



**VALORACIÓN DE LA EMPRESA MARINE HARVEST ASA (MOWI)
MEDIANTE METODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO**

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

Alumno:

Lionel Pinuer

Profesor: Mauricio Jara

Panamá, junio 2020

I. DEDICATORIA

Dedico esto a mi madre quien me respaldo siempre para tomar una ruta alternativa y no estándar en la vida, enseñándome que los caminos difíciles también ayudan a sacar lo mejor de uno mismo.

II. AGRADECIMIENTOS

Quisiera agradecer a todas las personas que conocí en el transcurso de este magister quienes hicieron más que llevadero este recorrido. A mis compañeros, quienes me ayudaron a aprender y de quienes guardo gratos recuerdos.

Un agradecimiento muy especial a la Facultad de Economía y Negocios por el gran trabajo que llevan en su labor formativa, por su esfuerzo en integrarnos y hacernos sentir parte de ellos.

También, quisiera agradecer al profesor Mauricio Jara por su paciencia y ayuda para entregar este proyecto, y a todos los profesores de los cuales destaco su calidad humana, y valoro los importantes conocimientos que me entregaron.

Quisiera agradecer también a mi compañero y amigo Erick Valdes de quien recibí siempre el mejor apoyo e impulso para terminar este proyecto.

Agradezco a mi familia, madre y hermanos quienes siempre estuvieron allí aun a la distancia.

También, agradecer a Wanda Arauz por todo el importante respaldo psicológico y soporte en cada situación.

III. Tabla de Contenido

I.	DEDICATORIA	2
II.	AGRADECIMIENTOS	3
IV.	ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y TABLAS	6
V.	RESUMEN EJECUTIVO.	8
1.	METODOLOGIA	9
1.1	método de valoración por Flujo de Caja Descontado.	9
1.2	método de valoración por múltiplos.	11
2.	DESCRIPCION DE LA EMPRESA Y DE LA INDUSTRIA.	12
2.1	Introducción:	12
2.1.1	Proveedores:	15
2.1.2	Sustitutos:	15
2.1.3	Clientes:	16
2.1.4	Nuevos entrantes:	16
2.1.5	Competencia en el mercado:	16
2.2	Estructura de costos en la producción de salmón:	17
2.3	Descripción general de la empresa y líneas de negocio:	18
2.3.1	Alimentación (Feed):	19
2.3.2	Cosecha (<i>Farming</i>):	19
2.3.3	Ventas y Marketing:	19
2.4	Política de inversión y política competitiva de MOWI:	21
2.5	Reguladores:	21
2.6	Empresas Comparables con MOWI:	21
3.	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO Y LA INDUSTRIA	23
3.1	Análisis de crecimiento de la Industria:	23
3.2	Análisis de crecimiento de Marine Harvest (MOW):	25
3.3	Análisis de los costos operacionales:	28
3.4	Análisis de los costos no operacionales:	31
3.5	Análisis de los Activos	32
4	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.	33
4.1	Supuestos para la proyección de los Ingresos de Operación:	33
4.2	Supuestos para la proyección de los Costos de Operación:	34

4.3	Proyección de las Ganancia o Pérdidas antes de interés e impuesto (EBIT):	36
4.4	Proyección de los costos financieros: -----	36
4.5	Proyección de la tasa de impuesto: -----	37
4.6	Proyección de las ganancias o pérdidas después de impuesto.-----	38
5	PROYECCIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE-----	39
5.1	Supuestos para la proyección del Flujo de caja Libre: -----	39
5.1.1	Depreciación y amortización de activos fijos e intangibles:-----	39
5.1.2	Inversión de Reposición:-----	39
5.1.3	Inversión en nuevos activos:-----	40
5.1.4	Inversión en Capital de trabajo:-----	40
5.2	Activos Prescindibles: -----	42
5.3	Deuda Financiera:-----	42
5.4	Proyección del Flujo de caja libre y del valor terminal: -----	42
6	VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y SU PRECIO POR ACCIÓN.-----	45
7	CONCLUSIONES. -----	47
8	BIBLIOGRAFÍA. -----	48
	ANEXO 1: Filiales de la Empresa-----	49

IV. 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).	13
Figura 2. Evolución de la obtención de salmón salvaje (Wild) y salmón cultivado (Farmed). (Fuente: MOWI Salmon Industry Handbook 2019).	14
Figura 3. 5 fuerzas de Porter.	15
Figura 4. evolución de estructura de costos en la industria del salmón. (Fuente: MOWI Salmon Industry Handbook 2019).	18
Figura 5. Cadena de valor integrada de MOWI. (Fuente: Elaboración propia, basada en MOWI Annual Report 2018).	18
Figura 6. Áreas de negocio de MOWI. (Fuente: MOWI Anual Report 2018).	19
Figura 7. Volúmenes de cosecha por empresas top Salmonicultura, en Toneladas Métricas. Fuente: (These are the world's 20 largest salmon producers).....	22
Figura 9. Distribución de las ventas por Sector Geográfico.	25
Figura 10. Porcentaje del EBIT por línea de Negocio. Elaboración propia.....	26
Figura 11. Porcentaje del EBIT por Región. Elaboración propia	27
Figura 12. Costos Históricos de la línea de negocios "Farming".	29

TABLAS:

Tabla 1. Cuotas de mercado para diferentes grupos de especies de pescados al 2017... ..	14
Tabla 2. EBIT Operacional por cada línea de negocio de MOWI.....	20
Tabla 3. Volumen de ventas de Mowi en toneladas de pescado eviscerado equivalente. ..	20
Tabla 4. Oferta de salmón total por País.	23
Tabla 5. Distribución de mercado de MOWI.	24
Tabla 6. Distribución de mercado de MOWI.	25
Tabla 7. Crecimiento de las ventas de MOWI 2015 a 2018	27
Tabla 8. Elaboración propia (Millones de EUR). Evolución de los márgenes bruto y neto histórico de MOWI.	28
Tabla 9. Otros gastos operativos. Nota 28 estados Financieros MOWI.....	30
Tabla 10. Participación de la empresa MOWI en compañías asociadas.	31
Tabla 11. Clasificación de los activos operacionales y no operacionales.....	32
Tabla 12.. Proyección de los ingresos de operación en base al crecimiento estimado.....	34
Tabla 13. Estimación de los costos operacionales y no operacionales.....	36
Tabla 14. Histórico y proyección del EBIT.	36
Tabla 15. Histórico y proyección de los costos financieros.	37
Tabla 16. Histórico y proyección de los impuestos a las ganancias.	38
Tabla 17. Proyección de estado de resultado para el año 2019 – 2023.	38
Tabla 18. Cálculo de la inversión en reposición proyectada.	39
Tabla 19. Inversión en nuevos activos histórico y proyectado 2019 – 2023.....	40
Tabla 20. Estimación del capital de trabajo neto operativo en relación con las ventas	40

Tabla 21. Cálculo de CTON promedio en base a los movimientos históricos de las ventas.	41
Tabla 22. Proyección de CTON y requerimientos futuros de capital de trabajo.	41
Tabla 23. Superávit de CTON	41
Tabla 24. Activos Prescindibles de MOWI.	42
Tabla 25. Estructura de deuda financiera de MOWI.....	42
Tabla 26. Flujo de Caja ajustado a la norma contable IFRS	43
Tabla 27. Flujo de Caja Libre y Valor Terminal	44
Tabla 28. Valor Presente del Flujo de caja de MOWI.	44
Tabla 29. Cálculo del precio de la acción de la empresa MOWI.	45

V. 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 la aplicación de los métodos de Flujos de Caja Descontados y por 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, 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. Se incluye el análisis de la estructura de capital de MOWI así como se procede a desarrollar un análisis y proyección de los estados financieros futuros de MOWI en base al crecimiento de ventas que se estima en 1.5% interanual por la misma compañía.

Dentro de la valoración por flujos descontados se realiza la estimación del costo de capital por el medio del cálculo de costo de capital promedio ponderado (WACC), y el cálculo de la beta patrimonial de la empresa basado en los valores transaccionales de las acciones de MOWI en la Bolsa de valores de Oslo en relación con el índice de la misma bolsa OSEBX.

El resultado de la valoración arrojó un valor de acción de MOWI de 8,39 EUR/acción contrastando fuertemente con un valor mercado de 20.29 EUR/acción a la fecha de la evaluación.

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 Flujo de Caja Descontado.

El valor de una empresa puede determinarse a partir de la expectativa de los flujos de caja futuros y adicionalmente del valor terminal de la misma, descontados a una tasa de costo de capital (k_0), o costo de capital promedio ponderado (WACC).

