x	50,4x	50,6x

Fuente: Invermar

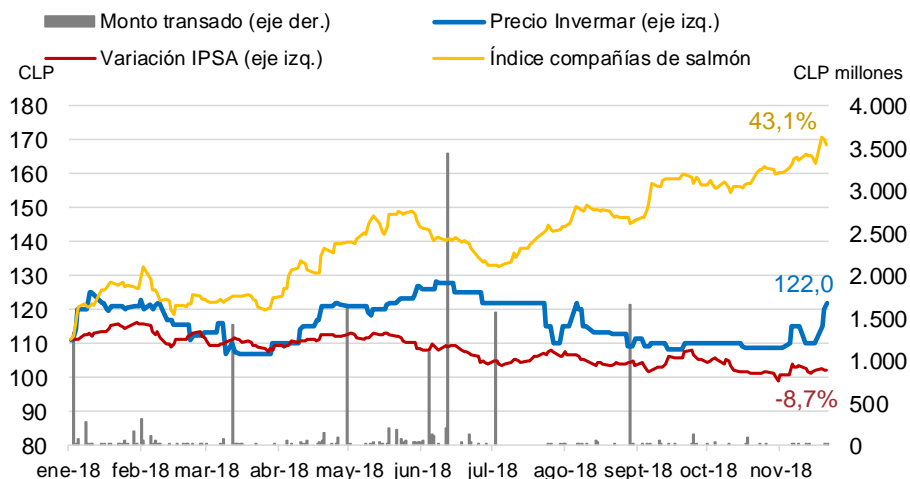
(1) Incluye deuda con Alimar por USD 21,2 millones a septiembre de 2018

(2) Deuda financiera calculada como la suma de otros pasivos financieros corrientes, más otros pasivos financieros no corrientes, más cuenta por pagar a Alimar

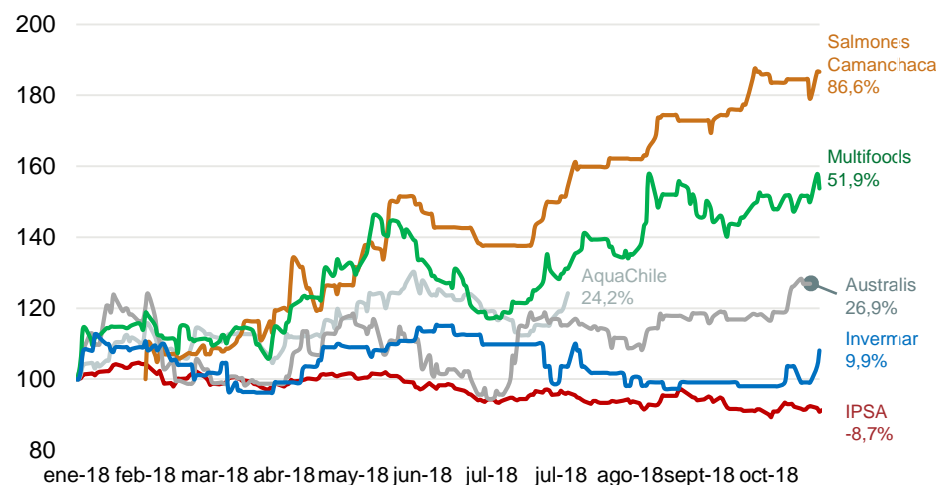
Descripción de Invermar

Precio de Invermar ha subido un 9,9% YTD⁽¹⁾, mientras que el promedio de la industria local ha subido un 55,1%⁽²⁾

Evolución del precio de la acción de Invermar



Variación de precios de acciones salmoneras locales (YTD)



Estadísticas de mercado de la acción de Invermar

	Precio (CLP)	ADTV ⁽³⁾ (CLP mm)	ADTV ⁽³⁾ (% free float)
Spot (@21/11/2018)	122,0	-	-
Anuncio Operación	115,0	-	-
Pre anuncio Operación	110,0	-	-
Promedio			
Últimos 30 días	111,5	7,7	0,03%
Últimos 60 días	110,7	20,1	0,07%
Últimos 90 días	110,5	74,9	0,25%
Últimos 180 días	111,6	58,0	0,19%

Múltiplos implícitos en el precio de la acción de Invermar

Precio por acción	Spot (@21/11/2018)	Promedio U90D
	CLP 122,0	CLP 110,5
EV / Ventas UDM	1,2x	1,1x
EV / EBITDA UDM	5,2x	4,8x
P / Utilidad UDM	12,4x	11,2x
B / Libro sep-2018	1,3x	1,2x
EV / kg WFE (USD)	8,1	7,3

Fuente: Bloomberg, CMF. Nota: Datos al 21 de noviembre de 2018

(1) YTD: year to date (año a la fecha); (2) Considera el promedio de las variaciones de precio a la fecha de Salmones Camanchaca (desde el 1 de febrero de 2018 a la fecha), Australis (desde el 2 de enero de 2018 al 16 de noviembre de 2018) y Multifoods (desde el 2 de enero de 2018 a la fecha); (3) ADTV: average daily traded volume (monto transado promedio diario)

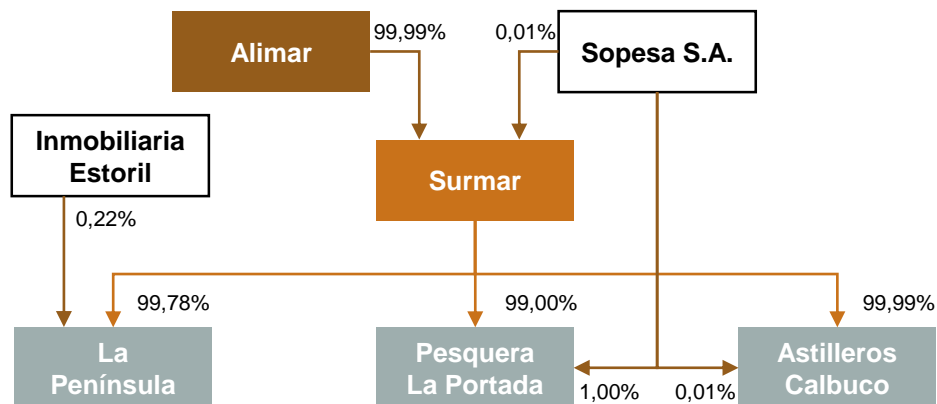
Descripción de Surmar

Sociedad que agrupa los negocios de Pesquera La Portada, La Península y Astilleros Calbuco

Antecedentes generales

- Sociedad constituida en junio de 2018, controlada en un 99,99% por Alimar, y que a su vez controla Pesquera La Portada, La Península y Astilleros Calbuco
- A septiembre de 2018, Surmar mantiene, entre sus activos consolidados, caja y equivalentes por USD 23,7 millones, propiedades, plantas y equipo por USD 66,5 millones, y patrimonio controlador de USD 116,0 millones
 - A nivel individual, Surmar tiene caja por USD 10,0 millones y no tiene deuda financiera
- Surmar tiene actualmente 115.006.396 acciones suscritas y pagadas al 30 de septiembre de 2018

Malla societaria



Fuente: Alimar

Balance y EE.RR. resumido

En USD miles Septiembre 2018

Balance resumido

Caja y equivalentes	23.717
Cuentas por cobrar	14.749
Propiedades, plantas y equipo	66.466
Inventarios	19.962
Otros activos	7.481
Total activos	132.375
Cuentas por pagar	6.792
Pasivo por impuestos diferidos	7.395
Otros pasivos	1.600
Total pasivos	15.787
Capital emitido	115.006
Otras reservas	-491
Ganancias (pérdidas) acumuladas	1.501
Patrimonio atribuible a propietarios de la controladora	116.016
Participaciones no controladoras	572
Total patrimonio	116.588
Total pasivos y patrimonio	132.375


