



**VALORACIÓN DE LA EMPRESA MARINE HARVEST ASA (MOWI)
MEDIANTE MÉTODO DE MÚLTIPLOS**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR POR EL GRADO DE:
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Erick Valdés Carvajal

Profesor Guía: Mauricio Jara

Panamá, junio 2020

I. DEDICATORIA

Éste trabajo de valoración quiero dedicarlo primero que todo a Dios, quién es la fuente de inspiración para poder culminar y hacer posible el alcance de nuestros objetivos más anhelados.

A mis padres, hermana y pareja por su cariño y apoyo incondicional a lo largo de todo este proceso. Su paciencia y comprensión han sido pilares importantes para la realización de este trabajo.

Finalmente quiero dedicar este trabajo a todas las personas que han hecho que éste proyecto se realizara con éxito.

II. AGRADECIMIENTOS

Quiero agradecer enormemente a las diferentes personas que han compartido su conocimiento a lo largo de esta difícil jornada y las cuales han sido piezas fundamentales en la realización de este trabajo.

Puntualmente quisiera agradecer a la Universidad de Chile a través de la Facultad de Economía y Negocios por hacerme sentir parte de la familia educativa, a nuestro asesor, el profesor Mauricio Jara, a mi amigo Lionel Pinuer y a todos los que, con sus valiosos conocimientos, aportaron un granito de arena a nuestro crecimiento profesional.

Finalmente, quisiera agradecer a Jenniffer Castillo, por su comprensión, paciencia y apoyo incondicional en éste difícil camino.

III. Tabla de Contenido

I. DEDICATORIA	2
II. AGRADECIMIENTOS	3
III. ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y TABLAS	6
FIGURAS:	6
IV. RESUMEN EJECUTIVO.	8
1. METODOLOGIA	9
1.1 método de valoración por múltiplos.	9
2. DESCRIPCION DE LA EMPRESA Y DE LA INDUSTRIA.	10
2.1 Introducción:	10
2.1.1 Proveedores:	13
2.1.2 Sustitutos:	14
2.1.3 Clientes:	14
2.1.4 Nuevos entrantes:	14
2.1.5 Competencia en el mercado:	15
2.2 Estructura de costos en la producción de salmón:	15
2.3 Descripción general de la empresa y líneas de negocio:	16
2.3.1 Alimentación (Feed):	17
2.3.2 Cosecha (<i>Farming</i>):	17
2.3.3 Ventas y Marketing:	18
2.4 Política de inversión y política competitiva de MOWI:	19
2.5 Reguladores:	19
2.6 Empresas Comparables con MOWI:	20
3. DESCRIPCION DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	21
4. ESTIMACION DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	23

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	25
a. Estimación del Beta Patrimonial:	25
b. Estimación del Beta de Deuda:.....	26
c. Estimación del Costo de Capital.....	28
i. Estimación del Beta con deuda en base a la estructura objetivo:.....	28
ii. Cálculo del costo patrimonial:	29
iii. Cálculo del costo de capital usando la WACC (<i>weighted average cost of capital</i>).	30
6 VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS.	30
6.1 Valores para la Industria y empresa:.....	32
6.2 Cálculo del precio de la acción en base a los múltiplos de la empresa:	33
CONCLUSIONES.	35
7 BIBLIOGRAFÍA.	36
ANEXO 1: Filiales de la Empresa	37
ANEXO 2: BETA DE LA ACCIÓN MEDIANTE REGRESIÓN LINEAL SIMPLE PARA EL AÑO 2017	38
ANEXO 3: BETA DE LA ACCIÓN MEDIANTE REGRESIÓN LINEAL SIMPLE PARA EL AÑO 2018	39
ANEXO 4: BETA DE LA ACCIÓN MEDIANTE REGRESIÓN LINEAL SIMPLE PARA EL AÑO 2019	40

III. ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y TABLAS

FIGURAS:

Figura 1. Comparación de producción de acuicultura y pesca de especies para consumo humano actuales y proyectadas hasta 2025. (Fuente: MOWI Annual Report 2018).	12
Figura 2. Evolución de la obtención de salmón salvaje (Wild) y salmón cultivado (Farmed). (Fuente: MOWI Salmon Industry Handbook 2019).....	13
Figura 3. 5 fuerzas de Porter.	13
Figura 4. evolución de estructura de costos en la industria del salmón. (Fuente: MOWI Salmon Industry Handbook 2019).....	16
Figura 5. Cadena de valor integrada de MOWI. (Fuente: Elaboración propia, basada en MOWI Annual Report 2018).....	17
Figura 6. Áreas de negocio de MOWI. (Fuente: MOWI Anual Report 2018).	17
Figura 7. Volúmenes de cosecha por empresas top Salmonicultura, en Toneladas Métricas.Fuente: (These are the world's 20 largest salmon producers)	20
Figura 8. YTM para el ticker NO0010824006 Extraído de terminal de Bloomberg.	27

TABLAS:

Tabla 1. Cuotas de mercado para diferentes grupos de especies de pescados al 2017. .	12
Tabla 2. EBIT Operacional por cada línea de negocio de MOWI	18
Tabla 3. Volumen de ventas de Mowi en toneladas de pescado eviscerado equivalente.	18
Tabla 4. Principales accionistas de MOWI.	21
Tabla 5. Detalle del Bono de MOWI02	22
Tabla 6. Activos de la empresa MOWI.	23
Tabla 7. Pasivos y Patrimonio de la empresa.	24
Tabla 8. Estructura de deuda financiera de MOWI.....	24
Tabla 9. Patrimonio económico de MOWI.....	25
Tabla 10. Estimación de estructura de capital de MOWI	25
Tabla 11. Estimación de estructura de capital de MOWI	26
Tabla 12. Estructura de capital objetivo y promedio de Marine Harvest (MOWI).....	28
Tabla 13. Estructura objetivo:	29
Tabla 14. Valores para Leroy Seafood al 30 de junio 2019	32
Tabla 15. Valores para SalMar ASA al 30 de junio 2019.....	32

Tabla 16. Valores consolidados de empresas comparables al 30 de junio 2019.....	33
Tabla 17. Valores para MOWI ASA al 30 de junio 2019.....	33
Tabla 18. Precio de la acción de MOWI en base a la metodología de valoración por múltiplos.	34

IV. RESUMEN EJECUTIVO.

El presente estudio tiene por finalidad realizar el estudio de valoración de la empresa Marine Harvest ASA (MOWI) al 30 de junio de 2019, mediante el método de valoración por múltiplos. La empresa MOWI, fundada en 1964, con sus cuarteles generales en Noruega, cotiza en la bolsa de Oslo y es una compañía del rubro de acuicultura de Salmon del Atlántico. Actualmente MOWI es una empresa líder en esta industria con ventas para el 2018 de cerca de 3.800 millones de Euros y comercializa sus productos alrededor del globo, donde sus mercados más importantes son Estados Unidos y la Unión Europea.

MOWI mantiene operativamente su cadena de valor integrada verticalmente, pasando desde la producción de alimentos para peces, proceso de siembra, engorda, procesamiento y venta de productos de salmón de valor agregado alrededor del mundo.

En el desarrollo de este estudio se hace un análisis de la industria del salmón del atlántico en general, así como se describen aspectos operativos y económicos de MOWI en específico y el análisis de la estructura de capital de MOWI, su costo patrimonial y costo de capital de la empresa.

Dentro de la valoración por múltiplos se asume que el valor de un activo es derivado del precio de otro activo comparable, utilizando para esto las razones financieras de empresas competidoras en su mercado. Para el análisis se utilizaron 2 empresas de referencia, las cuales compiten directamente con MOWI: Leroy Seafood y SalMar ASA, presentes en el negocio de la acuicultura del salmón y cuya integración es vertical.

El resultado de la valoración arrojó un precio de acción de MOWI que va desde EUR 14.58 hasta EUR 26.63, el cual se encuentra en un rango muy cercano al precio real de la acción, la cual tiene un valor de mercado a junio 2019 de EUR 20.29.

1. METODOLOGIA

Las metodologías de valoración tienen el objetivo de poder estimar el valor de una empresa a partir de diferentes supuestos. Existen grandes metodologías de valoración basados en el balance de las empresas, en su cuenta de resultados, en múltiplos de empresas o comparables y en el descuento de flujos de caja.

A continuación, nos concentraremos en describir los 2 tipos de metodologías más utilizadas para valorar empresas como la de MOWI, las cuales son empresas que producen bienes para el consumo final. Estas metodologías son la metodología de flujo de caja descontado y el método de múltiplos.

1.1 método de valoración por múltiplos.

Este tipo de valoración de empresas utilizan la información del balance y la cuenta de resultados para su evaluación.

El método de valoración por múltiplos nos permite una revisión sobre los resultados obtenidos, mediante la aplicación de un método de valoración relativo, donde las proyecciones de las partidas contables de la empresa en valoración, que determinan el valor del patrimonio futuro, se basan en la caracterización de múltiplos y valores financieros de una o varias empresas equivalentes o similares a la empresa en evaluación.

