



## **VALORACIÓN DEL GRUPO MELO, S.A. (BVPA: MELO)**

### **Análisis por Flujo de Caja Descontado**

**Tesis para optar al grado de Magister en Finanzas.**

Alumno: Eliecer A Guerra

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín.

*Ciudad de Panamá, Panamá julio de 2021.*

# **TABLA DE CONTENIDO**

## **Resumen Ejecutivo**

### **Descripción de la Empresa**

Historia de la empresa

Descripción del Negocio

Competidores

Descripción de la Industria

### **Metodología**

### **Financiamiento**

Descripción del financiamiento

Financiamiento vía Bonos y otros instrumentos

### **Análisis Operacional**

Activos del Grupo

Pasivos y Patrimonio del Grupo

Ingresos segmentados

Costos y gastos de operación

Análisis de Activos

Cuentas Operacionales y No Operacionales

Supuestos de Tasas de Crecimiento

Tasas Históricas de Crecimiento

Tasas de crecimiento por cuentas

### **Proyección de Estado de Resultados**

### **Proyección de Flujo Libre de Caja**

Inversion en Reposición

Inversion en CAPEX

Aumentos (disminuciones) del capital de trabajo

Flujo de caja libre proyectado

Análisis de Flujo de Caja Neto.

### **Valoración Económica por método de Flujo de Caja Descontado**

#### **Activos Prescindibles**

#### **Valoración del patrimonio y precio sugerido de la acción**

#### **Método de Valoración Por Múltiplos de Grupo Melo**

#### **Conclusiones**

#### **Índice de Tablas y Graficas.**

#### **Anexos.**

## Resumen Ejecutivo

En esta tesis de grado tuvimos como objetivo detallar la valoración económica del GRUPO MELO, S.A., uno de los conglomerados con más importancia y relevancia en la economía de Panamá, a través del método de flujo de caja libre descontado hasta el año 2025, considerando el año 2025 como valor terminal de la empresa. Adicionalmente, también utilizamos el método de múltiplos comparables y precios históricos. Todos los montos en este reporte son expresados en dólares (USD). El Grupo Melo consolida sus estados financieros en septiembre de cada año, sin embargo, también presentan estados de cuentas interinos en marzo y junio de cada año.

El **GRUPO MELO** es un conglomerado de 12 marcas en distintos sectores de la economía como: producción y distribución de productos de la industrial avícola (carne avícola), restaurantes de comida rápida, proyectos de desarrollo de bienes raíces, venta derivados de madera (multi laminas), tiendas de productos para mascotas y jardineras, materiales de construcción, distribución de insumos agropecuarios, automotriz y maquinaria. En la mayor parte de los negocios que poseen controlan el 90% de la cadena de suministro, desde la parte de fabricación hasta el cliente final, esto los hace muy competitivos y jugadores principales de los sectores en que actúan.

Grupo Melo S.A. es el *holding* (una sociedad que se dedica de manera exclusiva a la tenencia de las acciones de las sociedades que conforman el conglomerado) de las empresas de Grupo Melo; la tenencia de dichas acciones tiene una estructura “piramidal”, lo que significa que la sociedad Grupo Melo S.A. es propietario del 100% de las acciones emitidas y en circulación de las sociedades operativas que le pertenecen.

Nos parece importante destacar que este informe se enfoca en el análisis de 2020 y las proyecciones para los años consecutivos; el 2020 fue un año sumamente desafiador para todas las empresas a nivel global, el mundo conoció “la nueva realidad” a raíz de la crisis sanitaria y económica provocada por la propagación del virus COVID-19. El sector productivo a nivel mundial en su mayoría operó en 2020 a su mínimo nivel, especialmente en Panamá, país que tuvo una de las cuarentenas más largas y estrictas del mundo. Ante esta situación, el Grupo Melo ha

implementado medidas de contención de gastos, sin embargo, el impacto negativo de esta pandemia es sumamente relevante y resulta en una afectación importante en la proyección de ingresos futuros.