EERR resumido (del 21 de junio al 30 de septiembre de 2018)

Ingresos de actividades ordinarias	15.114
Costos de ventas	-13.186
Margen bruto	1.928
Resultado operacional	1.734
Resultado no operacional	204
Impuesto a las ganancias	-403
Utilidad	1.535

Descripción de Surmar

Negocios desarrollados a través de Pesquera La Portada, La Península y Astilleros Calbuco

Compañía	Descripción	Activos esenciales	Localización	Productos o líneas de negocio
Pesquera La Portada	<ul style="list-style-type: none"> Dedicada a la producción y comercialización de harina y aceite de pescado, provenientes de desechos de salmón, pesca pelágica y ensilajes 	<ul style="list-style-type: none"> Planta de producción con capacidad de procesamiento de 432 mil toneladas anuales 	<ul style="list-style-type: none"> Cruce El Empalme 3 S/N Salto Grande, Puerto Montt, región de los Lagos 	<ul style="list-style-type: none"> Harina de pescado Aceite de pescado Retiro de mortalidad de salmoneras (ensilaje)
La Península	<ul style="list-style-type: none"> Dedicada a la prestación de servicios a la industria salmonera a través del transporte de peces vivos 	<ul style="list-style-type: none"> 7 wellboats con capacidad de transporte conjunto de 859 toneladas por viaje 	<ul style="list-style-type: none"> Puerto Montt, región de los Lagos 	<ul style="list-style-type: none"> Fletamento de naves (tarifas según meses contratados) Volumen y plazo (tarifas según cantidad transportada y millas navegadas)
Astilleros Calbuco	<ul style="list-style-type: none"> Dedicada a la prestación de servicios de parqueo de naves, construcción de pontones, y reparación y transformación de embarcaciones y artefactos navales 	<ul style="list-style-type: none"> 9 hectáreas de terreno 150 metros lineales de parqueo 2.600 m² techados para construir Cabrestante con capacidad de elevar 1.500 toneladas 	<ul style="list-style-type: none"> Isla Quihua, Calbuco, región de los Lagos 	<ul style="list-style-type: none"> Pontones alimentadores Pontones de ensilaje Reparación de carenas Transformaciones Servicio de parqueo Trabajos varios

- 
- 1 Resumen ejecutivo
 - 2 Descripción de la Operación Propuesta y las Compañías
 - 3 Valorizaciones de las Compañías**
 - 4 Consideraciones requeridas por el comité de directores de Invermar
 - 5 Resultados y conclusiones

Fuentes de información consideradas en la valorización de las Compañías

Para la elaboración de la valorización por suma de parte de las Compañías, se utilizó la siguiente información:

1. Información entregada por la administración de Invermar y Surmar:
 - Estados financieros auditados consolidados de Invermar al cierre de los años 2014 a 2017, y al 30 de septiembre de 2018
 - Estados financieros auditados consolidados de Surmar al 30 de septiembre de 2018
 - Estados financieros auditados de Pesquera La Portada, La Península y Astilleros Calbuco al 30 de septiembre de 2018, y no auditados al cierre de los años 2013 a 2017
 - Estados financieros auditados de Ostimar al cierre de los años 2014 a 2017
 - Memoria corporativa de Invermar y Alimar de los años 2013 a 2017
 - Informes de gestión de Pesquera La Portada, La Península y Astilleros Calbuco para los años 2013 a 2017
 - Información operativa y financiera histórica del negocio de salmones y ostiones de Invermar, y de las empresas que componen Surmar, Pesquera La Portada, La Península y Astilleros Calbuco
 - Proyección de los flujos de caja de los negocios de las Compañías, entregados y discutidos con la administración de las Compañías
 - Plan de cosecha para los años 2018 a 2021 entregado por la administración de Invermar
2. Reuniones con la administración de Invermar y Surmar, y reunión con el director independiente de Invermar, Gustavo Subercaseaux, con la finalidad de entender las operaciones de las Compañías, revisar los supuestos conforme a los cuales se realizaron las proyecciones financieras usadas en las valorizaciones, aclarar otros aspectos relevantes de la valorización, y recibir consultas específicas del comité de directores de Invermar
 - Adicionalmente, se visitaron las operaciones de Invermar, específicamente la EcoPiscicultura, una concesión acuícola y una planta de procesamiento, todas ellas ubicadas en la región de Los Lagos, y los negocios de Surmar, en particular las instalaciones de Pesquera La Portada y Astilleros Calbuco, ambas en la ciudad de Puerto Montt
3. Información pública disponible en el mercado: Comisión para el Mercado Financiero (“CMF”), servicios de información financiera y de mercados, información de la industria, etc.

Cabe destacar que:

El análisis realizado por Credicorp Capital no contempló un *due diligence* de las Compañías o de sus filiales o negocios. Respecto de los temas contables, legales, tributarios, medioambientales y regulatorios, se solicitó a las Compañías su mejor estimación, opinión y proyecciones. Estas estimaciones, opiniones o proyecciones no han sido verificadas independientemente por Credicorp Capital

Metodologías utilizadas para valorización de las Compañías

Se ponderó en un 50% el FCD, en un 25% los múltiplos *trading* seleccionados, y en un 25% los múltiplos M&A

Metodología por suma de partes	Invermar	Activos	Pasivos y patrimonio	Surmar	Activos	Pasivos y patrimonio
		Valor del negocio de salmones	Deuda financiera neta		Valor de Pesquera La Portada	Deuda financiera neta
	Valor del negocio de ostiones (Ostimar)	Valor económico del patrimonio		Valor de La Península	Valor económico del patrimonio	
				Valor de Astilleros Calbuco		

Metodologías de valorización	1	Valorización por flujos de caja descontados ("FCD")	Ponderación en valorización	50%
		<ul style="list-style-type: none"> Flujos en dólares de los Estados Unidos (USD) por 10 años, más proyección de valor terminal Los flujos de caja fueron descontados usando la convención de mitad de año ("mid-point") Las proyecciones para los negocios de las Compañías asumen completa independencia entre ellas, ausencia de sinergias y precios de transferencia a mercado Tasa de descuento en USD nominales para cada uno de los negocios de las Compañías Sensibilidad a las variables financieras más relevantes (tasa de descuento, crecimiento a perpetuidad y EBIT por kg de WFE, según aplique) 		
		<p>2 Valorización por variables de mercado: múltiplos <i>trading</i> de empresas públicas comparables</p> <ul style="list-style-type: none"> Se determinó un rango de valor de los negocios de las Compañías en función de los múltiplos <i>trading</i> de empresas comparables abiertas⁽¹⁾ Se utilizó el múltiplo EV/Kg WFE UDM promedio de los últimos 3 años para el negocio de salmones de Invermar⁽²⁾ Para los negocios de Surmar, se utilizaron los múltiplos EV/EBITDA y Precio/Utilidad, ambos 2018 <i>forward</i> 	Ponderación en valorización	25%
	<p>3 Valorización por variables de mercado: múltiplos de transacciones precedentes (M&A)</p> <ul style="list-style-type: none"> Se determinó un rango de valor de las Compañías en función del múltiplo EV/EBITDA, EV/Kg WFE y EV/Ventas últimos doce meses (según aplique) de transacciones precedentes en las industrias en que operan las Compañías <p>Cabe destacar que no se consideró para este análisis el valor de mercado de Invermar, debido a que estimamos que los montos transados no son representativos, es decir, la acción no cuenta con la liquidez suficiente para reflejar un precio de mercado</p>	Ponderación en valorización	25%	

(1) Para el negocio de ostiones de Invermar, Ostimar, no se consideraron variables de mercado, ya que no se encontraron empresas abiertas en bolsa ni transacciones precedentes públicas en este negocio