Existen varios ratios o múltiplos para valorar a las diferentes tipas de empresas por la que, en nuestro caso utilizaremos múltiplos relacionadas a las ganancias, a los valores contables (valores en libro) y a los resultados de la empresa. Adicionalmente estaremos utilizando cuentas como el EBIT, la cual es un indicador de rentabilidad de la empresa (beneficios antes de interés e impuestos), la relación del precio de la acción sobre los beneficios de la empresa (Price-to-earnings) los cuales miden la cantidad de años que tardaríamos en recuperar la inversión, entre otros, que miden qué tanto el mercado pone precio sobre el comportamiento de empresas comparables.

En este caso, se utilizó una empresa similar del rubro de salmonicultura, la cual también tiene origen noruego, y valores de venta, así como modelo de negocio muy similar a MOWI. Se tienen los siguientes múltiplos que si aplicaron a la evaluación presente:

TIPO DE MULTIPLLO	MULTIPLLO
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)
	VALUE TO BOOK RATIO
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)

2. DESCRIPCION DE LA EMPRESA Y DE LA INDUSTRIA.

2.1 Introducción:

La empresa que se estará valorando tiene como principal línea de negocio la alimentación, producción y posterior distribución de salmón para consumo humano, lo que se concentra dentro de la industria llamada acuicultura.

Este tipo de negocio se basa en la producción de peces, considerados activos biológicos, a los cuales se les suministra alimentación, se resguardan de depredadores, manejan mejoras genéticas, y protegen de condiciones ambientales en cierta medida. Pasando por un proceso de engorda que puede ir de entre 12 a 18 meses, los peces se cosechan. Habitualmente se venden los pescados eviscerados o bien se envían a planta de proceso secundario para generar productos de mayor valor agregado como filetes, porciones, etc. Las empresas suelen centralizar las mayorías de las operaciones en el país de origen o bien, descentralizan ventas e incluso algunos procesos secundarios del producto para poder adaptar a mercados locales.

La acuicultura, puede ser segmentada en 2 categorías¹ principales las cuales se pueden mencionar:

¹ <http://www.fao.org/3/x5743s/x5743s06.htm>

- a. **Acuicultura rural en pequeña escala:** La cual está más adecuada a la empresa cuyo objetivo está en el desarrollo económico de áreas rurales y las cuales están por lo general dirigidas por pequeños campesinos, los cuales distribuyen sus costos de financiamiento y de inversión entre sus familiares.
- b. **Acuicultura como industria de gran escala:** La cual está por lo general integrada de manera vertical, y es la categoría en la que está la empresa objeto de valoración. Adicionalmente, es importante resaltar que, para este tipo de acuicultura, se necesita mayor desembolso de capital inicial, una gestión centralizada y un grado de integración vertical. Dado a que se necesita una gran inversión inicial, por lo general, los inversionistas buscan personas expertas en el área tomando como una de las ventajas comerciales el de completar una línea de artículos alimentarios en el mercado al por menor.

La acuicultura a gran escala demanda de un alto personal calificado y de nuevas tecnologías que minimicen los costos de producción y de mercadeo del producto. Adicionalmente, ésta tendrá que preocuparse constantemente ante los riesgos naturales que pueden afectar su producción y utilidades futuras entre los cuales están: condiciones adversas del tiempo, variación de disponibilidad de agua, licencias y permisos medio ambientales, enfermedades en los peses, entre otros.

La industria de acuicultura como fuente de alimento para consumo humano, ha cobrado relevancia en las últimas décadas debido a su importancia en aporte de proteínas. En la Figura 1. Se puede ver cómo ha aumentado este negocio como fuente de alimento, respecto de la pesca extractiva como método para proveer fuentes proteicas marinas o de agua dulce, para la alimentación. Dentro de esta, se puede observar la industria del Salmon (línea principal de negocio de MOWI), que se indica en la figura como Salmon del Atlántico, y que en 2019 supera los 2 millones de toneladas (peso vivo) producidas a nivel mundial.

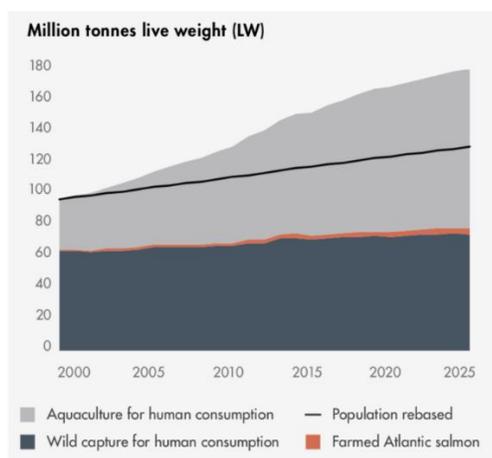


Figura 1. Comparación de producción de acuicultura y pesca de especies para consumo humano actuales y proyectadas hasta 2025. (Fuente: MOWI Annual Report 2018).

En la Tabla 1 se puede observar la participación de mercado de las diferentes especies de pescado que se transan al 2017, donde el grupo de especies que componen Salmon y trucha (otro salmónido), concentran una alta cuota del mercado.

Tabla 1. Cuotas de mercado para diferentes grupos de especies de pescados al 2017.

Grupo Especies	Cuota en Valor	Cuota en Cantidad
Pescado	100%	100%
Salmones, truchas, cat fish	28%	9%
Atún, bonitos, billfishes	13%	11%
Bacalao, merluza, eglefino	15%	18%
Otros peces pelagicos	9%	15%
Peces agua dulce	5%	6%
Founders, halibuts, lenguado	3%	2%
Other fish	27%	40%

Fuente: FAO. 2018. The State of World Fisheries and Aquaculture 2018 - Meeting the sustainable development goals.

Por otra parte, la comercialización de salmón obtenido por métodos de cultivo vs el salmón obtenido por pesca tradicional (salmón salvaje), ya sostenidamente en ascenso, mostrando que esta industria está en crecimiento. (Ver Figura 2).

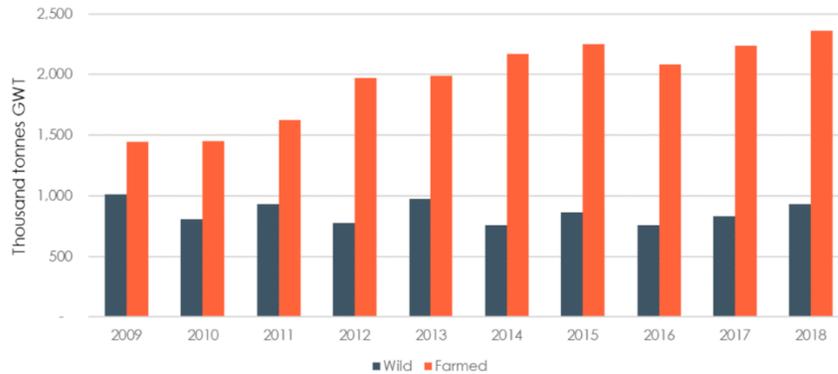


Figura 2. Evolución de la obtención de salmón salvaje (Wild) y salmón cultivado (Farmed). (Fuente: MOWI Salmon Industry Handbook 2019).

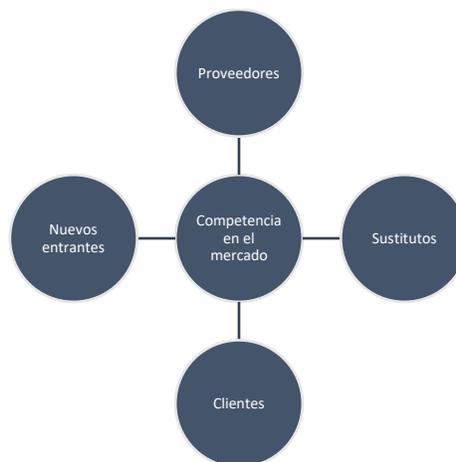


Figura 3. 5 fuerzas de Porter.

2.1.1 Proveedores:

Dentro de los costos más importantes de esta industria están el costo del alimento, que es uno de los insumos principales para generar biomasa a partir de los peces. Los grandes proveedores de alimento para peces a nivel industrial son pocos, se pueden contar con cerca de 4 principales, sin embargo, algunas empresas están optando por autogenerar su propio abastecimiento de alimento. Existen varias opciones de proveedores en tecnologías de acuicultura y de procesamiento de pescado, pero por lo general son tecnologías muy especializadas para este campo haciéndolas caras.

2.1.2 Sustitutos:

El salmón en si compite con otras especies de pescado en el mercado, pescados blancos son competidores, sin embargo, dada las características muy especiales del salmón en cuanto a color, textura y sabor, dan ventaja a este producto dentro de las preferencias de consumo. Como competidor directo se cuenta con salmón silvestre que proviene de captura directa en ambiente salvaje, tiene un alto valor por kilo, pero va a un segmento muy exclusivo y especial. Sin embargo, la industria del salmón va de la mano con las macro tendencias mundiales de alimentación saludable y proveniente de fuentes eficientes así como amigables con el ambiente (MOWI, 2019).

En general la amenaza de sustitutos es mediana.