Esta metodología está dentro de las más científicas evaluando así las expectativas de crecimiento futuro del negocio.

De acuerdo con MAQUIEIRA (2008), Este método procede a valorar una serie de flujos de caja netos obtenidos sobre un horizonte de tiempo determinado, llamado comúnmente horizonte de evaluación. Se considera que estos flujos son equivalentes al de los activos. Por otro lado, incorpora flujos de caja futuros que van más allá del horizonte de valoración, considerando estos flujos como perpetuos (invariables en el tiempo), agregados estos dentro del valor terminal ($V(T)$), el cual también se lleva a valor presente, así como la sumatoria de los flujos futuros dentro del horizonte de evaluación (ver Ec.1), donde V es el valor de la empresa hoy o a la fecha de valoración. Es por esto que el Flujo de cada descontado, será altamente sensible a la tasa de descuento.

$$V = \frac{FLC_t}{(1 + k_0)^t} + \frac{V(T)}{(1 + k_0)^T} \quad (\text{Ec.1})$$

Por otra parte, el costo de capital (k_0), pondera ambos costos de la deuda (k_d), y costo patrimonial (k_p) equivalente a la rentabilidad exigida por los accionistas. Ambos costos están

ponderados en función de la proporción en que los activos de la empresa están financiados tanto por deuda, así como por patrimonio. Por tanto, el promedio ponderado de estos costos puede expresarse como indica la ecuación 2.

$$k_0 = k_p \frac{P}{V} + k_b \frac{B}{V} (1 - t_c) \quad (\text{Ec.2})$$

Esta tasa de costo capital (k_0), nos permite obtener una tasa de descuento relevante que a su vez nos da la tasa de descuento de los flujos de caja, reflejando tanto el costo de la deuda y del patrimonio invertido en la empresa evaluada. Los parámetros de valoración que se incluyen a través de esta metodología son principalmente proyecciones a largo plazo, los cuales intentan modelar los números de la empresa, factores específicos del negocio y del mercado en el que compiten, así como tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variación en los resultados de la compañía.

El modelo utilizado para poder establecer el costo de capital y la estructura de capital promedio y objetivo de la empresa está dado por el modelo de Modigliani y Miller (1963) la cual establece una relación positiva entre el valor de la empresa y el nivel de endeudamiento de esta, tomando en cuenta que existe un ahorro tributario asociado a los gastos financieros.

La determinación de las tasas de descuento es uno de los puntos más en ésta metodología ya que la misma se realiza teniendo en cuenta el riesgo, volatilidades que se dan de manera histórica tomando en cuenta los descuentos mínimos exigidos los cuales son marcados por las partes interesadas, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender dependiendo de determinada rentabilidad.

Por lo tanto, también es relevante la obtención de una estructura de capital la cual pondere estas tasas. La estructura de capital es de gran importancia para el cálculo de la tasa de descuento asociada a los activos (costo de capital) y las tasas de descuento de los accionistas (costo patrimonial).

Para poder valorar la empresa en su parte operativa, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, ya que, si no se cumple esta condición, no podría valorarse mediante esta metodología.

Adicionalmente, la aplicación del Flujo de caja descontado como metodología de valoración, incluye la determinación del valor completo de la empresa, la cual implica el poder incluir los activos prescindibles (no necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que pudiera tener la empresa al momento de la valoración.

Al final, el valor del patrimonio es calculado, restando al valor de la empresa completo, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

Además, de acuerdo con ROSS et al. (2010) cabe destacar que el costo de capital ponderado considera una estructura con costo de deuda después de impuestos $(1-t_c)$, por ende, considera el beneficio tributario.

1.2 método de valoración por múltiplos.

El método de valoración por múltiplos se desarrolla en base a la información financiera que las empresas poseen respecto de sus estados de balance y estados de resultados.

Esta metodología se considera un método de valoración relativo, debido a que las proyecciones de los valores de las partidas contables con las cuales se estiman los valores futuros del patrimonio se calculan en base a múltiplos y/o valores financieros de una o varias empresas similares a la empresa que es objeto de la evaluación.

Hoy en día existen distintos múltiplos o ratios para valorar a las empresas, los cuales están agrupados por: a) Múltiplos de ganancias, b) Múltiplos de valor libro, c) Múltiplos de Ventas y d) Múltiplos de variables específicas de la industria.

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:

- 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 qué 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.

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

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.

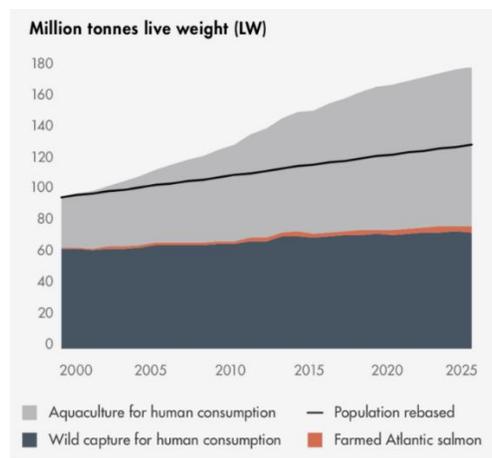


Figura 1. Comparación de producción de acuicultura y pesca de especies para consumo humano actuales y proyectadas hasta 2025. (Fuente: MOWI Annual Report 2018).

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).

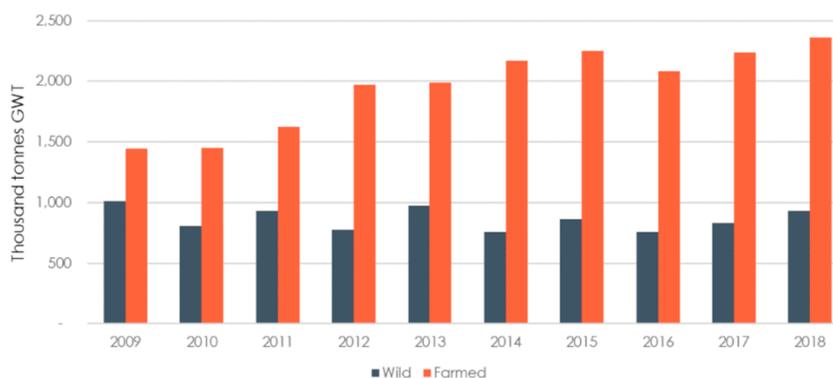


Figura 2. Evolución de la obtención de salmón salvaje (Wild) y salmón cultivado (Farmed). (Fuente: MOWI Salmon Industry Handbook 2019).

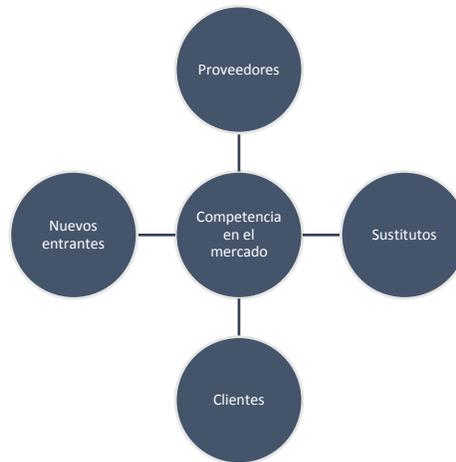


Figura 3. 5 fuerzas de Porter.

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 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.

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.



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 esta 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).

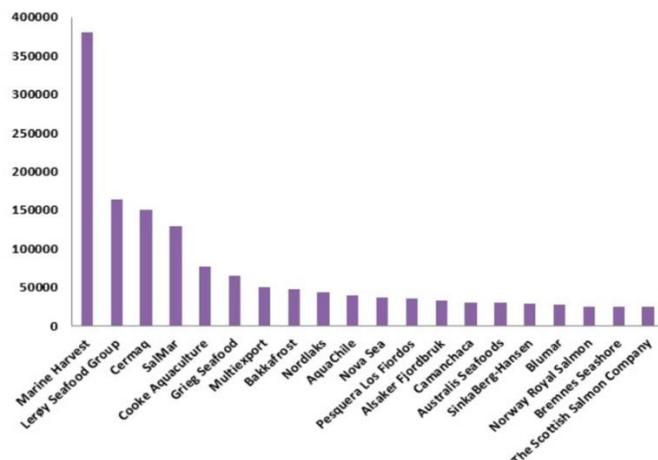


Figura 7. Volúmenes de cosecha por empresas top Salmonicultura, en Toneladas Métricas. Fuente: (These are the world's 20 largest salmon producers)³

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.