(2) Debido a las variaciones significativas en los precios de las empresas salmoneeras locales durante el 2018, para la valorización del negocio de salmones se consideraron solo los múltiplos *trading* promedio de los últimos 3 años



1 Resumen ejecutivo

2 Descripción de la Operación Propuesta y las Compañías

3 Valorizaciones de las Compañías

i. **Valorización por flujos de caja descontados**

ii. Valorización por parámetros de mercado

iii. Resumen de la valorización

4 Consideraciones requeridas por el comité de directores de Invermar

5 Resultados y conclusiones

Metodología utilizada y principales criterios de valorización en FCD

FCD a un horizonte de 10 años (2018 a 2027) en USD con crecimiento terminal de 2,0%

Metodología utilizada para valorización por FCD	Principales criterios para la valorización por FCD																																				
<table border="1"> <tr> <td>(+) Ingresos</td> <td rowspan="3">(+) EBITDA</td> </tr> <tr> <td>(-) Costos de ventas (sin depreciación)</td> </tr> <tr> <td>(-) GAV</td> </tr> <tr> <td>(-) Impuestos sobre resultado operacional (EBIT)</td> <td></td> </tr> <tr> <td>(-) Inversiones (CapEx)</td> <td></td> </tr> <tr> <td>(-) Requerimiento de capital de trabajo</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Flujo de caja libre</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Descontado a tasa de descuento (WACC)</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Valor económico de los activos (Enterprise Value o "EV")</td> <td></td> </tr> <tr> <td>(-) Deuda financiera neta de caja</td> <td></td> </tr> <tr> <td>(+) Beneficio tributario⁽¹⁾ (@ costo del patrimonio)</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Valor económico del patrimonio</td> <td></td> </tr> </table>	(+) Ingresos	(+) EBITDA	(-) Costos de ventas (sin depreciación)	(-) GAV	(-) Impuestos sobre resultado operacional (EBIT)		(-) Inversiones (CapEx)		(-) Requerimiento de capital de trabajo		Flujo de caja libre		Descontado a tasa de descuento (WACC)		Valor económico de los activos (Enterprise Value o "EV")		(-) Deuda financiera neta de caja		(+) Beneficio tributario ⁽¹⁾ (@ costo del patrimonio)		Valor económico del patrimonio		<table border="1"> <tr> <td>Método</td> <td> <ul style="list-style-type: none"> Valor presente de flujos de caja libre </td> </tr> <tr> <td>Horizonte de proyección</td> <td> <ul style="list-style-type: none"> Valor 2018-2027: valor presente flujos de caja libre Valor 2028 en adelante: valor presente de un valor terminal, calculado a partir del flujo de caja libre del año 2027, de la tasa de descuento a los activos y de la tasa de crecimiento perpetuo </td> </tr> <tr> <td>Perpetuidad</td> <td> <ul style="list-style-type: none"> Crecimiento terminal de 2,0% (nominal) para el escenario base mostrado </td> </tr> <tr> <td>Fecha de valorización</td> <td> <ul style="list-style-type: none"> 30 de septiembre de 2018 </td> </tr> <tr> <td>Moneda</td> <td> <ul style="list-style-type: none"> Proyecciones elaboradas en dólares de los Estados Unidos de América (USD) </td> </tr> <tr> <td>Tasa de impuestos</td> <td> <ul style="list-style-type: none"> 27,0% anual </td> </tr> <tr> <td>Tasa de descuento (WACC)</td> <td> <ul style="list-style-type: none"> Tasa de descuento basada en CAPM en USD, sobre flujos en USD </td> </tr> </table>	Método	<ul style="list-style-type: none"> Valor presente de flujos de caja libre 	Horizonte de proyección	<ul style="list-style-type: none"> Valor 2018-2027: valor presente flujos de caja libre Valor 2028 en adelante: valor presente de un valor terminal, calculado a partir del flujo de caja libre del año 2027, de la tasa de descuento a los activos y de la tasa de crecimiento perpetuo 	Perpetuidad	<ul style="list-style-type: none"> Crecimiento terminal de 2,0% (nominal) para el escenario base mostrado 	Fecha de valorización	<ul style="list-style-type: none"> 30 de septiembre de 2018 	Moneda	<ul style="list-style-type: none"> Proyecciones elaboradas en dólares de los Estados Unidos de América (USD) 	Tasa de impuestos	<ul style="list-style-type: none"> 27,0% anual 	Tasa de descuento (WACC)	<ul style="list-style-type: none"> Tasa de descuento basada en CAPM en USD, sobre flujos en USD
(+) Ingresos	(+) EBITDA																																				
(-) Costos de ventas (sin depreciación)																																					
(-) GAV																																					
(-) Impuestos sobre resultado operacional (EBIT)																																					
(-) Inversiones (CapEx)																																					
(-) Requerimiento de capital de trabajo																																					
Flujo de caja libre																																					
Descontado a tasa de descuento (WACC)																																					
Valor económico de los activos (Enterprise Value o "EV")																																					
(-) Deuda financiera neta de caja																																					
(+) Beneficio tributario ⁽¹⁾ (@ costo del patrimonio)																																					
Valor económico del patrimonio																																					
Método	<ul style="list-style-type: none"> Valor presente de flujos de caja libre 																																				
Horizonte de proyección	<ul style="list-style-type: none"> Valor 2018-2027: valor presente flujos de caja libre Valor 2028 en adelante: valor presente de un valor terminal, calculado a partir del flujo de caja libre del año 2027, de la tasa de descuento a los activos y de la tasa de crecimiento perpetuo 																																				
Perpetuidad	<ul style="list-style-type: none"> Crecimiento terminal de 2,0% (nominal) para el escenario base mostrado 																																				
Fecha de valorización	<ul style="list-style-type: none"> 30 de septiembre de 2018 																																				
Moneda	<ul style="list-style-type: none"> Proyecciones elaboradas en dólares de los Estados Unidos de América (USD) 																																				
Tasa de impuestos	<ul style="list-style-type: none"> 27,0% anual 																																				
Tasa de descuento (WACC)	<ul style="list-style-type: none"> Tasa de descuento basada en CAPM en USD, sobre flujos en USD 																																				

(1) A septiembre de 2018, Invermar mantiene pérdidas tributarias tanto en el negocio de salmones como en el de ostiones, por lo que habría un beneficio tributario por la exención del pago de impuestos al hacer uso de dichas pérdidas. Los negocios de Surmar no mantienen pérdidas tributarias