2.1.3 Clientes:

El mercado se está abriendo cada vez más, sobre todo ahora a los mercados asiáticos. Típicamente es más importante el mercado Europeo, es un cliente exigente y educado en cuanto a estándares de inocuidad lo que ha llevado a esta industria a un desarrollo importante en certificaciones de este tipo así como aquellas sobre manejo responsable de la acuicultura, Sin embargo, la apertura de Asia, así como algunas limitaciones ambientales para poder aumentar muy rápidamente la capacidad productiva podrían restringir el rápido crecimiento que ha tenido esta actividad en el último tiempo, limitando la cantidad de oferta relativamente. El precio del salmón se ha observado volátil con un promedio en los últimos 3 años en torno a 6.2 a 6.3 EUR/Kg GWT.

2.1.4 Nuevos entrantes:

Esta industria requiere una importante inversión en activos, por otro lado, es un negocio estacional que requiere de ciclos productivos de 18 meses o más para obtener un producto comercial, con lo cual se requiere una importante cantidad de capital de trabajo provisionado para poder operar. Esta industria que se comenzó a desarrollar a mediados de los 80, mantiene mucha de su información y *know-how* productivo de manera confidencial y existen pocas fuentes de información técnico-práctica disponibles, siendo una industria bastante cerrada.

Por otra parte, al menos tanto en Noruega como en Chile, (países principales de producción de este producto), se están restringiendo las concesiones acuícolas para el cultivo debido

a los impactos ambientales, debiendo pagarse derechos por ellas. De las actuales 1,350 licencias comerciales existente para cultivo de salmón del atlántico, 90% están en poder de 13 compañías.

Por lo anterior se puede definir que hay pocas amenazas de nuevos competidores.

2.1.5 Competencia en el mercado:

Existe una fuerte rivalidad entre las empresas, no son muchas a nivel mundial y conocidas entre ellas, las que luchan por colocar sus productos en los mercados y obtener las plazas con los mejores precios, donde, por ejemplo, el uso de antibióticos² u otras prácticas que preocupan al consumidor pueden llegar a afectar los precios del producto.

2.2 Estructura de costos en la producción de salmón:

El ciclo productivo completo del salmón es de aproximadamente 3 años.

En el primer año se producen huevos y son fertilizado, hasta que se obtienen peces de cerca de 150 gramos. Los peces luego son transportados a jaulas en agua de mar para crecer hasta 5 kg aproximadamente en un periodo que puede ir desde los 12 a 24 meses.

Una vez que se alcanza el peso de cosecha los peces son transportados a plantas de proceso donde se realiza el sacrificio y proceso primario.

La mayoría del salmón se vende eviscerado en cajas con hielo (GWT). (MOWI, 2019)

El costo del alimento para salmón es el costo más relevante en esta industria, construyendo cerca del 50% del costo total de realización del producto. Existe además variaciones de este costo entre diversos países debido a costos logísticos y de factores de conversión logísticas.

El costo de mano de obra se ha ido tornando cada vez más relevante en esta industria, solamente MOWI emplea más de 14.000 personas en sus distintas actividades a nivel mundial. En los últimos periodos ha aumentado la necesidad de mano de obra relacionado a problemas de piojos de mar.

Por otra parte, el costo de electricidad se vuelve relevante en las etapas tempranas del ciclo del salmón debido a que este proceso se lleva a cabo en estanques con sistemas de

² Se refiere a el uso de antibióticos en los pescados el cual es un riesgo de usar sustancias contaminantes en la carne. El precio varía en la medida en que su salmón es más sano, desde el punto de vista del consumidor.

recirculación de agua, así como regulación de la temperatura. Por este motivo el costo del “smolt” (pez en etapa temprana), se vuelve un costo relevante dentro del costo final del salmón.

Otros costos operativos relevantes los constituyen costos directos e indirectos, de administración, seguros, etc.

En la Figura 4, se pueden observar la evolución de los diferentes costos para esta industria.



Figura 4. evolución de estructura de costos en la industria del salmón. (Fuente: MOWI Salmon Industry Handbook 2019).

Por otro lado, el costo por Kg cosechado es sensible al peso de cosecha, debido a que en los centros de cultivo se distribuyen los costos operativos sobre la biomasa por absorción, por lo que cosechar de manera temprana no permite una correcta dilución de los costos sobre la biomasa.

2.3 Descripción general de la empresa y líneas de negocio:

Marine Harvest (MOWI), es una empresa del rubro de Acuicultura y de la industria del salmón. Esta empresa posee una cadena de valor que está integrada verticalmente, incorporando las actividades de producción de alimento para peces, criadero y engorda de peces, hasta procesamiento del pescado y creación de productos de valor agregado, así como la venta.

Los componentes de la cadena de valor se muestran en la Figura 5.



Figura 5. Cadena de valor integrada de MOWI. (Fuente: Elaboración propia, basada en MOWI Annual Report 2018).

A la vez, esta cadena de valor está agrupada en 3 áreas de negocio de Mowi, que engloba todos estos elementos segmento (Ver Figura 6), como son las áreas de Alimentación (*Feed*), cosecha (*Farming*), ventas y marketing (*Sales and Marketing*).



Figura 6. Áreas de negocio de MOWI. (Fuente: MOWI Anual Report 2018).

2.3.1 Alimentación (*Feed*):

La empresa, en el 2012 estableció una línea de negocio separada, la cual era los alimentos para peses. Toda esta nueva línea fue creada ya que, la calidad final de la cosecha de salmón (*farming*) está muy relacionada con la calidad del alimento que se les dé.

2.3.2 Cosecha (*Farming*):

La cosecha de salmón de atlántico de MOWI opera en una de las mayores del mundo. La tasa de sobrevivencia y el volumen de cosecha ha aumentado en el segundo cuarto del 2019 comparado con el 2017. Gran parte del costo de capital de la empresa, según el reporte final del 2018, está en la construcción de facilidades de agua fresca con una tecnología llamado RAS por sus siglas en inglés: *Recirculating Aquaculture System*.

2.3.3 Ventas y Marketing:

Esta línea de negocio está relacionada con las actividades de mercadeo y venta del producto final la cual está organizada de manera geográfica para soportar la demanda de salmón mundial. En esta línea se desarrolló para finales del 2018 el nuevo nombre de la empresa "MOWI", el cual sigue la línea de la empresa de poder mercadearse aún más.

La importancia de cada una de sus líneas de negocio la podemos ver a partir de la representación de su EBIT Operacional tal como se muestra en el Tabla 2, recopilado de sus estados financieros en 2018 y 2017. Como se puede observar, la línea de Cosecha (*Farming*) representa su mayor peso con el 83% del total del EBIT Operacional de toda la empresa.

Tabla 2. EBIT Operacional por cada línea de negocio de MOWI

Negocios (EUR Millions)	2018	%	2017	%
Operational EBIT - Feed	9.6	1.3%	8.5	1.1%
Operational EBIT - Farmin	625	83%	661	83%
Operational EBIT - Markets	51	6.8%	59	7.4%
Operational EBIT - Consumer Products	88	12%	75.9	9.6%
Operational EBIT - Other	-21	-2.8%	-12	-1.5%
Group Operational EBIT	752.8	100%	792.1	100%

Mowi posee entre el 25 a 30% del mercado mundial de Salmon, siendo la empresa líder. Otros competidores importantes son: Leroy Seafood Group ASA, Cremaq Group ASA y SalMar ASA.

En cuanto al mercado global para Mowi en Salmon del Atlántico, se puede observar en la Tabla 3, que la mayoría de su volumen se comercializa en mercados de Unión Europea y Estados Unidos.

Tabla 3. Volumen de ventas de Mowi en toneladas de pescado eviscerado equivalente.

Distribucion en el Mercado de Mowi	Q2 2019	% Distribución
EU	234,900	45%
Rusia	17,700	3%
Otros Europa	21,200	4%
Total Europa	273,800	53%
US	114,700	22%
Brazil	22,100	4%

Otros Américas	29,500	6%
Total Américas	166,300	32%
China/Hong Kong	26,300	5%
Japón	12,300	2%
Corea del Sur/Taiwán	13,900	3%
Total Asia	52,500	10%
Otros Mercados	26,600	5%
Total	519,200	100%

Fuente: MOWI Annual Report 2018

2.4 Política de inversión y política competitiva de MOWI:

Para el 2018 la empresa indica que los gastos de capital han ido principalmente destinados a instalaciones y equipos operativos para la actividad, así como también la adquisición de licencias para cultivo de peces en Noruega de acuerdo con las últimas regulaciones de ese país, y que posibilitan usar recursos de agua dulce para la actividad.

Mowi aspira a ser una empresa completamente integrada verticalmente en cada una de las regiones donde opera, lo que significa poder llegar a replicar su completa cadena de valor en cada uno de estos lugares y así poder operar de manera independiente su cadena de suministro. Esto permitirá a Mowi ser más eficiente y consistente en su cadena de valor.