Por otra parte se seleccionó 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 Accessible en: <https://salmonbusiness.com/these-are-the-worlds-20-largest-salmon-producers/>

3. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO Y LA INDUSTRIA

3.1 Análisis de crecimiento de la Industria:

Según el reporte generado por la empresa MOWI para el segundo semestre del 2019, la demanda en el consumo de salmón global ha seguido incrementándose. De acuerdo con la Tabla 14, la oferta del producto ha subido un 8%, llegando a tener una cosecha global del salmón atlántico en 540,700 toneladas en el segundo cuarto.

Tabla 4. Oferta de salmón total por País.

Supply	Q2 2019	Change vs	12 month	Q1 2019
	GWT	Q2 2018	change	GWT
Norway	277 200	8.6%	3.1%	266 600
Scotland	38 300	20.1%	5.3%	37 400
Faroe Islands	16 500	4.4%	3.9%	19 600
Ireland	3 400	21.4%	9.0%	3 800
Total Europe	335 400	9.7%	3.5%	327 400
Chile	145 600	6.0%	9.7%	158 800
North America	37 200	-3.6%	-0.5%	31 200
Total Americas	182 800	3.9%	7.6%	190 000
Australia	12 200	-0.8%	-0.4%	13 000
Other	10 300	98.1%	43.3%	9 700
Total	540 700	8.3%	5.1%	540 100

Si vemos este crecimiento por región, podemos observar un incremento del 9% en Noruega ya que la oferta aumentó marginalmente por encima de lo esperado para este periodo. Adicionalmente, este crecimiento en la oferta más bajo que el resto de la región se debió a que aproximadamente 9 millones murieron durante el crecimiento.

Por su parte Chile, incrementó su volumen en un 6% comparado con el segundo cuarto del 2018. El incremento en el inventario de pequeños peces hace ver que el crecimiento seguirá constante durante los próximos años, los que podrían ser mermados producto al incremento en los niveles de piojos que se pegan a los peces y al incremento en la resistencia de los tratamientos médicos, lo que aumentaría la mortalidad de los peces.

En cuanto a Norte América, se observa de igual manera un incremento moderado.

Por la parte de la demanda (consumo), de acuerdo a lo indicado en la Tabla 15, ésta ha tenido un crecimiento global del 6% en el segundo cuarto del 2019, comparándolo con la misma fecha del 2018. De igual manera, el consumo en los diferentes lugares del mundo como Europa, Estados Unidos, Asia y Latinoamérica.

Tabla 5. Distribución de mercado de MOWI.

Market distribution	Q2 2019 GWT	Change vs Q2 2018	12 month change
EU	234 900	7.8%	3.6%
Russia	17 700	-11.5%	0.8%
Other Europe	21 200	11.0%	3.5%
Total Europe	273 800	6.5%	3.4%
US	114 700	3.3%	5.3%
Brazil	22 100	14.5%	9.2%
Other Americas	29 500	14.3%	14.6%
Total Americas	166 300	6.5%	7.5%
China/Hong Kong	26 300	0.0%	4.3%
Japan	12 300	1.7%	1.5%
South Korea/Taiwan	13 900	6.1%	8.2%
Other Asia	16 700	14.4%	-6.4%
Total Asia	69 200	4.7%	1.5%
All other markets	26 600	9.5%	9.2%
Total	535 900	6.4%	4.7%

De igual manera, las diferentes opiniones de mercado⁴ en cuanto a la industria de salmón prevén un crecimiento promedio en la demanda que irá del 6% al 7% por año. Algunos reportes, como el del **Research and Markets**⁵ colocan el crecimiento de la demanda en 3.9% al 2024.

⁴ *Food and Agriculture Organization of the United Nations:* <http://www.fao.org/in-action/globefish/market-reports/resource-detail/en/c/1176223/>

⁵ *Research and Markets -* <https://www.researchandmarkets.com/reports/4775789/salmon-market-global-industry-trends-share>: El siguiente reporte hace uso de la información de las grandes empresas de salmón: Mowi ASA, Cermaq, Leroy Seafood Group, y SalMar.

En cuanto a los precios del salmón, podemos observar que hay un pequeño incremento en el primer cuarto del 2019, sin embargo, se observa que en Europa y en Estados Unidos los precios han disminuido hasta en un 10% comparados con los precios en la misma fecha del año 2018 (Ver Tabla 6).

Tabla 6. Distribución de mercado de MOWI.

Reference prices	Q2 2019 Market	Change Q2 2018	Q2 2019 EUR	Change Q2 2018
Norway ¹⁾	EUR 6.43	-10.2%	EUR 6.43	-10.2%
Chile ²⁾	USD 5.34	-9.1%	EUR 4.75	-3.6%
Chile, GWE ³⁾	USD 6.36	-10.4%	EUR 5.66	-5.0%
North America West Coast ⁴⁾	USD 3.30	-13.2%	EUR 2.94	-8.0%
North America East Coast ⁴⁾	USD 3.58	-14.6%	EUR 3.19	-9.4%
North America, GWE, blended ⁵⁾	USD 6.95	-15.5%	EUR 6.19	-10.4%

Source: Kontali and Mowi

Notes to the reference price table:
¹⁾ NASDAQ average superior GWE/kg (gutted weight equivalent)
²⁾ Urner Barry average D trim 3-4 lbs FOB Miami
³⁾ Reference price converted back-to-plant equivalent in GWE/kg
⁴⁾ Urner Barry average GWE 10-12 lbs FOB Seattle
⁵⁾ Urner Barry average GWE 10-12 lbs FOB Boston/New York

De igual manera, un estudio realizado por el *Norwegian Bank Nordea* pone a los precios del salmón de manera estable para los próximos años.

3.2 Análisis de crecimiento de Marine Harvest (MOW):

Para el segundo cuarto del 2019 las ventas fueron distribuidas tal como se muestra la Figura 9:

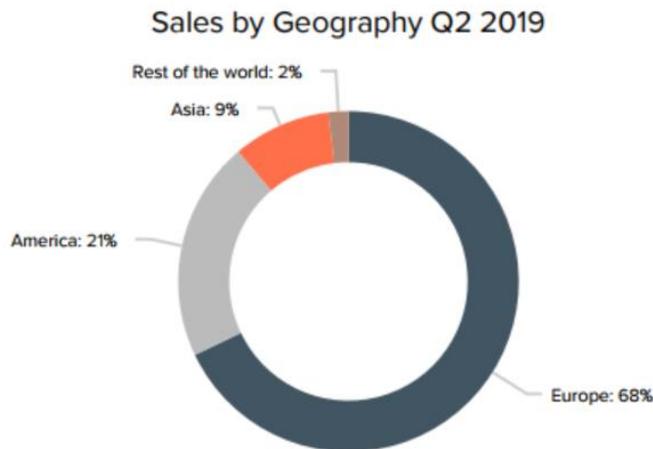


Figura 8. Distribución de las ventas por Sector Geográfico.

El crecimiento en ventas para el segundo cuarto del 2019, según el reporte de la empresa MOWI, ha sido el más alto en los últimos años por lo que se provee que el crecimiento que se viene dando mantenga los mismos niveles de crecimientos en el segundo semestre del 2019.

Es importante tomar en cuenta que, al tener la empresa una integración vertical, el porcentaje de las ventas que se produzca en la línea de negocios de Ventas y Marketing tiene una gran correlación con la línea de negocio de “Farming” que a su vez tiene un impacto en la línea de negocio de Alimentación. Esto quiere decir que las ventas dependen 100% de la dinámica que se tenga en Marketing y Ventas para poder colocar los productos que son fabricados en la línea de negocio de “Farming” la cual demandará a su vez mayor cantidad de alimento (línea de negocio de *Feed*). Al ser pocas empresas las que se dedican a esto en el mercado, en su mayoría las ventas son entre el mismo grupo MOWI.