Tasas de descuento utilizada para cada negocio de las Compañías

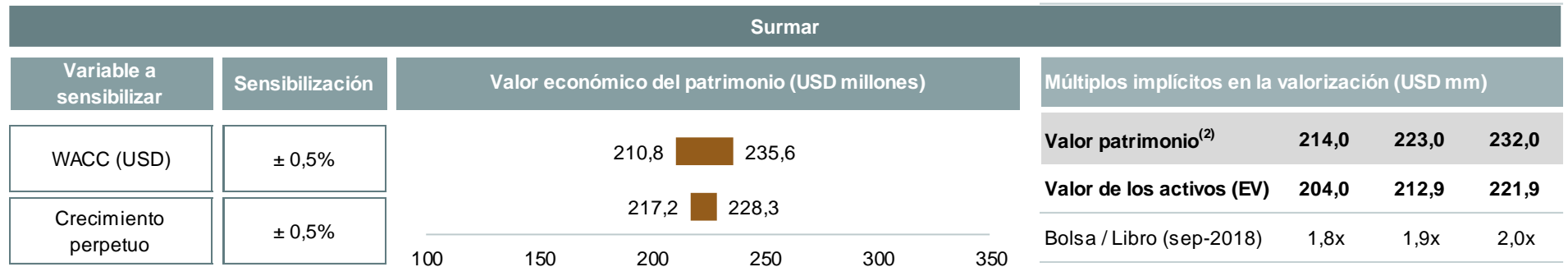
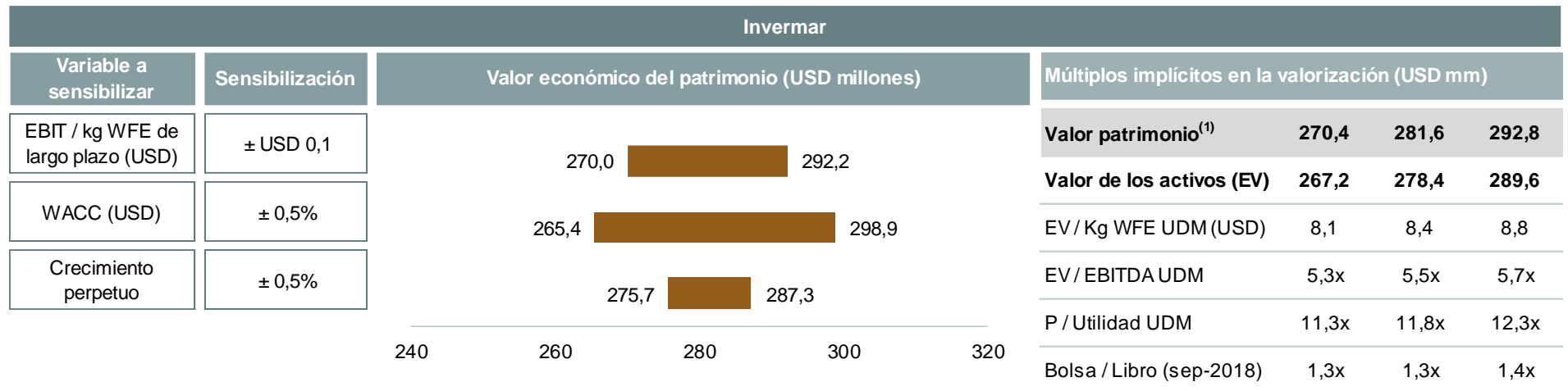
WACC por negocio (USD)		Invermar	La Portada	Astilleros Calbuco	La Península
Costo del patrimonio	Tasa libre de riesgo (UST 20 años) ⁽¹⁾	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
	Riesgo país ⁽²⁾	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
	Premio por riesgo de mercado ⁽³⁾	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
	Beta desapalancado⁽⁴⁾	0,94	0,89	0,88	0,94
	Deuda / capitalización bursátil ⁽⁵⁾	14,4%	33,5%	57,2%	151,7%
	Deuda / (deuda + capitalización bursátil)	12,6%	25,1%	36,4%	60,3%
	Capitalización bursátil / (deuda + capitalización bursátil)	87,4%	74,9%	63,6%	39,7%
	Beta apalancado	1,04	1,11	1,25	1,98
Costo de capital del patrimonio (USD)	11,0%	11,4%	12,4%	17,0%	
Costo de deuda	Costo de deuda (antes de impuesto) ⁽⁶⁾	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
	Costo de deuda (después de impuesto) (USD)⁽⁷⁾	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
	Tasa de descuento WACC (USD)	10,2%	9,7%	9,5%	9,4%

Principales supuestos y consideraciones

- (1) US Treasury a 21 años al 21 de noviembre de 2018
- (2) Riesgo país como el Credit Default Swap promedio de los últimos 90 días, ajustado mediante la razón de volatilidad de los retornos accionarios y bonos soberanos calculado por Damodaran
- (3) Considera el promedio aritmético histórico desde 1928 a la fecha respecto al US Treasury a 10 años, calculado por Damodaran
- (4) Considera el beta mensual con respecto al MSCI World Index a 5 y 10 años en USD, según corresponda
- (5) Considera mediana de los comparables
- (6) Tasa de interés calculada por Credicorp Capital
- (7) Tasa de impuestos corporativos de 27%
 - Dado que no se encontraron empresas comparables abiertas para el negocio de Ostimar, para la valorización por FCD se utilizó la misma tasa de descuento para ambos negocios de Invermar (salmones y ostiones)

Sensibilización de resultados por FCD

Valor del patrimonio de Invermar estaría entre USD 270,4 y 292,8 mm, y el de Surmar entre USD 214,0 y 232,0 mm



(1) Considera caja y deuda financiera a septiembre 2018, junto con el valor presente (al costo de capital) de la utilización de las pérdidas tributarias

(2) Considera caja y equivalentes a nivel individual de Surmar por USD 10,0 millones a septiembre de 2018



1 Resumen ejecutivo

2 Descripción de la Operación Propuesta y las Compañías

3 Valorizaciones de las Compañías

i. Valorización por flujos de caja descontados

ii. Valorización por parámetros de mercado

iii. Resumen de la valorización

4 Consideraciones requeridas por el comité de directores de Invermar

5 Resultados y conclusiones

Múltiplos *trading* de compañías comparables

Metodología

Descripción

- Valorización basada en los múltiplos financieros implícitos a los que cotizan compañías similares listadas en bolsa y que transan con una frecuencia relativamente alta
- Se aplica la mediana de los múltiplos de mercado a los niveles financieros de los negocios de las Compañías
- Todos los negocios fueron valorizadas por diferentes múltiplos *trading*⁽¹⁾

Ventajas

- ✓ Análisis relativamente simple y rápido
- ✓ Refleja percepción de valor que tiene el mercado respecto a industrias y activos similares

Desventajas

- ✗ Dificultad de encontrar compañías que sean verdaderamente comparables
- ✗ Percepción de valor puede estar influenciada por factores temporales / cíclicos / locales