El primer apartado se centra en una revisión de la metodología de Flujo de Caja Descontado utilizado para el análisis financiero de Grupo Melo S.A., luego una breve reseña y historia de la empresa y su industria, y los principales competidores del grupo. En base al método de Flujo de Caja Descontado, se desarrolla los cálculos necesarios para la estructura de capital de la compañía, luego se estima el costo de capital de la empresa ( $K_0$ ), la tasa de descuento adecuada (en base al riesgo de la compañía), el análisis del mercado en que se desenvuelve y estudios de análisis de sus principales cuentas contables. Usamos también el método de compañías comparables para analizar los ratios financieros más relevantes en respecto a sus competidores y también como herramienta para pronosticar el precio real de la acción. Utilizando esta información anterior, se llega a una proyección de los flujos de caja libre de la compañía hasta el año 2025.

Al final del reporte, presentamos las conclusiones del análisis de la salud financiera del grupo y su capacidad futura de mantenerse competitivo en un entorno muy retador con perspectivas difíciles durante la recuperación económica tomando en cuenta la desigualdad social y económica aumentada por la crisis sanitaria del COVID.

## Descripción de la Empresa e Industria

El Grupo Melo inicia su trayecto hace 71 años en un pequeño almacén de insumos agropecuarios en la Avenida B (una de las principales calles en que se desarrolló el comercio en la historia de la ciudad de Panamá) donde en este momento laboraba el presidente de la compañía, el fallecido Don Arturo Melo Sarasqueta (1931-2020) y tres otras personas. Luego en 1954 inicia la primera operación de la fábrica de alimentación de animales “Sarasqueta y Cia”, Don Arturo inicia la producción de aves de manera experimental buscando alcanzar la mejor calidad del alimento, luego de pocos meses de este salto emprendedor, se convence que es un buen negocio y en ese momento arranca el desarrollo de la industria avícola en el país. En 1963, el Grupo empieza expandir horizontes explorando la industria alimenticia a través del restaurante Pio Pio, un concepto de comida rápido enfocado en platos a base de pollo. En 1965 es el inicio del empaquetamiento de aves en Pueblo Nuevo (un corregimiento del distrito de Panamá en el área urbana de la ciudad localizado cercano a barrios residenciales). En 1967 nace COPAMA en Rio Abajo, la marca que se convierte líder en equipos industriales con una amplia gama de maquinaria agrícola principalmente representada por la marca John Deere y vehículos comerciales de ISUZU (líder en ventas de camiones en Panamá). Hoy en día COPAMA cuenta con dos principales unidades de negocio, COPAMA INDUSTRIAL un distribuidor de montacargas y equipos de elevación, motobombas, plantas eléctricas, tableros de transferencia, equipos de limpieza comercial e industrial, alquiler de montacargas y equipo de construcción. En 1980 el Grupo inicia operaciones de la fábrica de carnes frías y salchichas representado por Alimentos Melo. En 1982 nace COMASA, una de las principales cadenas de almacenes que comercializa materiales de construcción, acabados y ferretería en todo el país. En 1992 nace las tiendas MELO PET & GARDEN, tienda de productos para jardinería y mascota y servicios de clínicas veterinaria. El Grupo Melo en su mayoría es una empresa familiar, en que grande parte de la junta directiva viene de la familia que origina la trayectoria del grupo. Los principales accionistas son Don Arturo Donaldo Melo Klepitch (fallecido y expresidente), Federico Fernando Melo Klepitch, Laury Anne Melo de Alfaro, Marylin Edwina Melo de Simmons.

## **Fundamento Legal**

Grupo Melo S.A., con RUC # (registro único de contribuyentes) 650-529-126088-77, es una sociedad anónima constituida mediante Escritura Publica #5316 el 16 de agosto de 1977 ficha 21223, rollo 1020, imagen 524 en la provincia de Panamá, otorgada ante la Notaria Quinta del Circuito Notarial. <sup>1</sup> Grupo Melo S.A. es una empresa pública registrada en la Superintendencia del Mercado de Valores, cuyas acciones están listadas y se negocian a través de Valores de Panama S.A.