Adicionalmente, se utilizó el consolidado de la empresa debido a que ésta muestra que históricamente, las líneas de negocio con mayor peso dentro de su EBIT están en el negocio de “*farming*” tal como se muestra en la Figura 10⁶:

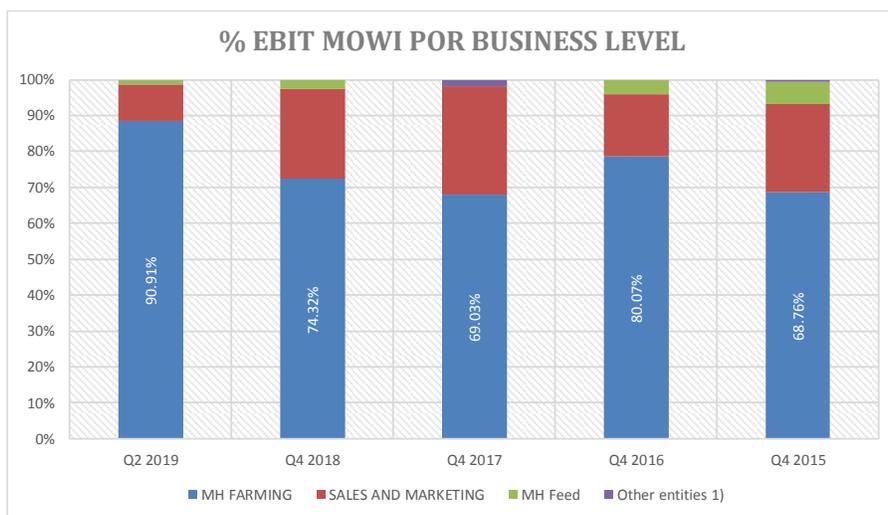


Figura 9. Porcentaje del EBIT por línea de Negocio. Elaboración propia

⁶ <https://mowi.com/investors/reports/>

En el caso de la región en donde éste tiene presencia, podemos observar que la mayor concentración del EBIT (80%) se encuentra en Europa, específicamente con una concentración en Noruega (64% en promedio de los últimos 4 años). (Ver Figura 11)

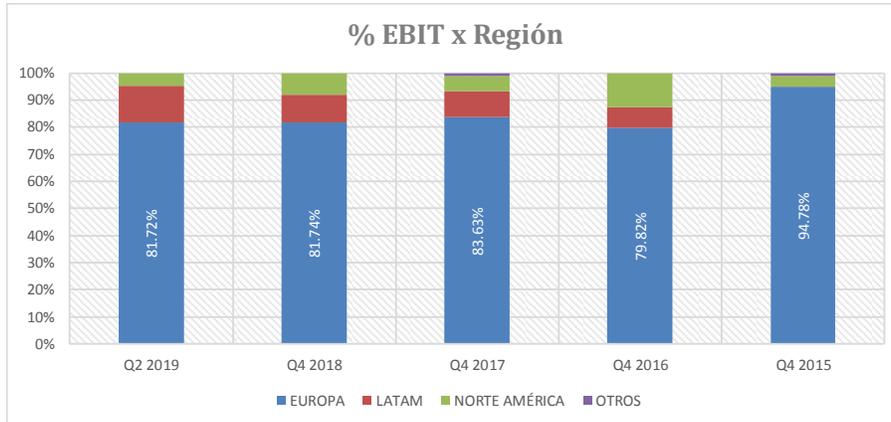


Figura 10. Porcentaje del EBIT por Región. Elaboración propia

Es por esto, que en base al análisis de concentración del EBIT por región y por la línea de negocio, además de la disponibilidad de información sobre el estado financiero por segmento detallado, se utilizarán las cifras consolidadas del grupo para su valoración.

De igual manera, la dinámica de crecimiento en los ingresos operativos de la empresa ha estado, en el orden del 6% interanual en los últimos 3 años. En los últimos años se ha tenido un incremento promedio interanual del 2%. (Ver Tabla 7)

Tabla 7. Crecimiento de las ventas de MOWI 2015 a 2018

	REAL			
	2015	2016	2017	2018
Ventas	3,237	3,651	3,758	3,849
Var inter anual	-	12.8%	2.9%	2.4%

Es por esto, que, para la valoración de la empresa, se tendrá en cuenta una dinámica de crecimiento observada en los últimos años y que se estará manteniendo para los próximos 5 años de manera conservadora en cuanto al crecimiento de la industria y de la misma empresa de manera histórica.

3.3 Análisis de los costos operacionales:

El margen bruto de la empresa histórico va de un 43% a un 60% los cuales son impactados en los últimos años por el incremento en la competencia mundial lo que ha apretado los precios en el mercado. De igual manera, viéndolo en base a los 2 primeros cuartos del 2019, los márgenes brutos y netos tuvieron una variación en los últimos 2 años 12% y se han mantenido bastante estables a partir del 2017.

A pesar de observar una variación en los márgenes brutos, se puede establecer como base de proyección un comportamiento de que por cada EUR 100 de ventas totales, se va tener un costo del producto de alrededor de 43 a 45 euros de los cuales se resta a esto unos gastos que van de 32 a 35 euros por cada EUR 100 vendido, quedando una rentabilidad después de impuestos entre 12 a 19 euros.

El comportamiento histórico de los márgenes, costos y gastos los podemos observar en la Tabla 8:

Tabla 8. Elaboración propia (Millones de EUR). Evolución de los márgenes bruto y neto histórico de MOWI.

	Q2 2019	Q1 19	2018	2017	2016	2015
Ventas	1,020.0	980.0	3,848.9	3,757.8	3,650.6	3,236.9
Costo Materiales	-463.1	-410.0	-1,682.0	-2,089.1	-1,451.9	-1,830.7
% Ventas	45.40%	41.84%	43.70%	55.59%	39.77%	56.56%
Margen Bruto	556.9	570.0	2,166.9	1,668.7	2,198.7	1,406.3
% Ventas	54.6%	58.2%	56.3%	44.4%	60.2%	43.4%
Otros Gastos	-363.2	-320.8	-1,232.5	-1,169.5	-1,167.9	-1,047.2
% Ventas	35.6%	32.7%	32.0%	31.1%	32.0%	32.4%
EBIT	193.7	249.2	934.5	499.2	1,030.8	359.1
Interés	-12.1	-0.4	-195.1	38.8	-241.3	-99.0
% Ventas	1.2%	0.0%	5.1%	1.0%	6.6%	3.1%
EBT	181.6	248.8	739.4	538.0	789.5	260.1
Tax	-41.3	-55.0	-166.6	-61.7	-228.7	-95.3
% Ventas	4.05%	5.61%	4.33%	1.64%	6.26%	2.94%
Utilidad	140.3	193.8	572.8	476.3	560.8	164.8
% Ventas	13.8%	19.8%	14.9%	12.7%	15.4%	5.1%

En el reporte anual del Q4 del 2018, se menciona que el costo por Kg en el negocio de “farming” ha incrementado en un promedio por año del 3.9% desde el 2013, principalmente debido al incremento en el costo de la alimentación y por cambios biológicos. Sin embargo, en el 2018 al 2019 ha bajado un poco más el costo promedio por primera vez en varios años, sin embargo, esta reducción ha sido marginal. (Ver Figura 12)

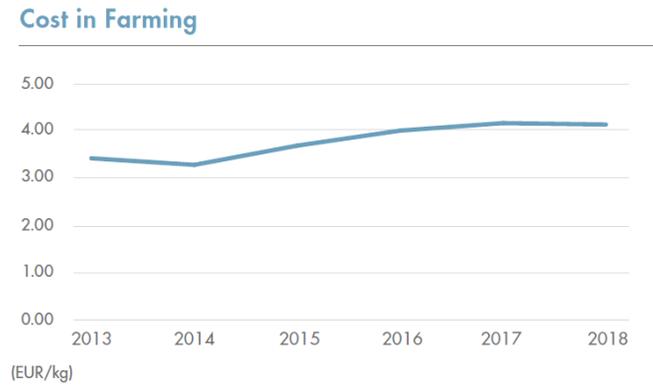


Figura 11. Costos Históricos de la línea de negocios “Farming”.

Costo de los Materiales:

Al tener, la empresa una integración vertical, ésta incluye costos de los insumos para poder producir alimento para los salmones, que a su vez es vendido a la línea de negocio de “Farming” en donde se convierte en un costo de insumo. En la línea de negocio de “consumer y sales and Marketing”, entra como costo de insumo el producto terminado de la línea de “farming”. En esta cuenta también están incluidas los ítems excepcionales, que incluyen los costos de licenciamiento para poder realizar el negocio de “farming”.

En la medida que el volumen o demanda aumenta, cada uno de los costos de los insumos aumenta, por lo tanto, éste es un costo que depende de las ventas y es variable el cual va entre un 40% a un 45% según muestra la Tabla 18.

Gastos personales y de administración:

Incluye los salarios y los gastos de personal de las empresas del grupo. Medidos en comparación de los demás años, éste es un gasto bastante estable como porcentaje de las ventas por lo que se puede catalogar como un costo fijo.

Otros gastos operativos:

Los cuales incluyen gastos relacionados a cambios en las condiciones biológicas, protestas, demandas, siniestros en diferentes lugares, costos de distribución, entre otros. Al ser un costo que es semi-fijo, se utilizará el supuesto que es fijo ya que incluye el costo de mercadeo, mantenimiento y electricidad, los cuales representan más del 50% del total de estos gastos.