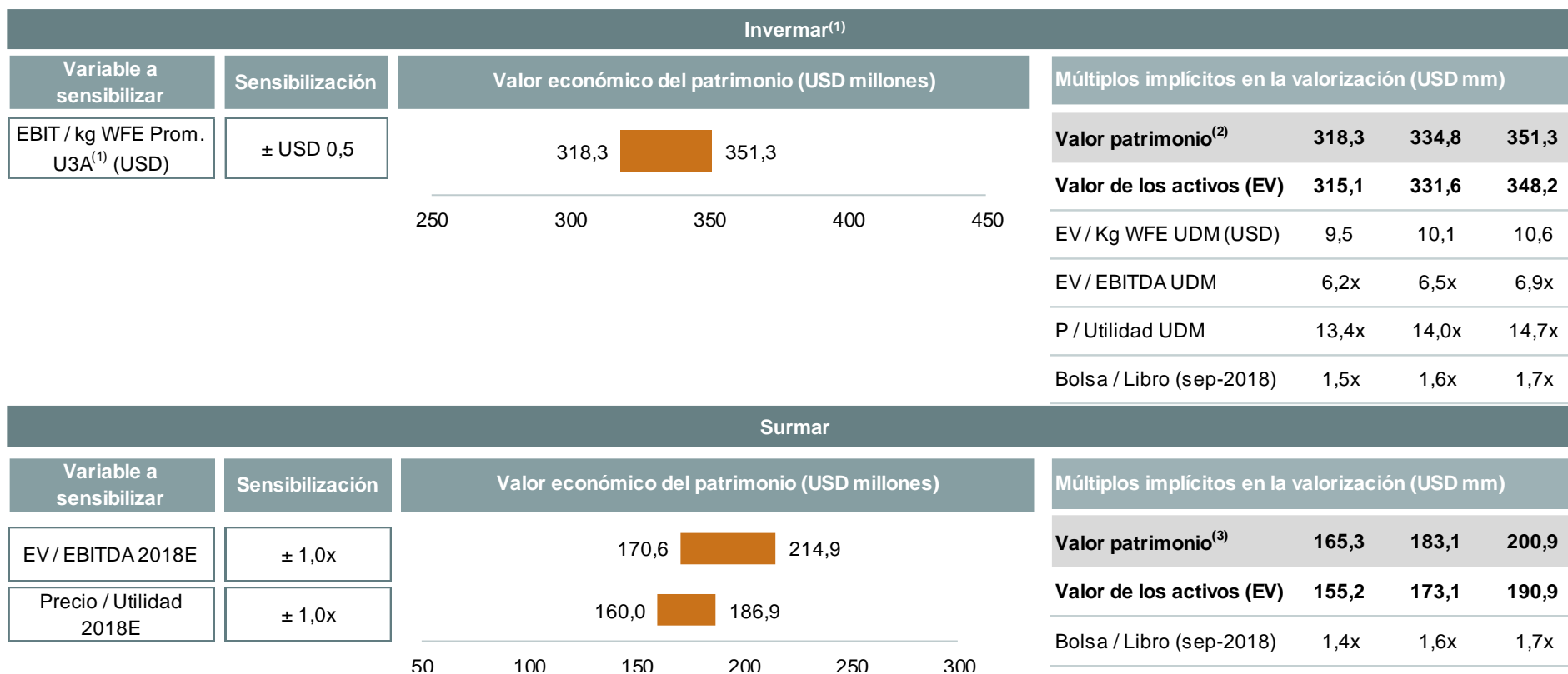
Análisis de los múltiplos

Múltiplo	Ventajas	Desventajas	Utilizado?
EV / Ventas	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Permite valorización de negocios con pérdidas 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ No refleja eficiencia operacional ✗ No refleja nivel de endeudamiento ✗ No es comparable entre distintos países 	✗
EV / EBITDA	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Refleja en parte cuán intensivo es en CapEx y en requerimiento de capital de trabajo 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ No refleja nivel de endeudamiento ✗ No es comparable entre regiones con distintos regímenes tributarios 	✓
Precio / Utilidad	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Indicador clave del retorno al accionista ✓ Refleja el apalancamiento del negocio ✓ Comparable entre distintos regímenes tributarios 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Múltiplo puede verse alterado por ajustes contables incluidos en la utilidad 	✓
Bolsa / Libro	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Simplicidad ✓ Permite acordar valor frente a baja o nula posibilidad de predecir flujos 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ No permite determinar el <i>fair value</i> de una compañía (en la mayoría de los casos) ✗ No refleja el valor real o de reposición 	✗
EV / kg WFE	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Permite valorizar la capacidad de producción, considerando que el precio está dado por mercados internacionales y los costos son relativamente comunes entre compañías 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ No ajusta por rentabilidad ni eficiencia de las compañías 	✓

(1) El negocio de ostiones de Invermar no fue valorizado con esta metodología, debido a la ausencia de empresas comparables abiertas en bolsa

Sensibilización de resultados por múltiplos *trading*

Valor del patrimonio de Invermar estaría entre USD 318,3 y 351,3 mm, y el de Surmar entre USD 165,3 y 200,9 mm



(1) Para la sensibilización, y considerando que no hay una muestra de compañías comparables abiertas en bolsa para el negocio de ostiones, se utilizó el punto medio del ejercicio de flujo de caja descontado

(2) Considera caja y deuda financiera a septiembre 2018, junto con el valor presente (al costo de capital) de la utilización de las pérdidas tributarias

(3) Considera caja y equivalentes a nivel individual de Surmar por USD 10,0 millones a septiembre de 2018

Múltiplos de transacciones precedentes comparables

Metodología

Descripción

- Valorización basada en transacciones de empresas que participan en industrias similares a los negocios de las Compañías
- Análisis de los múltiplos pagados en transacciones precedentes de las compañías valorizadas

Ventajas

- ✓ Análisis relativamente simple y rápido
- ✓ Refleja percepción de valor que tiene un inversionista
- ✓ Generalmente útil para valorizar compañías en situaciones de cambio de control

Desventajas

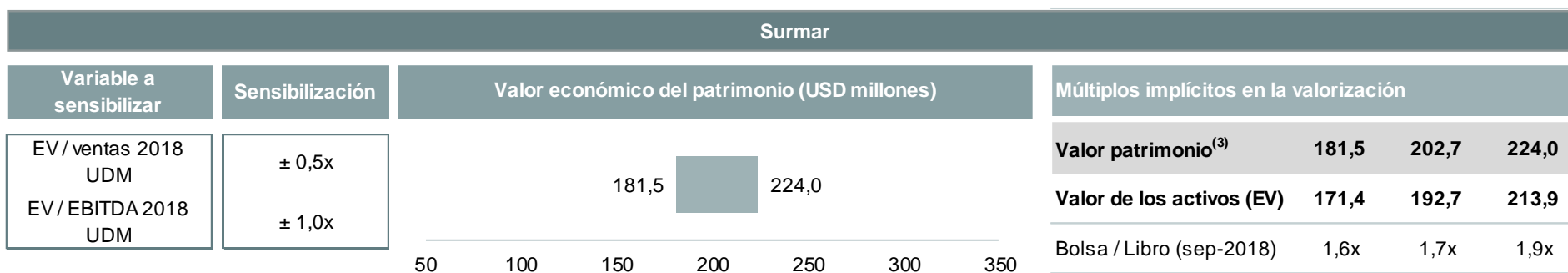
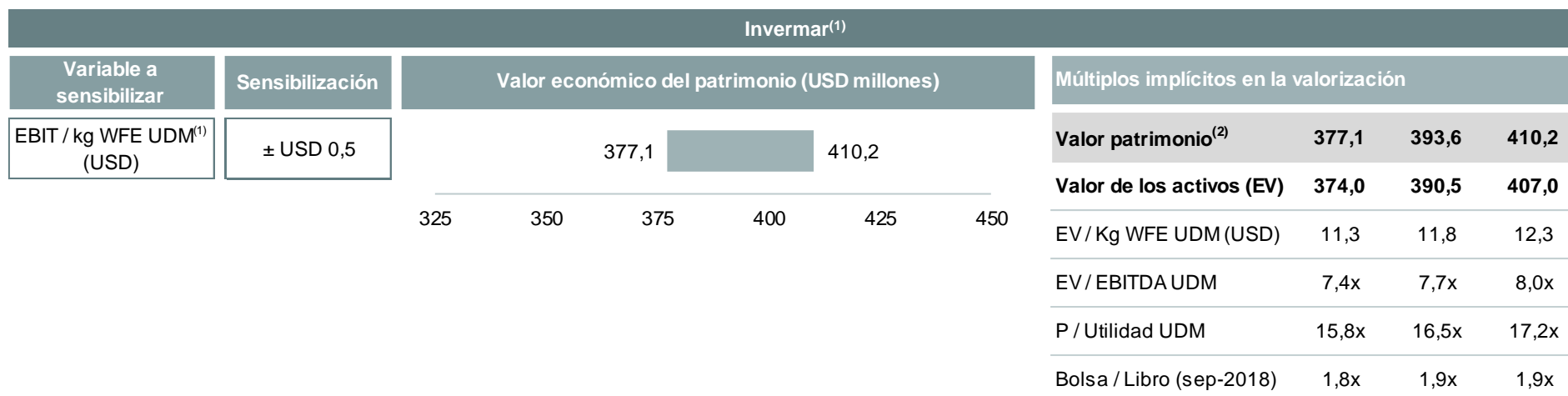
- ✗ Dificultad de encontrar transacciones que sean verdaderamente comparables
- ✗ Información respecto a muchas transacciones es limitada