2.5 Reguladores:

Todas las 79 filiales (Detalle en Anexo I) de la empresa se encuentran en el negocio de la acuicultura, por lo que se encuentran sujetas a reguladores locales, regionales y de gobierno relativos a “*farming*”, procesamiento, empaque, almacenamiento, distribución, anuncios, rotulación, calidad e inocuidad de productos alimenticios. También sujetos rigurosas y extensivas regulaciones administradas por agencias ambientales en las jurisdicciones en las cuales opera.

2.6 Empresas Comparables con MOWI:

Como Empresa comparable en la industria del salmón está la empresa Lerøy Seafood Group, que se encuentra en la misma industria de acuicultura, en países y líneas de negocios muy similares en cuanto a su integración vertical. Ticker: LSG.OL, y cotiza en la bolsa de Oslo (Oslo Børs).

Lerøy Seafood Group, está dentro de las primeras empresas productoras a nivel mundial, ocupando el segundo puesto (ver Figura 7), con un volumen de cosecha de salmón de 162 mil Toneladas registrado en 2018 con ventas de 2.23 Miles de Mill USD. (Fuente: Lerøy Annual Report 2018).

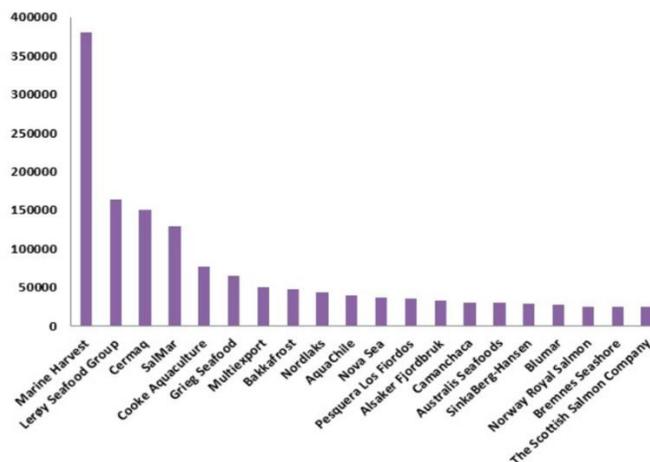


Figura 7. Volúmenes de cosecha por empresas top Salmonicultura, en Toneladas Métricas. Fuente: (These are the world's 20 largest salmon producers)³

La cadena de valor de Lerøy, de manera muy similar a MOWI, incluye captura y procesamiento de pesca blanca como mariscos, reproducción y cultivo de salmones, procesamiento con valor agregado, ventas y distribución. Los mercados en los que penetra Lerøy son principalmente Europa, Noruega, Asia, Estados Unidos y Canadá, entre otros.

Las oficinas centrales se ubican en Bergen-Noruega, la actividad de pesca y producción acuícola se basan en Noruega, mientras que las unidades de procesamiento y distribución se ubican en Suecia, Dinamarca, Finlandia, Francia, Holanda, Portugal, España y Turquía.

³ Accessible en: <https://salmonbusiness.com/these-are-the-worlds-20-largest-salmon-producers/>

Por otra parte se selecciono la empresa Salmar, Ticker: SALM:NO, que también cotiza en la bolsa de Oslo, tiene operaciones en Noruega, Escocia e Islandia, estando dentro de los 4 grandes en esta industria, y de igual manera posee integración vertical.

3. DESCRIPCION DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

El financiamiento de la empresa está dado a través de Capital por medio de la emisión de acciones comunes, préstamos con entidades financieras y financiamiento a través del mercado de capitales a través de 1 bono corporativo.

Los principales accionistas de la empresa, se lista a continuación en conjunto con el porcentaje de cada una de sus acciones, las cuales están lideradas por Geveran Trading Co Ltd con 15.42% del total de acciones (Ver Tabla 4).

Las acciones y los bonos de la compañía son negociados a través de la Bolsa de Oslo⁴.

El CAPEX de la empresa está alineado en el plan del grupo de crecimiento y de cumplimiento con las actuales regulaciones y leyes. El Plan de CAPEX del 2019 ha sido uno de los más altos de manera histórica.

Tabla 4. Principales accionistas de MOWI.

#	Shareholder	% Acción
1	Geveran Trading Co Ltd	15.42%
2	State Street Bank & Trust Comp	9.78%
3	Folketrygdfondet	7.89%
4	Clearstream Banking S.A.	4.71%
5	J.P. Morgan Chase Bank	3.25%
6	Citibank N.A.	2.42%
7	Jupiter European Fund	2.24%
8	UBS Switzerland AG	1.29%
9	The Bank of New York Mellon	1.13%
10	The Northern Trust Comp,	0.98%
11	J.P. Morgan Bank Luxembourg	0.88%
12	Euroclear Bank S.A./N.V.	0.79%
	Total general	50.78%

⁴ https://www.oslobors.no/ob_eng/markedsaktivitet/#/details/MOWI.OSE/overview

El financiamiento del grupo MOWI es principalmente asumido por el holding, MOWI ASA. El financiamiento de sus subsidiarias solo es aprobado si es óptimo para el grupo.

Los siguientes son las principales fuentes de financiamiento del grupo:

1. **Crédito Sindicado por EUR 1,406 Millones.** El cual fue aprobado como una facilidad revolving a 5 años entre varios bancos noruegos. Esta Facilidad incluye una “opción acordeón de incremento”, la cual fue ejecutada en diciembre 2018 incrementando el acuerdo de la facilidad en EUR 200 Millones adicionales. El principal covenant de la facilidad es mantener un ratio de patrimonio del 35%. La facilidad tiene una madurez hasta Junio 2022.
2. **Bono con un Valor Nominal por EUR 200 Millones.** El cual fue emitido por un “unsecured Bond”, del cual detallamos su estructura siguiente (Ver Tabla 5):

Tabla 5. Detalle del Bono de MOWI02

	<i>Observaciones</i>
Bono	NO0010824006
Nemotécnico	MOWI02
Fecha de Emisión	12.06.2018
Valor Nominal (VN o D)	200 millones
Moneda	EUR
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	12.06.2023
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	EURIBOR 3M +2.15%
Periodicidad	Trimestral (12 September, 12 December, 12 March and
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	No tiene.
Motivo de la Emisión	Para incrementar facilidad bancaria en EUR 200 million pasando de EUR1206 MM a EUR 1 406 MM.
Clasificación de Riesgo	Sin Clasificación de Riesgo Internacional ni local.
Tasa de colocación o de mercado el día de la	1.60%
Precio de venta el día de la emisión.	100
Valor de Mercado	102.5

4. ESTIMACION DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

A continuación, se presenta, en base a la información recopilada, la estructura de capital para la empresa MOWI en base a los estados financieros consolidados de la empresa desde el año 2015 hasta el corte del 30 de junio del 2019⁵ (Ver Tabla 6).

Tabla 6. Activos de la empresa MOWI.

AJUSTADO A VALOR ACTUAL (2019)

Unaudited, in EUR million

Activos	% Activos	06/30/2019	03/31/2019	12/31/2018	12/31/2017	12/31/2016	31/12/2015
Licencias	14.26%	794.5	794.1	789.0	633.5	794.9	776.5
Plusvalía	5.25%	292.7	290.6	292.1	263.3	278.7	269.3
Tasas de activos diferido	0.32%	18.0	15.9	23.1	13.5	2.7	12.0
Otros activos intangibles	0.46%	25.9	26.1	26.5	26.9	33.7	28.7
Propiedad, Planta y equipo	22.79%	1270.0	1253.0	1,227.9	1,114.9	1,048.4	1,002.3
Derecho de uso	6.20%	345.7	357.2				
Inversión en compañías asociada	3.99%	222.1	232.9	222.7	175.8	182.0	128.9
Otras participaciones y activos no corrientes	0.03%	1.9	1.6	1.6	3.4	5.6	2.6
Total de activos no corrientes	53.31%	2970.8	2971.3	2,582.9	2,231.1	2,346.1	2,220.3
Inventario	5.80%	323.1	336.1	288.3	316.0	258.2	288.8
Activos Biológicos	28.81%	1605.4	1585.8	1,574.4	1,236.2	1,636.7	1,185.8
Cuentas por Cobrar	10.51%	585.9	581.1	643.1	601.2	650.1	592.6
Efectivo	1.57%	87.5	89.7	106.3	73.8	108.1	74.6
Total activos corrientes	46.69%	2601.8	2592.7	2,612.2	2,227.2	2,653.1	2,141.8
Activos mantenidos para la venta	0.00%	0.0	0.0	0.0	0.5	3.7	1.9
Total de activos	100.00%	5572.7	5564.0	5,195.1	4,458.9	5,002.8	4,364.0

De acuerdo con la Tabla 6, los principales activos productivos del banco son las licencias, propiedad planta y equipo y activos biológicos, tal como se muestra en la composición de sus activos. Como parte de los activos de la empresa, se encuentran las licencias para poder explotar extensiones de mar en la costa permitiendo sembrar y generar biomasa, del cual forma parte una de las principales fuentes del CAPEX de la empresa.