En esa cuenta se incluyen los items descritos en la Tabla 9:

Tabla 9. Otros gastos operativos. Nota 28 estados Financieros MOWI

NOTE 28 - OTHER OPERATING EXPENSES

SPECIFICATION OF OTHER OPERATING EXPENSES (EUR MILLION)	2018	2017
Maintenance	-158.1	-154.0
Electricity and fuel	-77.8	-68.5
Rent and leases	-93.9	-89.2
Third-party services	-38.7	-55.8
Insurance	-26.4	-26.1
Consultancy and audit fees	-38.0	-33.5
IT costs	-22.7	-25.3
Travel cost	-15.9	-17.5
Sales and marketing costs	-10.7	-8.9
Other operating costs	-107.8	-76.1
Total other operating expenses	-589.9	-555.0

Ajuste por Valor razonable neto y provisión por contratos onerosos.

Los activos biológicos, de acorde con las normas IAS 41, son medidas a valor razonable por lo tanto los cambios en el valor de estos activos deben ser reportados como una ganancia o pérdida en los EEFF. Al estar relacionados a los activos biológicos, éstos son variables ya que depende de la cantidad de insumos en las 3 líneas de negocios que se esté utilizando.

Depreciación y amortización:

En el caso de la depreciación y amortización, ésta es usada mediante la metodología Linear, para la propiedad y equipo que tiene la empresa. Por lo tanto, al ver que la vida remanente de lo que se deprecia es mayor a 5 años, se procederá a dejar fija en el tiempo. (Nota 10 de los estados financieros)

3.4 Análisis de los costos no operacionales:

Ingresos / Pérdidas por participación en compañías asociadas o “joint Ventures”.

En esta cuenta, se reconoce los ingresos o pérdidas asociadas a compañías en las que MOWI tiene una participación significativa (20 al 25%) y en donde ésta pueda tener una influencia significativa. Al ser una cuenta que, por el giro de negocio de la empresa, se mantiene fija, se dejará como fijo.

A diciembre 2018 las compañías de las cuales MOWI tiene participación significativa se muestran en la Tabla 10.

Tabla 10. Participación de la empresa MOWI en compañías asociadas.

ASSOCIATED COMPANIES (EUR MILLION)	HEAD OFFICE	OWNER- SHIP	OWNED BY	AQUISITION COST	CARRYING AMOUNT 01.01.18	SHARE OF PROFIT 2018	DIVIDENDS RECEIVED 2018	OTHER CHANGES 2018 *)	CARRYING AMOUNT 31.12.18
Nova Sea AS	Lovund	48%	Marine Harvest Holding AS	28.2	148.7	42.8	-25.5	-1.4	164.6
DESS Aquaculture Shipping AS ²⁾	Grimstad	50%	Marine Harvest Holding AS	41.8	12.2	-0.2	—	30.4	42.4
Finnøy Fisk AS	Finnøy	45%	Mowi Norway AS	2.4	8.0	2.2	-1.7	2.8	11.2
Others				0.3	1.8	0.7	—	-0.1	2.4
Total				72.8	170.7	45.5	-27.3	31.7	220.6

Costos de restructuración:

Incluyen los costos relacionados a provisiones que guarda la empresa relacionada a procesos legales y procesos de reorganización de la compañía. Es un costo variable, ya que depende de los procesos que se den en el tiempo.

Pérdidas por deterioro:

Las principales pérdidas por deterioro están a raíz de un incendio, activos que se dejan de usar y relacionados a las pérdidas por licencias. Las pérdidas por deterioro es un costo variable, ya que depende de las licencias que se desean sacar para el negocio de “farming” además de pérdidas operativas o de instalaciones.

Intereses netos sobre deuda:

El financiamiento de la empresa Mowi group está manejado por su Casa Matriz Mowi ASA. El financiamiento externo en sus subsidiarias se busca solo si es óptimo para el grupo. Los intereses sobre deuda a Junio 2019, vienen dados por:

1. En junio 2017 se obtiene EUR 1,406 MM de una facilidad de crédito sindicada entre los bancos DNB, Nordea, ABN Amro, Rabobank, Danske Bank and SEB. Ésta está pactada para 5 años, terminando en el 3Q del 2022. La tasa de interés es de 3.93%.
2. En junio 2018 se hace una emisión de 1 bono por EUR 200 Millones que deberá ser repagado en Junio 2023 en su totalidad. La tasa de interés está pactada EURIBOR plus 2.15%.

Al ser los intereses de estas facilidades constantes, al tratarse de un bono Bullet y un crédito sindicado pactado al Vencimiento, para efectos prácticos, y tomando en cuenta que la facilidad sindicada puede renovarse se dejará el mismo interés que se tiene pactado para el 2019, sin especular en el cambio de los tipos de interés en un futuro.

3.5 Análisis de los Activos

A continuación, se presenta en la Tabla 11, una clasificación de los activos de la empresa como operacionales y no operacionales y su respectiva explicación:

Tabla 11. Clasificación de los activos operacionales y no operacionales

Activos		Clasificación	Descripción
Licencias	794.5	Operacional	Licencia para poder explotar extensiones de mar en la costa permitiendo sembrar y generar biomasa
Plusvalía	292.7	No Operacional	Plusvalía de un activo. Puede ser que se compra un activo pero se avalúa.
Tasas de activos diferido	18.0	No Operacional	Impuestos diferidos
Otros activos intangibles	25.9	Operacional	Licencias por Salmon Farming
Propiedad, Planta y equipo	1270.0	Operacional	Instalaciones marítimas, centros de cultivo, hatchery, plantas de proceso, etc.
Derecho de uso	345.7	No Operacional	Puedo arrendar un activo como si fuera mio por estarlo arrendando.
Inversión en compañías asociada	222.1	No Operacional	Debido a relacion con otras empresas, por ejemplo, plantas de alimento, etc.
Otras participaciones y activos no corrientes	1.9	No Operacional	Otros activos no corrientes
Total de activos no corrientes	2970.8		
Inventario	323.1	Operacional	Inventario de producto terminado (producto fresco en tránsito, productos de valor agregado, inventario de alimento para peces, materiales para productos terminados)
Activos Biológicos	1605.4	Operacional	Valor de los peces vivos en el agua que se estan engordando y de alevines en estanques.
Cuentas por Cobrar	585.9	Operacional	Cuentas por Cobrar
Efectivo	87.5	No Operacional	Efectivo y cuenta en bancos
Total activos corrientes	2601.8		
Activos mantenidos para la venta	0.0	No Operacional	Inversiones de activos para venderlos
Total de activos	5572.7		

En el caso de los Activos no operacionales, se procede a explicar a detalle cada uno de éstos:

Goodwill:

Plusvalía de un activo. Puede ser que se compra un activo, pero adquiere valor con el tiempo, como por ejemplo en el caso de adquisiciones de unidades operativas en el

extranjero que se han ajustado en su valor. Este incremento en valor se convierte en un activo intangible.

Impuestos Diferidos:

Es una cuenta de ajuste de impuestos a cargo o a favor de la entidad producto de diferencias en la temporalidad.

Inversiones en compañías asociadas:

Son inversiones con relación con otras empresas asociadas y *joint venture*, por ejemplo: plantas de alimento, empresas de tecnología de acuicultura, etc.

Activos mantenidos para la venta

Entran las participaciones (acciones) en diferentes empresas en las cuales se compran y venden acciones de manera recurrente.

Efectivo:

Es el efectivo utilizado por la empresa para su capital de trabajo y en cuentas de banco.

4 PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.

4.1 Supuestos para la proyección de los Ingresos de Operación:

Ingresos por Ventas: La empresa de manera interna, para el 2017 y 2018 hizo un cálculo del WACC como tasa de descuento para sus metodologías IFRS, de los cuales toma como parte de su proyección de crecimiento a largo plazo un 1.5% para los próximos 5 años, lo cual está muy por debajo de las tasas de crecimiento históricas y de las demandas del salmón las cuales fueron analizadas en capítulos anteriores.

Es por esto, que, a partir de lo establecido por la misma empresa, las proyecciones de crecimiento de la industria y tomando en cuenta que la empresa es la que tiene una mayor participación de mercado (crecimientos estables en los últimos 2 años) estaríamos utilizando una tasa de crecimiento del 1.5%. (Ver Tabla 12)

Tabla 12.. Proyección de los ingresos de operación en base al crecimiento estimado

Estado de Resultado	2019 Q3-Q4e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingreso de actividades de Operación	1,907	3,907	3,965	4,025	4,085	4,146
Ventas Inter Anual		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

Para el caso del acumulado del año 2019 a diciembre 2019, se estimó un crecimiento del 1.5% constante en los ingresos de operación a partir del 2018. Por lo tanto, el crecimiento estimado a diciembre 2019 es 1.5% mayor que los ingresos de operación dados en el 2018 y así sucesivamente hasta el 2023.