Aplicación al análisis

	Metodología	Consideraciones
1	Transacciones precedentes acuicultura	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Se determinó un rango de valor de Invermar Salmones según el múltiplo EV / Kg WFE en los últimos doce meses pagado en transacciones precedentes de la industria en Chile ✗ No hay información pública respecto a transacciones que sean comparables al negocio de Invermar Ostiones
2	Transacciones precedentes de industria pesquera y negocios relacionados	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Se determinó un rango de valor de Pesquera La Portada según el múltiplo EV / EBITDA pagados en dos transacciones precedentes de procesadores de pesca a nivel mundial ✓ Múltiplos seleccionados fueron aplicados a las métricas financieras UDM de Pesquera La Portada
3	Transacciones precedentes de compañía de transporte de peces vivos	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Se determinó un rango de valor de La Península según el múltiplo EV / EBITDA pagados en la transacción precedente de Solvtrans, operador de wellboats mundial (2014) ✓ Múltiplo seleccionado fue aplicado a la métrica financiera UDM de La Península ✗ Del universo limitado de transacciones, la información es muy limitada ya que corresponde a compañías privadas (sin información pública)
4	Transacciones precedentes de compañía de construcción y reparación de embarcaciones marítimas	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Se determinó un rango de valor de Astilleros Calbuco según el múltiplo EV / EBITDA y EV / Ventas pagados en tres transacciones precedentes ✓ Múltiplos seleccionados fueron aplicados a las métricas financieras UDM de Astilleros Calbuco ✗ Dificultad para encontrar transacciones que sean verdaderamente comparables

Sensibilización de resultados por múltiplos M&A

Valor del patrimonio de Invermar estaría entre USD 377,1 y 410,2 mm, y el de Surmar entre USD 181,5 y 224,0 mm



(1) Para la sensibilización, y considerando que no existen múltiplos públicos de transacciones precedentes para el negocio de ostiones, se utilizó el punto medio del ejercicio de flujo de caja descontado

(2) Considera caja y deuda financiera a septiembre 2018, junto con el valor presente (al costo de capital) de la utilización de las pérdidas tributarias

(3) Considera caja y equivalentes a nivel individual de Surmar por USD 10,0 millones a septiembre de 2018



1 Resumen ejecutivo

2 Descripción de la Operación Propuesta y las Compañías

3 **Valorizaciones de las Compañías**

i. Valorización por flujos de caja descontados

ii. Valorización por parámetros de mercado

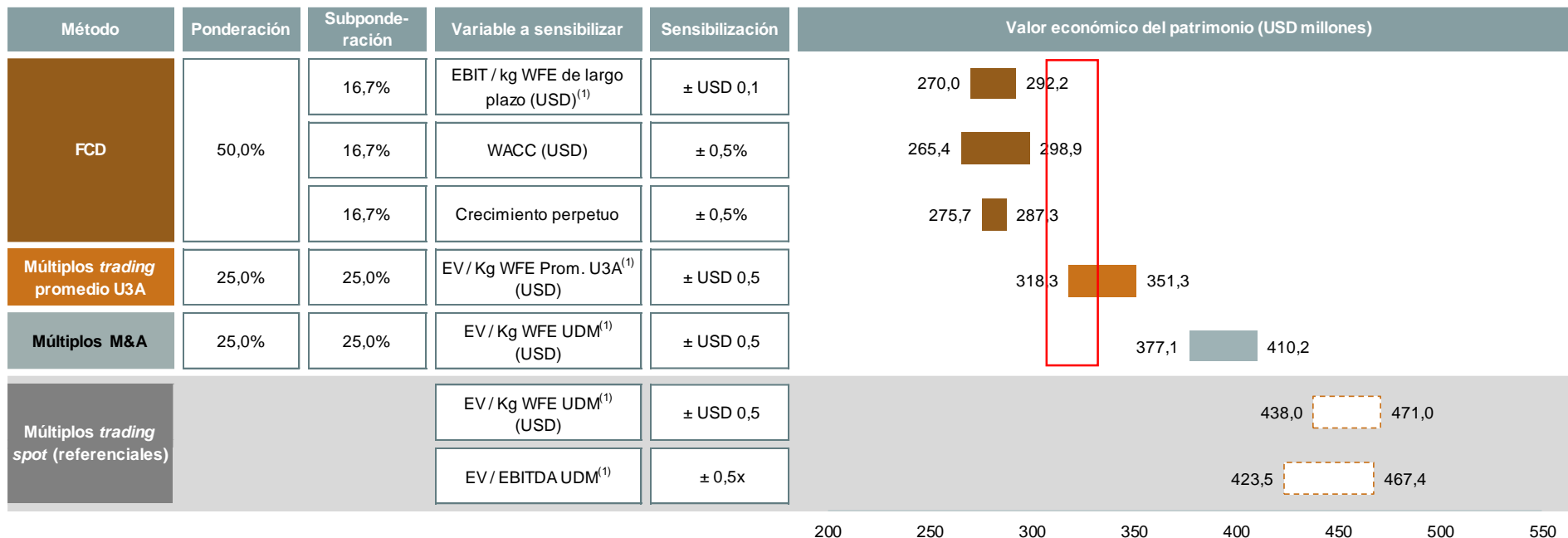
iii. Resumen de la valorización

4 Consideraciones requeridas por el comité de directores de Invermar

5 Resultados y conclusiones

Resultados de la valorización de Invermar

Metodología por FCD, múltiplos *trading* y transacciones precedentes



Debido a las variaciones significativas en los precios de las empresas salmoneras locales durante el 2018, para la valorización del negocio de salmones se consideraron solo los múltiplos *trading* promedio de los últimos 3 años

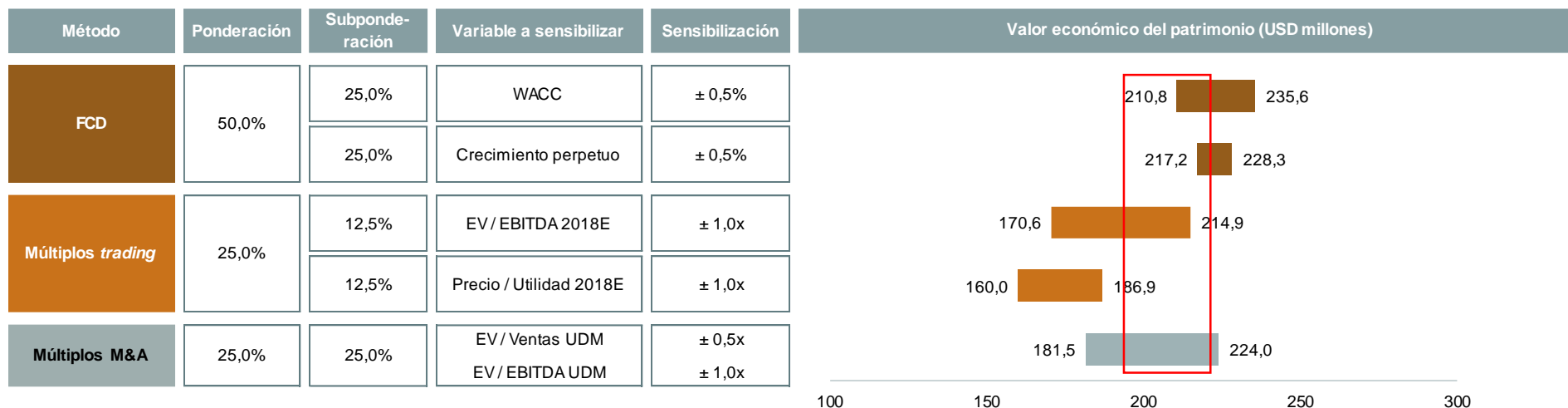
Múltiplos implícitos en la valorización (USD millones, excepto múltiplos)					
Valor patrimonio ⁽³⁾	309,0	316,0	322,9	329,8	336,8
Valor de los activos (EV)	305,9	312,8	319,7	326,7	333,6
EV / Kg WFE UDM (USD)	9,3	9,5	9,7	9,9	10,1
EV / EBITDA UDM	6,0x	6,2x	6,3x	6,4x	6,6x
P / Utilidad UDM	13,0x	13,3x	13,5x	13,8x	14,1x
Bolsa / Libro (sep-2018)	1,5x	1,5x	1,5x	1,6x	1,6x
Precio implícito acción (CLP)	142,3	145,5	148,7	151,9	155,1