Estos activos productivos son financiados a junio 2019 en un 53% por capital y en un 46% por financiamiento externo. Propiedad planta y equipo, licencias y activos biológicos, los cuales son sus activos más importantes, son financiados en su mayoría con líneas de

⁵ <https://mowi.com/investors/reports/>

crédito y financiamiento a través de bonos, tal como se ha descrito anteriormente en este documento.

Tabla 7. Pasivos y Patrimonio de la empresa.

Patrimonio y Pasivos	% Activos	06/30/2019	03/31/2019	12/31/2018	12/31/2017	12/31/2016	31/12/2015
Patrimonio	53.05%	2956.1	2984.5	2,905.1	2,382.9	2,151.1	1,970.4
Participaciones no controladas	0.02%	1.0	1.6	1.7	1.2	1.0	1.0
Total Patrimonio	53.06%	2957.1	2986.1	2,907.0	2,384.2	2,152.1	1,971.4
Tasas de pasivo diferido	7.76%	432.6	417.3	417.6	364.4	471.6	407.5
Deudas no corrientes que devengan interés	21.45%	1195.4	1104.4	1,153.6	796.3	1,033.2	1,114.2
Pasivos de arrendamiento financiero no corriente	4.34%	241.7	252.7				
Otros pasivos no corrientes	0.20%	10.9	10.9	11.1	90.5	469.1	230.4
Total pasivos no corrientes	33.75%	1880.6	1785.3	1,582.3	1,251.3	1,973.9	1,752.1
Deudas corrientes que devengan interés	0.00%	0.1	0.1	0.1	134.2	0.1	0.2
Arrendamientos financieros corrientes	2.00%	111.2	112.2				
Otros activos corrientes	11.19%	623.8	680.4	705.8	689.3	876.8	640.3
Total de pasivos corrientes	13.19%	735.0	792.6	705.9	823.5	876.8	640.5
Pasivos mantenidos para la venta	0.00%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total patrimonio y pasivos	100.00%	5572.7	5564.0	5,195.1	4,458.9	5,002.8	4,364.0

En base la Tabla 7, podemos ver que su estructura de Financiamiento bajo la norma IFRS quedaría de manera cómo se ilustra en el Tabla 8:

Tabla 8. Estructura de deuda financiera de MOWI.

	Mill EUR	2015	2016	2017	2018	2019 (YTD Q2)
+	Préstamos que devengan intereses (corriente)	0.2	0.1	130.3	0.1	0.1
+	Otros Pasivos Financieros (corriente)					
+	Préstamos que devengan intereses (no corriente)	1071.4	993.4	773.3	1142.5	1195.4
+	Otros Pasivos Financieros (no corriente)					
=	DEUDA FINANCIERA	1,071.5	993.5	903.6	1,142.6	1,195.5

Adicionalmente, con el motivo de conocer su patrimonio Económico, es importante puntualizar el número de acciones comunes suscritas y pagadas y su precio por acción, las cuales se muestran a continuación (ver Tabla 9):

Tabla 9. Patrimonio económico de MOWI.

PATRIMONIO ECONOMICO					
Mill EUR	2015	2016	2017	2018	2019 (YTD Q2)
Acciones suscritas y pagadas (n) millone:	450	450	490	516	516
Precio accion (p) EUR/Accion	13	17	14	18	22
Valor Mercado Patrimonio	5,636.6	7,709.4	6,924.1	9,456.4	11,102.5

A partir de esta información, procedemos entonces a hacer el cálculo del patrimonio económico de la empresa y estimar su estructura de capital (Tabla 10):

Tabla 10. Estimación de estructura de capital de MOWI

VALOR DE LOS ACTIVOS					
	2015	2016	2017	2018	2019 (YTD Q2)
Valor de los activos	6,708	8,703	7,828	10,599	12,298

ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO						
Mill EUR	2015	2016	2017	2018	2019 (YTD Q2)	OBJETIVO
Razon de Endeudamiento	15.97%	11.42%	11.54%	10.78%	9.72%	11.89%
Razon de Patrimonio	84.03%	88.58%	88.46%	89.22%	90.28%	88.11%
Razon Deuda Patrimonio (B/P)	19.01%	12.89%	13.05%	12.08%	10.77%	13.49%

Como se puede observar en el Tabla 10, la estructura de capital de la empresa posee una razón de endeudamiento bastante baja (11.16% en promedio últimos 2 años), por lo que la empresa, en su mayoría (88%) ha financiado su operación a través de la emisión de acciones comunes. Por consiguiente, su razón de deuda patrimonio es moderado.

Cabe destacar la estabilidad la estructura de capital de la empresa a lo largo del tiempo, lo que hace que la empresa tenga una política financiera bien definida y enfocada en su capital de trabajo y el crecimiento en infraestructura. Es por esto que asumimos que esta estabilidad no cambie en el largo plazo.

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

a. Estimación del Beta Patrimonial:

Utilizando los datos obtenidos de la bolsa de Oslo desde junio 2016 hasta junio 2019, se registraron los precios del índice de mercado de la bolsa de Oslo llamado OSEBX⁶ y los

⁶ OSEBX: Es un índice de mercado que compara las acciones más transadas en la bolsa de OSLO. La serie está ajustada por pago de dividendos.

precios de la empresa MOWI⁷. Con estos datos se realizaron una serie de regresiones lineales simples, en los cuales se relacionaron el histórico de 103 datos, entre el índice de mercado y los precios para cada uno de los 3 años partiendo desde el 2017. A continuación, se presentan los resultados de los coeficientes (betas) de las regresiones, su nivel de significancia y su presencia bursátil, que en el caso de MOWI fue del 100% (Ver Tabla 11).

Tabla 11. Estimación de estructura de capital de MOWI

	2017	2018	2019
Beta de la Acción	0.472	0.666	0.450
p-value (significancia)	0.001	0.001	0.004
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%

Como se observa en los resultados, las regresiones son significativas al 1%, dando un rango de betas de la acción que va de 0.44 a 0.66, todas menores a 1, lo que indica que la empresa en todos los periodos presenta menores niveles de riesgo con respecto al mercado noruego.

Por lo tanto, como parte del cálculo del costo de capital de MOWI, se estará utilizando el beta con deuda ($\beta_p^{C/D}$) de 0.45 para Junio 2019.

b. Estimación del Beta de Deuda:

Para el costo de la deuda, se procedió a buscar los datos de las tasas de los bonos para el único BONO que tiene MOWI cotizado. Para esto se utilizó la herramienta de Bloomberg para obtener un histórico de las tasas Yield to Matiruty (YTM) en base al último precio del bono dado en el día 29 de junio del 2019 con ticker NO0010824006, para el nemotécnico MOWI02. En la Figura 8, se presenta un extracto de los YTM:

⁷ https://www.oslobors.no/ob_eng/markedsaktivitet/#/details/MOWI.OSE/overview

AS890550 Corp		9) Export		9) Settings		Page 3/6		Historical Price Table		
MOWINO	Float	06/12/23				High	1.950	on	01/08/19	
Range		11/21/2018	-	11/20/2019	Period	Daily	Low	1.314	on	11/13/19
Market	Mid YTM				Currency	EUR	Average	1.593		
View	Price Table				Source	BGN	Net Chg	-0.323		-18.39%
Date	Mid YTM	Volume	Date	Mid YTM	Volume	Date	Mid YTM	Volume		
Fr 07/19/19	1.514		Fr 06/28/19	1.600		Fr 06/07/19	1.633			
Th 07/18/19	1.510		Th 06/27/19	1.607		Th 06/06/19	1.630			
We 07/17/19	1.515		We 06/26/19	1.608		We 06/05/19	1.647			
Tu 07/16/19	1.516		Tu 06/25/19	1.608		Tu 06/04/19	1.645			
Mo 07/15/19			Mo 06/24/19	1.602		Mo 06/03/19	1.663			
Fr 07/12/19	1.503		Fr 06/21/19	1.618		Fr 05/31/19	1.643			
Th 07/11/19	1.503		Th 06/20/19	1.603		Th 05/30/19				
We 07/10/19	1.558		We 06/19/19	1.603		We 05/29/19	1.644			
Tu 07/09/19	1.553		Tu 06/18/19	1.619		Tu 05/28/19	1.647			
Mo 07/08/19	1.554		Mo 06/17/19	1.619		Mo 05/27/19	1.645			
Fr 07/05/19	1.560		Fr 06/14/19	1.619		Fr 05/24/19	1.650			
Th 07/04/19	1.560		Th 06/13/19	1.619		Th 05/23/19	1.651			
We 07/03/19	1.561		We 06/12/19	1.619		We 05/22/19	1.652			
Tu 07/02/19	1.587		Tu 06/11/19	1.634		Tu 05/21/19	1.652			
Mo 07/01/19	1.579		Mo 06/10/19			Mo 05/20/19	1.652			

Figura 8. YTM para el ticker NO0010824006 Extraído de terminal de Bloomberg.

En base a esto, se procedió a hacer el cálculo del Kb de la deuda en base a la información obtenida mediante el Valor de Mercado del Bono el cual es de 1.600%.