4.2 Supuestos para la proyección de los Costos de Operación:

Costo de Ventas: Al ser un costo variable, está proyectado en función de las mismas ventas estimadas para los próximos 5 años.

Ajuste de Valor razonable de Biomasa: Es un valor que está en función de la producción. Éste lo hace la empresa dependiendo del precio del salmón en el mercado, mortalidad, calidad de la biomasa y tamaño de la distribución tomando en cuenta un ciclo productivo que va entre 12 a 18 meses. Es por esto, que a partir de que el valor está sujeto a factores de incertidumbre altos los cuales están basados desde una aproximación de los ingresos. Es por esto que estaremos tomando como supuesto, el promedio del porcentaje del ajuste como porcentaje de los ingresos de los últimos 4 años.

Salarios y gastos de personal: Como parte de los beneficios de la empresa, se ha definido un plan de pensiones para los trabajadores y se ha incrementado producto a la mayor actividad en la venta de salmón. Al tener un incremento por año bastante estable como porcentaje de los ingresos de la compañía (la cual mide el aumento en la actividad) se procedió a proyectar como porcentaje de las ventas (ingreso), tomando en cuenta mayor volumen contratación en las líneas de negocio de Producción, mercadeo y ventas. Éste gasto es bastante estable como porcentaje de las ventas.

Otros gastos operativos: La empresa, mide estos gastos como porcentaje de las ventas el cual está entre 13% y 15% del total de los ingresos del grupo. De esta manera se procedió

a hacer la proyección de este gasto como el promedio de los últimos 4 años como porcentaje de las ventas.

Depreciación y amortización: La empresa a efectos de depreciación tiene como activos sujetos a ésta algunos terrenos y edificios, máquinas y equipos, transporte, edificios en construcción, entre otros con una duración mínima de depreciación lineal de 10 años, por lo que, en base a esto, estaríamos dejando constante la depreciación para los 5 años de estimación.

Provisión para contratos onerosos: Este rubro tiene una alta incertidumbre en cuanto a las partidas que se darán producto de regulaciones locales, licencias, entre otras que afecte el valor de sus activos. Por lo tanto, a efectos prácticos se estará dejando el año 2018 como referencia para los próximos 5 años.

Costo de reestructuración: Tiene que ver con la nueva marca MOWI, que se establece en el 2018 y en el cual seguirán incurriendo en los próximos años. En este caso se mantendrá el incremento interanual de la empresa para los próximos años.

Gastos legales: el valor de los gastos pagados o causados por la empresa en cumplimiento de disposiciones legales de carácter obligatorio tales como: gastos notariales, aduaneros y consulares, registro mercantil, trámites y licencias. Para MOWI, los principales costos legales se dieron en Canadá más que todo en temas de renovación de licencias. Para este costo, estamos estimando que se tiene un gasto en base a lo observado en los últimos 5 años para ser conservadores.

Provisiones por deterioro: Al ser provisiones por pérdidas, se tomará como supuesto la máxima pérdida histórica en los últimos 5 años con el fin de ser conservadores ya que no observamos que haya algo más arriba de esto.

A continuación, se presenta en la Tabla 13, la proyección de los Costos operacionales:

Tabla 13. Estimación de los costos operacionales y no operacionales

Estado de Resultado	2019 Q3-Q4e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingreso de actividades de Operación	1,907	3,907	3,965	4,025	4,085	4,146
Costo de ventas	-1,061	-1,968	-1,997	-2,027	-2,057	-2,088
Ajuste valor razonable biomasa	23	57	58	59	60	61
Salarios y gastos personal	-247	-514	-521	-529	-537	-545
Otros gastos operativos	-285	-570	-579	-587	-596	-605
Provision para contratos onerosos	-13.6	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
Costos reestructuración	13.4	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9
Gastos legales no operacionales	-0.2	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	25.3	42.5	42.5	42.5	42.5	42.5
Perdidas por deterioro	-105	-107	-107	-107	-107	-107

4.3 Proyección de las Ganancia o Pérdidas antes de interés e impuesto (EBIT):

Luego de haber proyectado los ingresos, costos y gastos de la empresa según los diferentes supuestos, se procede a calcular el EBIT (*Earning before interest and taxes*) (Ver Tabla 14).

Tabla 14. Histórico y proyección del EBIT.

Estado de Resultado	2019 Q3-Q4e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingreso de actividades de Operación	1,907	3,907	3,965	4,025	4,085	4,146
Costo de ventas	-1,061	-1,968	-1,997	-2,027	-2,057	-2,088
Ajuste valor razonable biomasa	23	57	58	59	60	61
Salarios y gastos personal	-247	-514	-521	-529	-537	-545
Otros gastos operativos	-285	-570	-579	-587	-596	-605
Provision para contratos onerosos	-13.6	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
Costos reestructuración	13.4	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9
Gastos legales no operacionales	-0.2	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	25.3	42.5	42.5	42.5	42.5	42.5
Perdidas por deterioro	-105	-107	-107	-107	-107	-107
Ganancias antes de costos financieros (EBIT)	134.3	564.7	578.4	592.3	606.4	620.7

4.4 Proyección de los costos financieros:

Luego de esto, se procede a proyectar los intereses de las deudas a partir de los costos financieros de la empresa, los cuales se detallan a continuación:

Costos Financieros: Está relacionado con el gasto de interés a partir de los financiamientos obtenidos en cuanto a los bonos emitidos y las líneas de crédito con entidades financieras: Para el crédito Sindicado, cuya fecha de vencimiento es junio 2022, al ser una línea de crédito, estaremos asumiendo que se renovará hasta el 2023 (ya que es un crédito revolvente a 5 años) por lo que mantendremos estable según lo causado por los financiamientos en el 2018. Lo mismo aplica para el Bono cuyo vencimiento es en el 2023, tomando en cuenta que, para efectos de esta valoración, mantendremos el interés constante causado en el 2018 independientemente de que tenga un cupón variable.

Diferencia del Tipo de Cambio: La principal exposición al tipo de cambio por parte de la entidad se da principalmente cuando la producción (*farming*) es realizada en un país como por ejemplo Noruega, y el producto es vendido por su línea de negocio de Ventas en China. Para el grupo, el mayor impacto en el tipo de cambio está desde el punto de vista de los ingresos más que de los costos. La moneda predominante en las transacciones de ingresos de MOWI está en EUR (50%). Por lo tanto, siendo conservadores en la proyección de este tipo de cuenta, se estará tomando la mayor pérdida histórica tomando en consideración, que el grupo ya tiene como política interna la cobertura por tipo de cambio (*hedging*).

Otras perdidas o ganancias Financieras: Es un ajuste contable que se da a la hora de convertir el último bono que se convirtió a acciones cuyo último bono convertible se dio en el 2018. Tomando en cuenta que no existen a partir de los 2019 bonos convertibles en acciones, se debería mantener constante el gasto en el segundo semestre del 2019 y proyectar éste a los demás años.

En base a estos supuestos se procede a hacer el cálculo hasta el año 2023 (Tabla 15):

Tabla 15. Histórico y proyección de los costos financieros.

Estado de Resultado	2019 Q3-Q4e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Costos financieros	-18.6	-50.5	-50.5	-50.5	-50.5	-50.5
Diferencias de cambio	-29.6	-17.9	-17.9	-17.9	-17.9	-17.9
Otras partidas financieras	0.0	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7

4.5 Proyección de la tasa de impuesto:

Estos gastos por impuestos se realizan dependiendo de cada jurisdicción en donde se tienen las ventas y los ingresos de cada subsidiaria. Es por esto por lo que se toma en

cuenta como impuesto sobre las ganancias, el promedio del porcentaje pagado sobre las ganancias (EBT) de los últimos 4 años como una aproximación (Tabla 16).

Tabla 16. Histórico y proyección de los impuestos a las ganancias.

Estado de Resultado	2019 Q3-Q4e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Costos financieros	-18.6	-50.5	-50.5	-50.5	-50.5	-50.5
Diferencias de cambio	-29.6	-17.9	-17.9	-17.9	-17.9	-17.9
Otras partidas financieras	0.0	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
Ganancias antes de impuestos (EBT)	86.2	504.1	517.7	531.6	545.7	560.0
Gasto por impuestos a las ganancias	-29.2	-125.5	-128.9	-132.4	-135.9	-139.4

4.6 Proyección de las ganancias o pérdidas después de impuesto.

En base a lo proyectado tanto en los ingresos, gastos, costos financieros y tasas de impuesto se procede a calcular la ganancia o pérdida para los años 2019 a 2023 (Tabla 17).