*(ver estructura organizativa en la próxima página)*

---

<sup>1</sup> Certificado de Registro Publico

## D. ESTRUCTURA ORGANIZATIVA (GRUPO MELO)

NOMBRE SUBSIDIARIA/DIVISION	JURISDICCION Y DOMILICIO	PARTICIPACION ACCIONARIA
<b>SOCIEDAD OPERATIVA</b>		
Empresas Melo, S.A.	PANAMÁ	100%
<b>DIVISION ALIMENTOS</b>		
Comercial Avicola S.A.	PANAMÁ	100%
Embutidos y Conservas de Pollo, S.	PANAMÁ	100%
Bolmesa S.A.	PANAMÁ	100%
Atlantic Grain Terminal, S.A.	PANAMÁ	25%
Recuperacion de Proteinas	PANAMÁ	50%
<b>DIVISION ALMACENES</b>		
Inmobiliaria Los Libertadores, S.A.	PANAMÁ	100%
Empresas Melo Costa Rica, S.A.	COSTA RICA	100%
Pets Market, S.A.	COSTA RICA	100%
<b>DIVISION MAQUINARIA</b>		
Inversiones Chicho, S.A.	PANAMÁ	100%
Fuerza Automotriz, S.A.	PANAMÁ	100%
<b>DIVISION RESTAURANTES</b>		
Estrategias y Restaurantes, S.A.	PANAMÁ	50%
<b>DIVISION BIENES RAICES</b>		
Altos de Vistameres, S.A.	PANAMÁ	100%
Desarrollo Amaya, S.A.	PANAMÁ	100%
Desarrollo Oria, S.A.	PANAMÁ	100%
Desarrollo Electra, S.A.	PANAMÁ	100%
Bienes Raices Cerro Azul, S.A.	PANAMÁ	100%
Desarrollo Chichibali, S.A.	PANAMÁ	100%
Administradora Los Altos de Maria,	PANAMÁ	100%
Administradora Los Altos Cerro Azu	PANAMÁ	100%
Desarrollo Las Guacamayas, S.A.	PANAMÁ	100%
Desarrollo los Macanos, S.A.	PANAMÁ	100%
Desarrollo Las Colinas S.A.	PANAMÁ	100%
Jardines y Paisajes, S.A.	PANAMÁ	100%
Desarrollo Nuario, S.A.	PANAMÁ	100%
Luxury Camping, S.A.	PANAMÁ	100%
<b>DIVISION SERVICIOS</b>		
Melval, S.A.	PANAMÁ	100%

## **Descripción del Negocio<sup>2</sup>.**

El Grupo Melo se divide en el Grupo Alimentos y Grupo Comercial internamente; el Grupo Comercial está conformado por las divisiones de almacenes, maquinaria, restaurantes, y bienes raíces. El Grupo Alimentos está conformado por las divisiones piensos, producción, procesamiento, mercadeo y valor agregado.

El sector al que el grupo pertenece es el de conglomerado de negocios agroindustriales y comerciales que realizan actividades de producción, procesamiento, distribución y comercialización de alimentos (principalmente avícola). La comercialización de alimentos es hecha a través de restaurantes de comida rápida como Pio Pio y Panizzi. Melo suministra a través de la venta B2B a los principales supermercados y tiendas de alimentos y productos avícolas a nivel mundial. Adicionalmente, Melo también distribuye una amplia gama de maquinarias para la agricultura y construcción a través de líneas prestigiosas de automóviles y camiones. El grupo mantiene almacenes agropecuarios, de materiales de construcción, mascotas y jardinería para el almacenamiento de sus productos.

Otro foco del ala comercial del grupo es el desarrollo de bienes raíces y la promoción de propiedades inmobiliarias en áreas de vasto espacio forestal con condominios como Los Altos de Cerro Azul y Altos de Maria.

La división de alimentos consiste históricamente de un 39% de ingresos de todo el grupo, la división de almacenes un 31%, división maquina y automotriz un 17%, división restaurantes de 12% y división de bienes raíces con un 1%. Es importante destacar que por razones de encierro causado por la pandemia en 2020 los porcentajes de importancia de ingreso revertieron y la fuente primordial de ingreso se convirtió en la división de distribución de alimentos seguido por la división de almacenes. Esto será mostrado en las cifras encontradas posteriormente en esta tesis. El grupo maneja aproximadamente 12 marcas muy importantes en sus respectivas industrias. Las marcas líderes son de las divisiones de alimentos y almacenes de productos

---

<sup>2</sup> Información extraída de los estados financieros de Grupo Melo S.A.

agrícolas. En cada división y marca el grupo tiene una posición muy avanzada con respecto a sus competidores.

Las marcas del grupo son las siguientes: Melo, Comasa- materiales de construcción, Copama- enfocada en la distribución automotriz y maquinaria, Melo y Cía.- (almacenes agropecuarios), Pio Pio- restaurante (fast food enfocado en pollo), Melo empresa distribuidora- insumos agropecuarios Melo Pet & Garden- mascotas y jardinería Multilaminas- tableros derivados de madera, Panizzi (restaurante), Melo's pets market (productos de mascotas), Los Altos de Cerro Azul (residencial de montaña) y Los Altos de Maria (residencial de montaña).