Para el beta de la deuda de la empresa, se procedió a utilizar la fórmula por Hamada (1969) y CAPM:

$$Kb = Rf + [E(R_M) - Rf] * \beta_d \quad (\text{Ec.3})$$

Para el cálculo se utilizó:

- El *Risk Free*⁸ al 30 de junio 2019 era de 1.26%.
- El premio por Riesgo de Mercado dado obtenido de Damodarán⁹ fue de 5.67% para Noruega.

Utilizando el Kb de la empresa, obtenido de Bloomberg, el cual es 1.6% se procede a realizar el cálculo del Beta de la deuda:

$$\beta_d = \frac{(Kb - Rf)}{PRM} = \frac{(1.600\% - 1.26\%)}{5.67\%} = 0.06$$

⁸ <https://www.investing.com/rates-bonds/norway-5-year-bond-yield-historical-data>

⁹ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

c. Estimación del Costo de Capital.

i. Estimación del Beta con deuda en base a la estructura objetivo:

Para la estimación del costo de capital, se procede a utilizar la fórmula de Rubinstein 1973 para cuando la deuda es riesgosa, de tal manera que se pueda desapalancar el beta con deuda en base a la estructura de capital promedio y su tasa de impuesto corporativo promedio el cual se muestra a continuación en la Tabla 12:

Tabla 12. Estructura de capital objetivo y promedio de Marine Harvest (MOWI).

ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	2015	2016	2017	2018	2019 (YTD Q2)	PROMEDIO 2017-2018	OBJETIVO
Razon de Endeudamiento	15.97%	11.42%	11.54%	10.78%	9.72%	11.16%	11.89%
Razon de Patrimonio	84.03%	88.58%	88.46%	89.22%	90.28%	88.84%	88.11%
Razon Deuda Patrimonio (B/P)	19.01%	12.89%	13.05%	12.08%	10.77%	12.56%	13.49%
Tasa Impuesto	36.60%	28.90%	11.5%	22.5%	22.4%	27.60%	27.60%

En base a la estructura promedio del periodo que contempla el cálculo del beta de la acción (2 años), es que se procede a calcular el beta sin deuda:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} * \left[1 + (1 - Tc) * \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d * (1 - Tc) * \left(\frac{B}{P} \right) \quad (\text{Ec.4})$$

$$\beta_p^{S/D} = \frac{\beta_p^{C/D} + \beta_d * (1 - Tc) * \left(\frac{B}{P} \right)}{\left[1 + (1 - Tc) * \left(\frac{B}{P} \right) \right]}$$

$$\beta_p^{S/D} = \frac{0.45 + 0.06 * (1 - 27.6\%) * (12.56\%)}{\left[1 + (1 - 27.6\%) * (12.56\%) \right]} = 0.42$$

Como paso siguiente, se procede a nuevamente apalancar el beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$) con la estructura del capital objetivo:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - tc) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - tc) \left(\frac{B}{P} \right) \quad (\text{Ec.5})$$

Tabla 13. Estructura objetivo:

Ratio	Objetivo
B/P	13.49%
P/V	88.11%
B/V	11.89%
tc	27.60%

$$\beta_{p,objetivo}^{C/D} = 0.42[1 + (1 - 27.60\%)(13.49\%)] - (0.06)(1 - 27.60\%)(13.49\%)$$

$$\beta_p^{C/D} = 0.46$$

Todo esto tomando en cuenta que la estructura de financiamiento de la empresa es estable en el tiempo, por lo observado en los últimos 3 años, rondando entre los 13% y 14%.

ii. Cálculo del costo patrimonial:

A continuación, se procede a calcular el costo patrimonial por CAPM utilizando la beta patrimonial con deuda la cual incluye la estructura de capital objetivo de la empresa:

$$k_p = r_f + [E(R_m) - r_f]\beta_{p,objetivo}^{C/D} \quad (\text{Ec.6})$$

Donde, $[E(R_m) - r_f] = PRM_{Noruega}$; $PRM_{Noruega} = 5.67\%$

Por otra parte, la tasa libre de riesgo para Noruega se estimó como la tasa de un bono de gobierno a 5 años $RF = 1.26\%$

Entonces tenemos:

$$k_p = 1.26\% + 5.67\% * 0.46$$

$$k_p = 3.8\%$$

iii. Cálculo del costo de capital usando la WACC (*weighted average cost of capital*).

Luego de obtener la siguiente información, procedemos a calcular el costo de capital ponderado de la empresa MOWI ASA, la cual servirá como tasa de descuento a la hora de proyectar los flujos de caja de la empresa, y proceder a calcular el valor de la misma:

El costo de capital, en base a la estructura objetivo de la empresa, costo patrimonial y costo de la deuda se calcula como:

$$k_0 = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{V} \right) \quad (\text{Ec.7})$$

Donde:

$$k_0 = WACC$$

$$k_p = \text{Costo Patrimonial}$$

$$k_b = \text{Costo de la deuda}$$

$$t_c = \text{Tasa de impuesto corporativa}$$

$$\frac{P}{V} = \text{Razón de Patrimonio}$$

$$\frac{B}{V} = \text{Razón de deuda}$$

Por lo tanto:

$$k_0 = 3.8\%(88.11\%) + 1.60\%(1 - 27.60\%)(11.89\%)$$

$$k_0 = 3.54\%$$

6 VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS.

Con el objetivo de utilizar la metodología de múltiplos, se procederá a buscar una empresa con tasas de crecimiento parecidas, riesgo y flujos de caja muy similares.

La posición, según el estudio realizado por la página SalmonBusiness.com¹⁰ en el 2016 coloca a MOWI como la principal, una vez que adquiere a la empresa Hydro Seafood en el 2000 y la cual es reforzada por la compra de 2 empresas adicionales como lo son Fjord Seafood, Stolt Sea Farm y Pan Fish en el 2006.

La segunda empresa con mayor tamaño en ésta misma industria está ubicada en el mismo país nórdico, llamada Leroy Seafood Group, la cual será la empresa que utilizaremos en este caso como empresa comparable para estimar el precio de la acción. Esta empresa posee operaciones homólogas con MOWI y operan en la misma región (75% de sus operaciones están en noruega).

Se observa que en la mayoría de las que siguen en volumen y participación de mercado, están muy por debajo de MOWI o, en el caso de CERMAQ, son subsidiarias de Mitsubishi Corporation (MC) teniendo una participación de mercado en la industria del salmón de un 6.4%¹¹ lo cual generaría un poco de distorsión a la hora de comparar una subsidiaria de una empresa en volumen mucho más grande en cuanto a su estructura de capital y financiamiento. De ésta manera, con el fin de buscar otra empresa comparable en el mercado se seleccionó otra empresa llamada SalMar ASA.

La empresa SalMar opera de igual manera en la misma región principalmente Noruega y Escocia, posee volúmenes de cosecha cercanos a los de Leroy, y también tienen integración vertical.

En lo referente a Leroy Seafood Group y SalMar ASA se estarán calculando los múltiplos relevantes a partir de los estados financieros para el 2018 y 2019.

Es importante resaltar que, al no tener emisión de bonos vigentes ninguna de las 2 empresas, el valor de mercado de la deuda para las dos será igual al valor en libros.

A continuación, presentamos los respectivos múltiplos y cálculos.

¹⁰ <https://salmonbusiness.com/these-are-the-worlds-20-largest-salmon-producers/>

¹¹ <https://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/74578299-f58d-415f-89a8-e2a77dfd9866/Annual+Report+2017.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mmPpo9v>

6.1 Valores para la Industria y empresa:

En este caso, se tomó en cuenta los valores para las 2 empresas de referencia, tomando en cuenta que son las únicas que podrían ser comparables por su tamaño, participación de mercado y líneas de negocio, con el fin de obtener un precio por acción:

Tabla 14. Valores para Leroy Seafood al 30 de junio 2019

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2019	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	27.59	12.05	19.82
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	18.58	15.29	16.93
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	24.60	10.26	17.43
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1.97	2.02	2.00
	VALUE TO BOOK RATIO	1.76	1.78	1.77
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	3.33	3.26	3.29
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3.60	3.46	3.53

Tabla 15. Valores para SalMar ASA al 30 de junio 2019

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2019	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	25.81	24.57	25.19
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	21.33	21.13	21.23
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	25.22	24.37	24.79
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	5.22	5.30	5.26
	VALUE TO BOOK RATIO	3.91	4.21	4.06
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	6.72	6.66	6.69
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	7.24	7.06	7.15

Luego de tener los 2 valores de las empresas comparables, se procede a calcular el promedio de las 2 empresas, para cada uno de los cuartos.

De esta manera se obtienen los siguientes resultados para los múltiplos de la Industria:

Tabla 16. Valores consolidados de empresas comparables al 30 de junio 2019

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	Prom. 2019	Prom. 2018	Promedio Industria
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	26.70	18.31	22.51
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	19.95	18.21	19.08
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	24.91	17.31	21.11
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3.60	3.66	3.63
	VALUE TO BOOK RATIO	2.84	2.99	2.91
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	5.02	4.96	4.99
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	5.42	5.26	5.34

A continuación, se procede a relacionar éstos ratios con los valores para la empresa MOWI al 30 de junio del 2019 (Ver Tabla 17).