Tabla 17. Proyección de estado de resultado para el año 2019 – 2023.

Estado de Resultado	2019 Q3-Q4e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingreso de actividades de Operación	1,907	3,907	3,965	4,025	4,085	4,146
Ventas Inter Anual		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Costo de ventas	-1,061	-1,968	-1,997	-2,027	-2,057	-2,088
Ajuste valor razonable biomasa	23	57	58	59	60	61
Salarios y gastos personal	-247	-514	-521	-529	-537	-545
Otros gastos operativos	-285	-570	-579	-587	-596	-605
Depreciacion y amortizacion	-135	-270	-270	-270	-270	-270
Provision para contratos onerosos	-13.6	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
Costos reestructuracion	13.4	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9
Gastos legales no operacionales	-0.2	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	25.3	42.5	42.5	42.5	42.5	42.5
Perdidas por deterioro	-105	-107	-107	-107	-107	-107
Ganancias antes de costos financieros (EBIT)	134.3	564.7	578.4	592.3	606.4	620.7
Costos financieros	-18.6	-50.5	-50.5	-50.5	-50.5	-50.5
Diferencias de cambio	-29.6	-17.9	-17.9	-17.9	-17.9	-17.9
Otras partidas financieras	0.0	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
Ganancias antes de impuestos (EBT)	86.2	504.1	517.7	531.6	545.7	560.0
Gasto por impuestos a las ganancias	-29.2	-125.5	-128.9	-132.4	-135.9	-139.4
Ganancia de operaciones continuas	44.4	378.6	388.8	399.3	409.9	420.6
Utilidades de operaciones descontinuadas, netas de impuesto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ganancia o Perdida del periodo	44.4	378.6	388.8	399.3	409.9	420.6

De esta manera, quedarían los estados financieros proyectados para el periodo 2019 – 2023 consolidados para Marine Harvest (MOWI).

5 PROYECCIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE

5.1 Supuestos para la proyección del Flujo de caja Libre:

Con el objetivo de poder proyectar el flujo de caja libre (FCL) para los años 2019 al 2023, se procedió a hacer las siguientes consideraciones:

5.1.1 Depreciación y amortización de activos fijos e intangibles:

En el caso de los activos intangibles, la amortización se hace en forma lineal (nota 9 de los estados financieros de la empresa al 2018) mediante el método lineal. En estos activos se incluyen el *GoodWill* y las Licencias. En este caso, la proyección de esta amortización se dejará estable en el tiempo ya que tiene un periodo de amortización que va de entre 3 a 25 años. En el caso de la depreciación de planta y equipo de igual manera, utiliza la metodología lineal. Por lo tanto, al ver que la vida remanente de lo que se deprecia es mayor a 5 años, se procederá a dejar fija en el tiempo. (Nota 10 de los estados financieros)

5.1.2 Inversión de Reposición:

Debido a la falta de información en cuanto a las proyecciones de inversión para propiedad, plana y equipo se utilizará un criterio conservador reponiendo en cada año el 100% de la depreciación. A partir del flujo de caja de las inversiones se procedió a estimar los demás flujos (Tabla 18).

Tabla 18. Cálculo de la inversión en reposición proyectada.

INVERSION EN REPOSICION DE ACTIVOS	2019 Q1Q2	2019 Q3Q4	2020e	2021e	2022e	2023e
Compra de propiedades planta y equipos (compra activos fijos)	139	135	270	270	270	270
Depreciacion y Amortizacion	135	135	270	270	270	270
Inversion en reposicion %	103%	100%	100%	100%	100%	100%
Promedio 2015-2019*:	160%					
Inversion en reposicion		135	270	270	270	270

5.1.3 Inversión en nuevos activos:

Se procedió, en base al promedio del CAPEX en función de los ingresos de la empresa que va desde el 2015 hasta diciembre 2018. En base a esto se procede a estimar la inversión en nuevos activos para los próximos 5 años calculando el promedio de los últimos 4 años (Ver Tabla 19).

Tabla 19. Inversión en nuevos activos histórico y proyectado 2019 – 2023.

INVERSION EN NUEVOS ACTIVOS	2019 Q3Q4	2020e	2021e	2022e	2023e
Propiedad planta y equipos	1,184	1,202	1,220	1,238	1,257
Ventas	1,907	3,965	4,025	4,085	4,146
Promedio %Activos Fijos/Ventas 2015-2018:	30.3%				
Nueva inversion en Activo Fijo	0	17.8	35.8	36.3	36.9

5.1.4 Inversión en Capital de trabajo:

Luego de observar la operativa de la empresa para los años 2015 a junio 2019, se procedió a calcular la inversión en capital de trabajo operativo neto (CTON) en base a las cifras de los activos y pasivos corrientes de los estados financieros auditados de la empresa y sus ventas (Ver Tabla 20)

Tabla 20. Estimación del capital de trabajo neto operativo en relación con las ventas

	06/30/2019	12/31/2018	12/31/2017	12/31/2016	31/12/2015
ACTIVOS CORRIENTES (EUR)					
CUENTAS POR COBRAR	€ 585.90	€ 643.08	€ 601.24	€ 650.07	€ 592.56
INVENTARIO	€ 323.10	€ 288.27	€ 316.02	€ 258.17	€ 288.81
ACTIVOS BIOLÓGICOS	€ 1,605.40	€ 1,574.44	€ 1,236.16	€ 1,636.73	€ 1,185.79
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	€ 2,514.40	€ 2,505.79	€ 2,153.42	€ 2,544.97	€ 2,067.16
PASIVOS CORRIENTES					
OTROS PASIVOS CORRIENTES	€ 623.80	€ 705.79	€ 689.28	€ 876.78	€ 640.34
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	€ 623.80	€ 705.79	€ 689.28	€ 876.78	€ 640.34

De esta manera, al relacionar el requerimiento de capital de trabajo, se puede conocer los aumentos y disminuciones del mismo de manera histórica y poder calcular un promedio de estos requerimientos desde el 2019 hasta el 2023 en base a sus ventas proyectadas.

Tabla 21. Cálculo de CTON promedio en base a los movimientos históricos de las ventas.

	30/06/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
CAPITAL DE TRABAJO CTON	1,891	1,800	1,464	1,668	1,427
INGRESO DE ACTIVIDADES ORDINARIAS		3,849	3,758	3,651	3,237
RCTON		46.8%	39.0%	45.7%	44.1%
PROMEDIO RCTON		43.88%			

Con este promedio, se procede a calcular los requerimientos de capital de trabajo para los siguientes años, y calcular los aumentos y disminuciones del mismo con el fin de conocer si se va a requerir o no inversión en capital de trabajo para los años 2019 a 2023.

Tabla 22. Proyección de CTON y requerimientos futuros de capital de trabajo.

NECESIDAD DE CAPITAL DE TRABAJO	2019						
	Q3-Q4	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS	1,907	3,907	3,965	4,025	4,085	4,146	
CTON		1,714	1,740	1,766	1,792	1,819	
DELTA CTON	0.0	25.7	26.1	26.5	26.9	0.0	

De esta manera, al poder conocer la inversión futura en capital de trabajo para el 2019, se procede a validar si existe o no un superávit en capital de trabajo para el mes de valoración el cual es julio 2019.

Tabla 23. Superávit de CTON

	jun-19	dic-19
CTON	1,891	1,714
SUPERAVIT DE CTON	176.5	

Como resultado obtenemos un superávit pequeño, en base a las proyecciones conservadores de crecimiento en ventas el cual es llevado a la valoración de la empresa como ingreso. Adicionalmente, hay que tomar en cuenta que el requerimiento de capital de trabajo en su mayoría es para mantener los activos biológicos (salmón) de los cuales se necesita un ciclo de cosecha de entre 8 a 12 meses lo que nos parece adecuado que éstos ya tengan cubierto su capital de trabajo al primer semestre del año.

5.2 Activos Prescindibles:

La empresa, a junio 2019 presenta el siguiente listado de sus activos prescindibles, tomando en cuenta su poco porcentaje de los activos y en el caso de no ser tomados en cuenta, no afectaría el flujo de caja futuro de la empresa:

Tabla 24. Activos Prescindibles de MOWI.

ACTIVOS PRESCINDIBLES	2019*
Efectivo	87.5
Plusvalía	292.7
Otros activos intangibles	25.9
Inversiones en empresas asociadas	222.1
TOTAL ACTIVOS PRESCINDIBLES	628.2

* 30 Junio 2019

5.3 Deuda Financiera:

La deuda financiera histórica de la empresa está presentada en el Tabla 25, en donde se tiene los financiamientos con bancos y en bonos.