- De acuerdo a la ponderación asignada para cada metodología, estimamos que el **valor económico del patrimonio de Invermar estaría entre USD 309,0 y 336,8 millones⁽²⁾**

Nota: UDM (últimos doce meses) a septiembre 2018; U3A: últimos tres años; considera kilos de WFE cosechados. Considera tipo de cambio CLP USD al 21 de noviembre de 2018 de 671,35; ⁽¹⁾ La sensibilización sólo fue aplicada al negocio de salmones. Para Ostimar se utilizó el punto medio de la valorización por FCD; ⁽²⁾ Para obtener el rango de valorización, se utilizó la ponderación mencionada a los rangos mínimos y máximos de cada metodología de valorización; ⁽³⁾ Considera caja y deuda financiera a septiembre 2018, junto con el valor presente (al costo de capital) de la utilización de las pérdidas tributarias

Resultados de la valorización de Surmar

Metodología por FCD, múltiplos *trading* y transacciones precedentes




De acuerdo a la ponderación asignada para cada metodología, estimamos que el **valor económico del patrimonio de Surmar estaría entre USD 193,7 y 222,2 millones⁽¹⁾**

Múltiplos implícitos en la valorización (USD millones, excepto múltiplos)					
Valor patrimonio	193,7	200,8	208,0	215,1	222,2
Valor de los activos (EV) ⁽²⁾	183,7	190,8	197,9	205,0	212,1
Bolsa / Libro (septiembre 2018)	1,7x	1,7x	1,8x	1,9x	1,9x
Precio implícito por acción (CLP) ⁽³⁾	1.130,8	1.172,3	1.213,9	1.255,5	1.297,1

(1) Para obtener el rango de valorización, se aplicó la ponderación mencionada a los rangos mínimos y máximos de cada metodología de valorización

(2) Considera caja y equivalentes a nivel individual de Surmar por USD 10,0 millones a septiembre de 2018

(3) Precio por acción de Surmar según el tipo de cambio CLP USD al 21 de noviembre de 2018 de 671,35. Considera que Surmar tiene 115.006.396 acciones suscritas y pagadas al 30 de septiembre de 2018

- 
- 1 Resumen ejecutivo
 - 2 Descripción de la Operación Propuesta y las Compañías
 - 3 Valorizaciones de las Compañías
 - 4 Consideraciones requeridas por el comité de directores de Invermar**
 - 5 Resultados y conclusiones

Consideraciones sobre la liquidez de Invermar post la Operación Propuesta

El *free float* de Invermar no variaría significativamente

<p>Situación actual de Invermar</p>	<div style="display: flex; align-items: center; justify-content: space-around;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> # de acciones totales 1.457.779.466 acciones </div> <div style="font-size: 2em;">=</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> # de acciones de minoritarios 227.772.588 acciones 15,62% </div> <div style="font-size: 2em;">+</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> # de acciones de controlador (Alimar) 1.230.006.878 acciones 84,38% </div> </div>				
<p>Situación de Invermar post Operación Propuesta</p>	<div style="display: flex; align-items: center; justify-content: space-around;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> # de acciones totales 2.396.605.065 acciones <small>No considera el ejercicio del derecho a retiro</small> </div> <div style="font-size: 2em;">=</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> # de acciones de minoritarios 227.772.588 acciones 9,50% </div> <div style="font-size: 2em;">+</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> # de acciones de controlador (Alimar) 1.230.006.878 acciones </div> <div style="font-size: 2em;">+</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> Razón de canje estimada (punto medio) 8,16324684 acciones de Invermar por cada acción de Surmar⁽¹⁾ </div> <div style="font-size: 2em;">×</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> # de acciones de Surmar 115.006.396 acciones 90,50% </div> </div>				
<p>Consideraciones</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Como antecedentes, la acción de Invermar no forma parte del IPSA, índice de precio selectivo de acciones que agrupa las acciones con mayor liquidez en el mercado local. Además, la acción ha tenido un ADTV⁽²⁾ en U60D⁽³⁾ de CLP 20,1 millones, lo que representa un 0,07% de su <i>free float</i>, y, a lo largo del 2018, ha sufrido variaciones en su precio de 9,9% YTD⁽⁴⁾, significativamente menor que otras empresas salmoneras locales ▪ Luego de la Operación Propuesta, el número de acciones de Invermar de propiedad de accionistas minoritarios (<i>free float</i>) no aumentaría <ul style="list-style-type: none"> ▪ Dependiendo de los accionistas minoritarios que ejerzan su derecho a retiro, el <i>free float</i> de Invermar podría disminuir. Sin embargo, no es posible estimar un rango de variación del <i>float</i>, ya que aún no se han definido los términos de retiro para aprobar la Operación Propuesta ▪ Adicionalmente, posterior a la Operación Propuesta, el porcentaje de accionistas minoritarios en Invermar disminuiría desde un 15,62% a un 9,50%, de acuerdo a las razones de canje implícitas en el ejercicio de valorización de las Compañías⁽¹⁾ <ul style="list-style-type: none"> ▪ Lo anterior resultaría en que Invermar tendría menos de un 12,5% de sus acciones en propiedad de minoritarios, lo que, a su vez, implicaría que la sociedad continuadora no requeriría designar a al menos un director independiente y a un comité de directores, según las normas establecidas en el artículo 50 bis de la LSA ▪ No obstante lo anterior, Invermar podría someterse de forma voluntaria al artículo 50 bis y mantener a un director independiente y a un comité de directores ▪ Por lo tanto, considerando los niveles actuales de liquidez de Invermar y que su <i>free float</i> no variaría significativamente luego de la Operación Propuesta, no habría evidencia para asumir que la operación generaría un impacto material en la liquidez de Invermar 				

(1) Considera el punto medio de las valorizaciones de las Compañías; (2) *Average daily traded volume* (volumen transado diario promedio); (3) Últimos 60 días al 21 de noviembre de 2018; (4) *Year to date* (desde el 2 de enero de 2018 al 21 de noviembre de 2018)

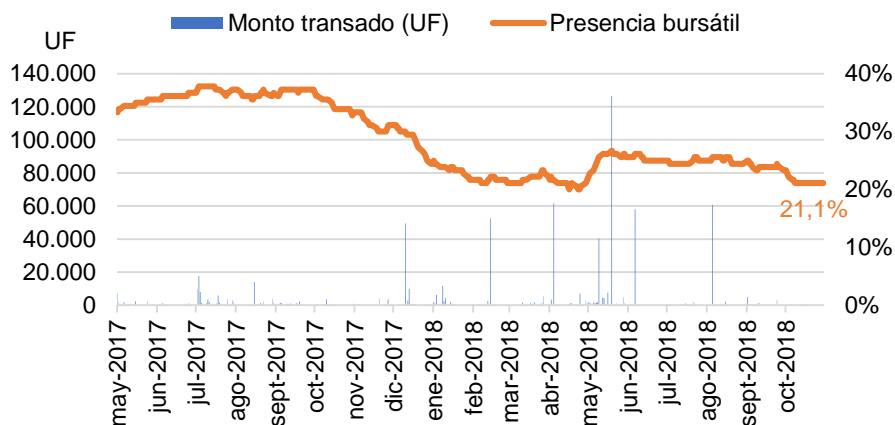
Perspectiva de liquidez de Invermar en el mercado chileno