Tabla 17. Valores para MOWI ASA al 30 de junio 2019

ITEM CONTABLE	2019 (a junio) EUR MM
UTILIDAD POR ACCIÓN	0.65
EBITDA	481.2
EBIT	443
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	2956.1
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	4,786.20
VENTAS POR ACCIÓN	3.88
VENTAS	2000

6.2 Cálculo del precio de la acción en base a los múltiplos de la empresa:

En base a la información anterior, se procede a hacer un cálculo basado en la metodología de múltiplos para poder obtener un valor aproximado del precio de la acción de la empresa:

Tabla 18. Precio de la acción de MOWI en base a la metodología de valoración por múltiplos.

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	€ -	-	€ 14.58
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	€ 9,182.22	€ 9,065.22	€ 17.57
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	€ 9,352.22	€ 9,235.22	€ 17.90
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	-	€ 10,720.21	€ 20.77
VALUE TO BOOK RATIO	€ 13,946.63	€ 13,742.13	€ 26.63
PRICE TO SALES RATIO (PS)	-	-	€ 19.35
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	€ 10,683.22	€ 10,566.22	€ 20.48

El precio de la acción de la empresa, por múltiplos está arrojando un valor que va desde EUR 14.58 hasta EUR 26.63. El valor de mercado del patrimonio de MOWI a Jun 2019 era de EUR 10,471 MM mientras que los resultados arrojados por el cálculo están tanto por debajo como por encima de esta cifra. Esto se puede deber a que la empresa que estamos valorando (MOWI) tiene la mayor participación de mercado dentro de este sector, lo que ocasiona que el valor de los múltiplos esté muy cerca de su valor comparable con el mercado.

Las ratios más relacionadas con las ganancias reales de la empresa y su utilidad (Price to Earning, Enterprise value to EBIT) arroja un precio un poco más parecido al precio obtenido por la metodología de flujo de caja descontado, tomando en cuenta que éste está más relacionado al precio real sobre la rentabilidad en libros de la empresa.

Adicionalmente, al incluir a SalMar como empresa comparable, entra en juego que es una empresa con una cantidad de acciones emitidas muy por debajo de la siguiente empresa comparable (Leroy Seafood) por lo que el precio de la acción es mucho más grande, lo que hace que el promedio de la industria se vea sobre valorado.

Adicionalmente, el precio arrojado a partir de los datos de la industria, a partir del indicador de Value to Book Ratio nos muestra que existe una expectativa de los inversionistas por el crecimiento sostenido de la industria en general, con una perspectiva mucho más a largo plazo. Todo esto tomando en cuenta que MOWI es una empresa con una estructura de capital mucho más enfocada en los accionistas que en sus acreedores financiero, lo que le da un mayor margen a partir de una menor presión del costo financiero.

CONCLUSIONES.

Los resultados que nos da el precio por acción, utilizando la metodología de múltiplos, nos dicen que éste se encuentra en un rango que está alrededor del precio real de la acción, sin embargo, este acercamiento al precio real depende en gran medida de la ratio utilizado.

Se pudo observar que, efectivamente, cuando se utilizan los múltiplos de valor en libros, este nos arroja un rango mucho más cercano al precio real que va desde los EUR 20.77 a los EUR 26.63, cuyos resultados muestran un valor muy parecido al precio real de MOWI a junio 2019 el cual es de EUR 20.29.

Revisando todos los resultados arrojados por los múltiplos, llegamos a la conclusión de que, este tipo de empresas se encuentran sobre valorada por el mercado, dando un mayor valor a sus accionistas actuales y teniendo una perspectiva positiva en la compra y venta de sus acciones. Todo esto tomando en cuenta que, el precio está muy por encima de su beneficio real por acción, reflejados a través de sus múltiplos de ganancias, los cuales arrojan rangos de valoración por debajo de su precio actual.

Es importante tomar en cuenta que este tipo de valoración debe ser utilizada como complemento a otras metodologías, sin embargo, ésta nos permite tener una visión eficiente y oportuna sobre el estado de la compañía actual.

7 BIBLIOGRAFÍA.

DAMODARAN, A. 2002. Investment Valuation, Tools and Techniques, 2da edicion. Ed. CRC.

MAQUIEIRA, C. 2008. Finanzas Corportativas, Teoria y Practica. Ed. Andres Bello.

MOWI. 2018. MOWI 2018 Annual Report. En: <http://hugin.info/209/R/2239765/882920.pdf>

MOWI. 2019. Salmon Farming Industry Handbook 2019. En:

<https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2019/06/Salmon-Industry-Handbook-2019.pdf>

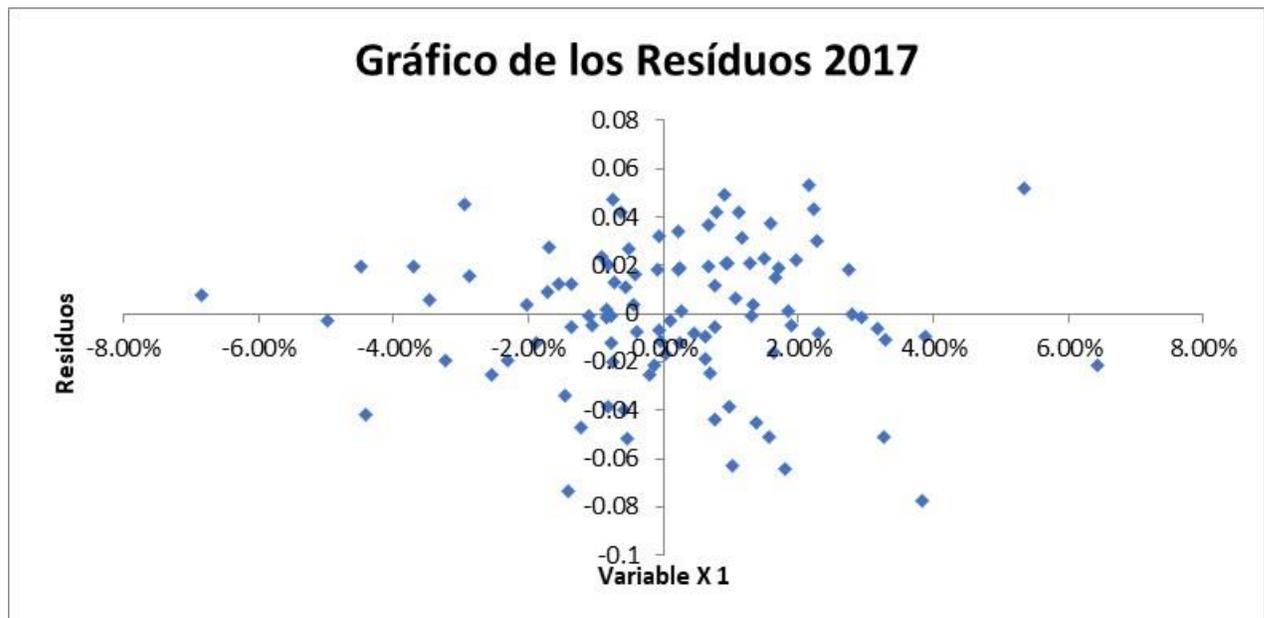
ROSS, et al. 2010. Finanzas Corporativas, 10ª edición. Ed. McGraw-Hill.