Tabla 25. 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

5.4 Proyección del Flujo de caja libre y del valor terminal:

Luego de analizar todos los supuestos de proyección de flujo de caja incluyendo la depreciación y amortización de activos fijos e intangibles, la reposición de activos fijos, las inversiones en nuevos activos y la inversión en capital de trabajo, procedemos a detallar el flujo de caja proyectado según IFRS, tomando en cuenta el valor terminal, el cual es una estimación de perpetuidad (Ver Tabla 26).

Tabla 26. Flujo de Caja ajustado a la norma contable IFRS

	IFRS9	2019 Q3-Q4e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024
+	Ingresos de actividades ordinarias	1,907	3,907	3,965	4,025	4,085	4,146	4,146
-	Costo de ventas	-1,061	-1,968	-1,997	-2,027	-2,057	-2,088	-2,088
=	Ganancia bruta	846	1,939	1,968	1,998	2,028	2,058	2,058
-	Costos de distribución	-285	-570	-579	-587	-596	-605	-605
-	Gasto de administración	-247	-527	-535	-542	-550	-558	-558
+	Otros ingresos, por función	0	0	0	0	0	0	0
-	Otros gastos, por función	-135	-270	-270	-270	-270	-270	-270
+	Otras ganancias (pérdidas)	-82.0	-42.1	-41.3	-40.4	-39.5	-38.6	-38.6
+	Ingresos financieros	0	0	0	0	0	0	0
-	Costos financieros	-18.6	-50.5	-50.5	-50.5	-50.5	-50.5	-50.5
	Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	25.3	42.5	42.5	42.5	42.5	42.5	42.5
+								
+/-	Diferencias de cambio	-29.6	-17.9	-17.9	-17.9	-17.9	-17.9	-18
+/-	Resultados por unidades de reajuste	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0
=	Ganancia (o pérdida) Antes de Impuestos	74	504	518	532	546	560	560
-	Gasto por impuestos a las ganancias	-29	-125	-129	-132	-136	-139	-139
=	Ganancia (pérdida)	44	379	389	399	410	421	421
+	Depreciación de Activo Fijo	135	270	270	270	270	270	270
+	Amortización de Activos Intangibles							0
-	Otros ingresos, por función (después de Impuestos)	0	0	0	0	0	0	0
+	Otros gastos, por función (después de Impuestos)	-101	-203	-270	-270	-270	-270	-270
-	Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)	61.6	31.6	41.3	40.4	39.5	38.6	38.6
-	Ingresos financieros (después de Impuestos)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+	Costos financieros (después de Impuestos)	14.0	37.9	50.5	50.5	50.5	50.5	50.5
	Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos)	-19.0	-31.9	-42.5	-42.5	-42.5	-42.5	-42.5
-/+	Diferencias de cambio	22.2	13.4	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
-/+	Resultados por unidades de reajuste	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0
=	FLUJO DE CAJA BRUTO	156.8	496.8	455.9	465.5	475.2	485.1	485.1

De esta manera se puede obtener el FCL ajustado por IFRS (Tabla 27):

Tabla 27. Flujo de Caja Libre y Valor Terminal

	AJUSTES	2019 Q3-Q4e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024
+	Depreciación de Activo Fijo	135	270	270	270	270	270	270
+	Amortización de Activos Intangibles							0
-	Otros ingresos, por función (después de Impuestos)	0	0	0	0	0	0	0
+	Otros gastos, por función (después de Impuestos)	-101	-203	-270	-270	-270	-270	-270
-	Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)	61.6	31.6	41.3	40.4	39.5	38.6	38.6
-	Ingresos financieros (después de Impuestos)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+	Costos financieros (después de Impuestos)	14.0	37.9	50.5	50.5	50.5	50.5	50.5
-	Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos)	-19.0	-31.9	-42.5	-42.5	-42.5	-42.5	-42.5
-/+	Diferencias de cambio	22.2	13.4	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
-/+	Resultados por unidades de reajuste	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0
=	FLUJO DE CAJA BRUTO	156.8	496.8	455.9	465.5	475.2	485.1	485.1
-	Inversión en Reposición	-135	-135	-270	-270	-270	-270	-270
-	Inversión en capital físico	0.0	0.0	-17.8	-35.8	-36.3	0.0	0.0
-	Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	0.0	-25.7	-26.1	-26.5	-26.9	0.0	0.0
=	FLUJO DE CAJA LIBRE	22	336	142	133	142	215	215
	Flujo de Caja VT						6,079	

Y trayendo a valor presente su flujo de caja proyectado descontado a la tasa WACC:

Tabla 28. Valor Presente del Flujo de caja de MOWI.

		2019 Q3-Q4e	2020e	2021e	2022e	2023e
Flujo de Caja Proyectado (FCL+VT)	€	22	€ 142	€ 133	€ 142	€ 6,294
VP Flujo de caja Operacional	€	-	€ 21	€ 137	€ 124	€ 128
Total VP FC	€	5,888				
Ko		3.54%				

6 VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y SU PRECIO POR ACCIÓN.

En base a la información calculada, el flujo de caja libre descontado a la tasa WACC y la deuda financiera a junio 2019 se presenta el cálculo para el precio de su acción en base al valor económico mediante la metodología de flujo de caja descontado:

Tabla 29. Cálculo del precio de la acción de la empresa MOWI.

Valoración económico de MOWI [MM EUR]	
VP Flujo de caja Operacional	€ 5,888
Superávit CTON	€ 177
Activos Prescindibles	628
Valor Activos Totales	€ 5,437
Deuda Financiera	-€ 1,195.50
Valor patrimonio	€ 4,241.02
Número de Acciones (30.jun.2019)	516,039,719
Valor de la Acción [EUR]	€ 8.22
Valor de Mercado a Jun19 [EUR]	€ 20.29

Haciendo un análisis de sensibilidad sobre el precio final obtenido de 8.22 Euros la acción, se puede observar que para los flujos futuros que muestra la empresa, se tendría que descontar a una WACC del 1.76% para que el precio de la acción se parezca al valor mercado de la acción. Esto quiere decir que el riesgo o tasa de rentabilidad que exigen los accionistas estaría muy cercano a la tasa libre de riesgo del bono en EUR de Noruega el cual está en 1.26%. Por otro lado, si dejamos la WACC fija del 3.54% y movemos el crecimiento en las ventas, esto nos da que el crecimiento de las ventas (en base a los supuestos de costos) debería estar en el orden del 9.82%, el cual tampoco está alineado ni con las perspectivas de crecimiento de la industria ni de la empresa en promedio.

Por lo tanto, en base a la información calculada del precio podemos decir que ésta tiene una perspectiva del mercado muy por encima de lo que la valoración por flujo de caja nos

entrega. Esto se puede visualizar en su ratio *Price-to-Earing* histórico⁷ de la empresa está entre el 25 y 26, el cual nos indica que el precio de la acción es 25 veces mayor a su precio contable. Inclusive, si tomamos el valor contable de su patrimonio (EUR 2,957.1 MM) entre el total de sus acciones comunes en circulación (516,039,719), podemos observar que éste nos arroja un precio de EUR 4.96.

⁷ https://ycharts.com/companies/MHGVY/pe_ratio

7 CONCLUSIONES.

El precio por acción de la empresa MOWI calculado por la metodología de Flujo de caja descontados, da un total de EUR 8.22 comparado con los EUR 20.29 de su precio en el mercado al cual cotiza la acción al 30 de junio del 2019.

Ésta diferencia en el valor viene dado más que todo producto de que el valor calculado mediante la metodología de flujo de caja descontado se da en base a determinadas supuestos, las cuales no están alineados necesariamente con la determinación del precio efectivamente pagado.

En base a la información obtenida de la valoración por Flujo de Caja descontado podemos observar que la empresa, tomando en cuenta los supuestos conservadores utilizados, como por ejemplo, una baja tasa de crecimiento en ventas tal como la misma empresa ha dispuesto en su política de crecimiento, genera por ende un valor muy por debajo a lo que dicta su precio en el mercado.

Adicionalmente también la tasa wacc obtenida influye importantemente en el valor de la empresa resultante.

Por otra parte, las expectativas del mercado, asociadas a una empresa líder en el área de la acuicultura, pueden distorsionar fuertemente la percepción y genera una sobrevaloración de la acción, como se observa en este caso.

Los resultados conllevan a conclusión de que la empresa se encuentra sobre valorada por el mercado, arrojando un mayor valor a los accionistas actuales y generando una perspectiva positiva para los accionistas que transan sus acciones a este precio.

8 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	Faroes	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 Farrraige Oilean 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%