Invermar no tiene transacciones representativas para ver afectada su liquidez post la Operación Propuesta

Consideraciones

- Para empresas que no forman parte del IPSA, las condiciones para ingresar al índice son: (i) capitalización de mercado ajustada por *float* superior a CLP 200.000 mm (~USD 300 mm), (ii) presencia bursátil mayor al 90%, (iii) MVTR mayor al 10%, y (iv) estar en las 30 acciones con más transacciones
 - Invermar no cumple con todas las condiciones anteriores
- Invermar podría ser elegible para el IGPA, índice que agrupará a las empresas con presencia bursátil superior a 25%, según su nueva definición
 - Sin embargo, la incorporación de Invermar en este índice no dependería de la materialización de la Operación Propuesta y no aseguraría aumentar sus niveles actuales de liquidez
- Por último, luego de la Operación Propuesta, Invermar no variaría significativamente su nivel de *free float*, por lo que no habría un impacto material en su liquidez

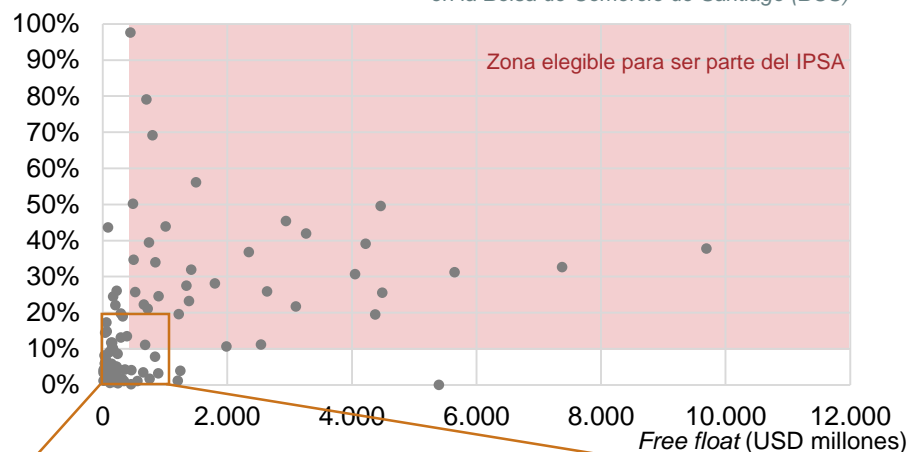
Evolución de la presencia bursátil de Invermar



Liquidez en el mercado chileno

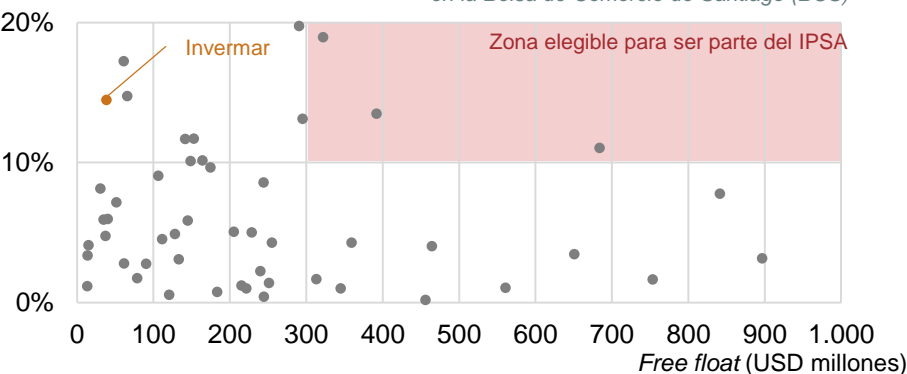
Índice de rotación⁽¹⁾ (MVTR)

Puntos grises representan empresas abiertas en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS)




Índice de rotación⁽¹⁾ (MVTR)

Puntos grises representan empresas abiertas en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, Bloomberg y Credicorp Capital. Datos al 21 de noviembre de 2018

(1) Índice de rotación es el factor de la mediana del valor diario mensual y se determina a través de la siguiente operación: promedio de los últimos seis meses de (mediana del valor diario de transacciones mensuales x días de operación en cada mes / valor de la capitalización bursátil ajustado por las acciones flotantes al cierre del mes). Finalmente, el resultado anterior se debe anualizar para obtener el índice de rotación del *free float*

- 
- 1 Resumen ejecutivo
 - 2 Descripción de la Operación Propuesta y las Compañías
 - 3 Valorizaciones de las Compañías
 - 4 Consideraciones requeridas por el comité de directores de Invermar
 - 5 Resultados y conclusiones**

Factores de riesgo, resultados y conclusiones

Factores de riesgo

- Las valorizaciones presentadas en este Informe se encuentran construidas en base a un conjunto de proyecciones operacionales y de flujos de caja respecto de las operaciones actuales de los negocios de Invermar y Surmar
- Estas proyecciones se encuentran expuestas a una serie de riesgos y contingencias que pueden ocasionar un efecto negativo sobre las Compañías e impedir el cumplimiento de los planes que la administración de Invermar y Surmar tienen respecto de los negocios
- Entre los principales riesgos de los negocios analizados se encuentran:
 - Riesgos ambientales, los que podrían impactar los activos biológicos de Invermar y, por consecuencia, el nivel de actividad de algunos de los negocios de Surmar
 - Riesgos fitosanitarios que puedan afectar la biomasa, resultando en un aumento de la mortalidad o en una disminución de la producción y/o calidad del producto de Invermar y sus negocios
 - Riesgos de variaciones en los precios internacionales de venta de los productos de Invermar, y/o de los productos y servicios de los negocios de Surmar
 - Riesgos de tipo de cambio en aquellas compras y gastos que se realizan en monedas distintas al dólar (USD)
 - Riesgos por cambios regulatorios, originado por cambios en las leyes, normativas y reglamentos dictados por la Ley General de Pesca y Acuicultura u otras normativas sectoriales

Resultados y conclusiones

- De acuerdo a las valorizaciones realizadas de las Compañías, el valor económico del patrimonio de Invermar estaría entre USD 309,0 millones y USD 336,8 millones, y el valor económico del patrimonio de Surmar estaría entre USD 193,7 millones y USD 222,2 millones
 - El valor implícito de la acción de Invermar obtenido en la valorización (entre CLP 142,3 y 155,1 por acción) es mayor al precio al cual se transan actualmente sus acciones en la Bolsa de Valores de Santiago (CLP 122,0 por acción actual⁽¹⁾)
- La Operación Propuesta tiene el potencial de generar beneficios o sinergias, no cuantificadas en nuestro modelo de valorización de las Compañías, para los accionistas de Invermar y Surmar, originadas por una posición competitiva más relevante en la sociedad continuadora
- Asimismo, estimamos que, luego de la materialización de la Operación Propuesta, no habría un impacto significativo en el nivel de liquidez de la acción de Invermar, dado que la sociedad no cuenta con transacciones representativas en el mercado y su *free float* (acciones de propiedad de minoritarios) no variaría de manera sustancial⁽²⁾
- En base al análisis y los argumentos presentados, concluimos que la Operación Propuesta, de ejecutarse dentro de los rangos de valor presentados, se ajusta a valores justos de las Compañías y contribuye al interés social de Invermar

(1) Dato al 21 de noviembre de 2018

(2) Sin considerar aquellos accionistas que ejerzan su derecho a retiro, las acciones de Invermar de propiedad de accionistas minoritarios no cambiaría luego de la Operación Propuesta