ANEXO 1: Filiales de la Empresa

#	NOMBRE	REGION	COUNTRY	OWNERSHIP %
1	Mowi AS	NORWAY	Norway	100.00%
2	Mowi Feed AS	NORWAY	Norway	100.00%
3	Mowi Genetics AS	NORWAY	Norway	100.00%
4	Marine Harvest Holding AS	NORWAY	Norway	100.00%
5	Marine Harvest Minority Holding AS	NORWAY	Norway	100.00%
6	Mowi Norway AS	NORWAY	Norway	100.00%
7	Mowi Markets Norway AS	NORWAY	Norway	100.00%
8	Mowi Norway FOU AS	NORWAY	Norway	100.00%
9	Morpol ASA	NORWAY	Norway	100.00%
10	Waynor Trading AS	NORWAY	Norway	100.00%
11	Center for Aquaculture Competence AS	NORWAY	Norway	33.30%
12	Mowi North America Inc.	AMERICAS	Canada	100.00%
13	Mowi Canada West Inc.	AMERICAS	Canada	100.00%
14	Marine Harvest Atlantic Canada Inc.	AMERICAS	Canada	100.00%
15	Englewood Packing Company Ltd.	AMERICAS	Canada	100.00%
16	IB Aquaculture Ltd	AMERICAS	Canada	100.00%
17	Northern Harvest Sea Farms Inc	AMERICAS	Canada	100.00%
18	Northern Harvest Sea Farms New foundland Inc	AMERICAS	Canada	100.00%
19	Dover Fish Hatchery Ltd	AMERICAS	Canada	100.00%
20	Northern Harvest Smolt Inc	AMERICAS	Canada	100.00%
21	Northern Harvest Services Inc	AMERICAS	Canada	100.00%
22	Mowi Chile S.A	AMERICAS	Chile	100.00%
23	Salmones Tecmar S.A	AMERICAS	Chile	100.00%
24	Processadora De Productos Marinos Delfish S.A	AMERICAS	Chile	100.00%
25	Salmoamerica Corp.	AMERICAS	Panama	100.00%
26	Mowi Ducktrap LLC	AMERICAS	USA	100.00%
27	Mowi USA Holding LLC	AMERICAS	USA	100.00%
28	Mowi USA LLC	AMERICAS	USA	100.00%
29	Mowi China Co. Ltd.	ASIA	China	100.00%
30	Marine Harvest Hong Kong Ltd	ASIA	Hong Kong	100.00%
31	Mowi Japan Inc	ASIA	Japan	100.00%
32	Mowi Food Service Inc	ASIA	Japan	100.00%
33	Mowi Korea Co. Ltd	ASIA	Korea	100.00%
34	Mowi Singapore Pte Ltd	ASIA	Singapore	100.00%
35	Morpol Holdings Singapore Pte Ltd	ASIA	Singapore	100.00%
36	Mowi Taiwan Co. Ltd	ASIA	Taiwan	100.00%
37	Amanda Foods Vietnam Ltd	ASIA	Vietnam	100.00%
38	Mowi Belgium NV	EUROPE	Belgium	100.00%
39	Mowi Czech s.r.o.	EUROPE	Czech Republic	100.00%
40	Mowi Faroe Islands P/F	EUROPE	Faroese	100.00%
41	Mowi France SAS	EUROPE	France	100.00%
42	Mowi Dunkerque SAS	EUROPE	France	100.00%
43	Mowi Boulogne SAS	EUROPE	France	100.00%
44	Marine Harvest Lorient SAS	EUROPE	France	100.00%
45	Marine Harvest Kritsen SAS	EUROPE	France	100.00%
46	Mowi Rennes SAS	EUROPE	France	100.00%
47	Mowi Cuisery SAS	EUROPE	France	100.00%
48	Mowi Germany GmbH	EUROPE	Germany	100.00%
49	Mowi Harsum GmbH	EUROPE	Germany	100.00%
50	Belisco Ehf	EUROPE	Iceland	100.00%
51	Comhlucht Iascaireachta Fanad Teoranta	EUROPE	Ireland	100.00%
52	Bradán (Maoil Rua) Teoranta	EUROPE	Ireland	100.00%
53	Bradán Fanad Teoranta	EUROPE	Ireland	100.00%
54	Fanad Pettigo Teoranta	EUROPE	Ireland	100.00%
55	Feirm Farráige Oileán Chliara Teoranta	EUROPE	Ireland	92.03%
56	Silverking Seafoods Ltd	EUROPE	Ireland	100.00%
57	Mowi Italia S.R.L.	EUROPE	Italy	100.00%
58	Marine Harvest NV	EUROPE	Netherlands	100.00%
59	Marine Harvest International BV	EUROPE	Netherlands	100.00%
60	Marine Harvest Holland BV	EUROPE	Netherlands	100.00%
61	Mowi Netherlands BV	EUROPE	Netherlands	100.00%
62	Mowi Lemmer BV	EUROPE	Netherlands	100.00%
63	Mowi Poland Sales S.A	EUROPE	Poland	100.00%
64	Mowi Poland S.A	EUROPE	Poland	100.00%
65	Mowi Leborg Sp. z.o.o.	EUROPE	Poland	100.00%
66	Morpol Services Sp z.o.o.	EUROPE	Poland	100.00%
67	Mowi Strzelino Sp. z.o.o.	EUROPE	Poland	100.00%
68	Mowi Technology Sp. z.o.o.	EUROPE	Poland	100.00%
69	Mowi Turkey Industry A.Ş.	EUROPE	Turkey	100.00%
70	Mowi Scotland Ltd	EUROPE	UK	100.00%
71	Meridian Salmon Group Ltd	EUROPE	UK	100.00%
72	Meridian Salmon Processing Ltd	EUROPE	UK	100.00%
73	Meridian Salmon Farms (Argyll) Ltd	EUROPE	UK	100.00%
74	Lakeland Smolt Ltd	EUROPE	UK	100.00%
75	Mowi Consumer Products UK Ltd	EUROPE	UK	100.00%
76	Dorseth Cleanerfish Ltd	EUROPE	UK	51.00%
77	Anglesey Aquaculture Ltd.	EUROPE	UK	100.00%
78	Mowi Iberia SLU	EUROPE	Spain	100.00%
79	Mowi Sweden AB	EUROPE	Sweden	100.00%

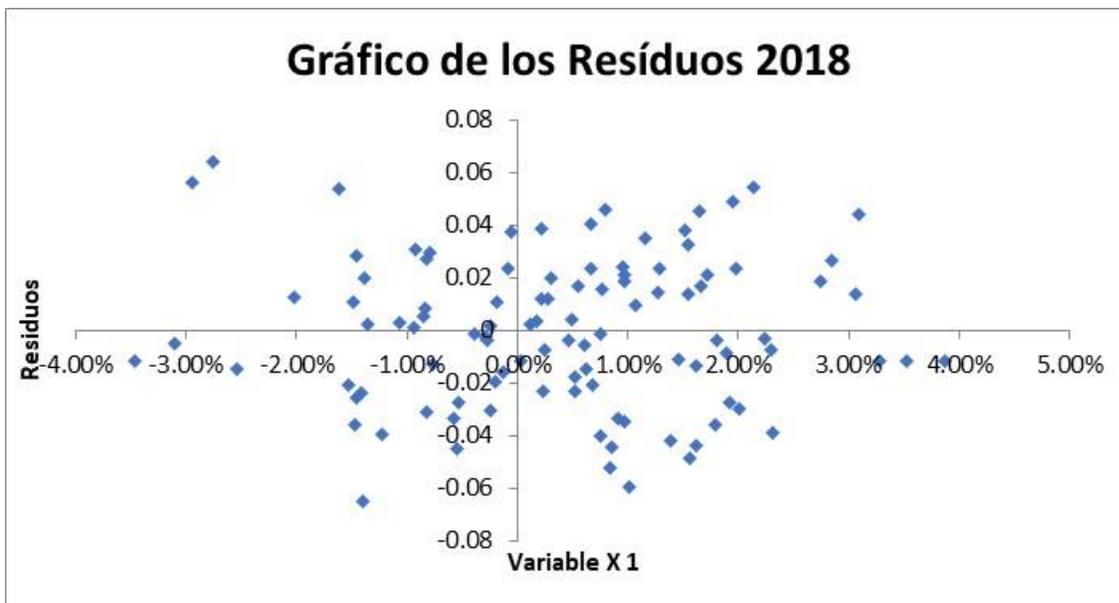
ANEXO 2: BETA DE LA ACCIÓN MEDIANTE REGRESIÓN LINEAL SIMPLE PARA EL AÑO 2017

Resumen					
<i>Estadísticas de la regresión</i>					
Coeficiente de correlación múltiple	0.324263741				
Coeficiente de determinación R ²	0.105146974				
R ² ajustado	0.096015821				
Error típico	0.029004467				
Observaciones	100				
ANÁLISIS DE VARIANZA					
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0.00968726	0.00968726	11.51519091	0.000997341
Residuos	98	0.082443395	0.000841259		
Total	99	0.092130655			
	Coeficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%
Intercepción	0.005476777	0.002905957	1.88467262	0.062437262	-0.000289999
Variable X 1	0.471479632	0.138940022	3.393404031	0.0997%	0.195757679



ANEXO 3: BETA DE LA ACCIÓN MEDIANTE REGRESIÓN LINEAL SIMPLE PARA EL AÑO 2018

Resumen					
<i>Estadísticas de la regresión</i>					
Coefficiente de correlación múltiple	0.329559691				
Coefficiente de determinación R ²	0.10860959				
R ² ajustado	0.099783942				
Error típico	0.0286969				
Observaciones	103				
ANÁLISIS DE VARIANZA					
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0.010134249	0.010134249	12.30613261	0.000675507
Residuos	101	0.083174719	0.000823512		
Total	102	0.093308967			
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%
Intercepción	0.000178468	0.002925657	0.061000831	0.951479094	-0.005625249
Variable X 1	0.666319445	0.1899423	3.508009779	0.068%	0.289525016



ANEXO 4: BETA DE LA ACCIÓN MEDIANTE REGRESIÓN LINEAL SIMPLE PARA EL AÑO 2019

Resumen					
<i>Estadísticas de la regresión</i>					
Coefficiente de correlación múltiple	0.280520041				
Coefficiente de determinación R ²	0.078691493				
R ² ajustado	0.069478408				
Error típico	0.027067811				
Observaciones	102				
ANÁLISIS DE VARIANZA					
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0.006257905	0.006257905	8.541274995	0.004293229
Residuos	100	0.07326664	0.000732666		
Total	101	0.079524545			
	Coeficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%
Intercepción	0.003580082	0.002702288	1.324833785	0.188245756	-0.00178118
Variable X 1	0.449810388	0.153910457	2.922545978	0.43%	0.144456424