### **Competidores**

Los competidores del Grupo Melo varían por segmento de negocio, ya que hay aproximadamente 7 distintos negocios en que este conglomerado opera. Sin embargo, considerando que el negocio más importante del grupo es la distribución de insumos agropecuarios, el competidor directo de este segmento es Toledano. Toledano fue fundada en 1954 por Robert Toledano en la ciudad de Panama, la principal actividad de la compañía es la incubación y venta de huevos fértiles y comerciales y procesamiento de aves, como también la distribución de alimentos derivados de la industria avícola. Al cierre de septiembre de 2020 mantuvieron aproximadamente 178 millones en activos y aprox. 104 millones en ventas con una utilidad neta negativa de aprox. (9) millones.

La segunda competencia principal del Grupo Melo es el Grupo Corporativo Ricardo Perez, dado la enorme presencia en ventas, distribución y servicios de vehículos en la república de Panamá. Como el segmento automotriz (Copama) está entre los 3 principales de Grupo Melo, es importante analizar esta competencia directa del Grupo.

El Grupo Corporativo Ricardo Perez empieza de manera informal en Panama en el 1946 cuando su dueño, Ricardo Perez Garcia asume la distribución de los productos combustibles de la Unión Oil Company para Chiriquí. Desde ese año la empresa representaba la marca de automóviles Land Rover y también vendía vehículos y repuestos agrícolas Ford. En 1956 luego de la fundación formal de la empresa el grupo se convierte en el distribuidor exclusivo de la marca Toyota para todo el país. La empresa automotriz de Ricardo Perez es la más fuerte del grupo, alcanzando

ventas anuales de 15,000 unidades entre las marcas Toyota, Lexus e Hino y cuenta con 8 sucursales, 10 talleres a nivel nacional y 57 talleres móviles. El grupo Ricardo Perez es un competidor directo de Grupo Melo para el segmento de ventas de automóviles y maquinaria de agricultura.

### Descripción de la Industria.

Según datos de la publicación “*The Economist Intelligence Unit*” las cifras del año 2020 para los indicadores económicos principales fueran las siguientes:

Indicadores Financieros						
	2020*	2021**	2022**	2023**	2024**	2025**
Crecimiento/Descrecimiento del PIB real (%)	-17.00%	9%	3.80%	3.70%	4%	4.30%
Inflacion	-1.20%	0.90%	1.10%	1.10%	2.40%	1.70%
Tasa de Desempleo	20%	13%	9%	7%	6%	7%
*- valor estimado						
**- valor proyectado/pronosticado						
fuente: Economist Intelligence Unit						

Considerando que estas cifras sean confiables, estaríamos concluyendo que tomará aproximadamente 4 años para que el país vuelva a un crecimiento del PIB y que en 2025 estaríamos con un crecimiento aún más bajo que el del 2019, en otras palabras, la crisis del COVID atrasará el crecimiento de la economía por 5 años o posiblemente más. Estas son cifras y pronósticos muy preocupantes para empresas como Grupo Melo que dependen del consumo y el crecimiento económico del país.

El PIB de Panamá en 2019 fue de \$66,801 mil millones, de \$65,128 mil millones en 2018, de \$62,219 mil millones en 2017 y \$57,908 mil millones en 2016. Analizando dichas cifras año a año: de 2016 a 2017 hubo un crecimiento de 7.44%, del 2017 a 2018 de 4.68% y de 2018 a 2019 de 2.57%. Considerando la estimación del Economist Intelligence Unit, para que el PIB disminuya un 17% del 2019 a 2020 nos estaríamos ubicando al cierre del 2020 en un PIB de aprox \$58,785, volviendo prácticamente a niveles de 2016.

El estudio del Economist Intelligence Unit pronostica que la inversión directa externa (foreign direct investment) tendrá un crecimiento muy lento a partir del 2020, esto incluye el alto riesgo

de discontinuidad de negociaciones FTA (foreign trade agreement) con China<sup>3</sup>. Otro alto riesgo eminente es la prolongación de la sequía en el Canal de Panamá, la mayor fuente de ingresos del país<sup>4</sup> que representa aproximadamente 6% del PIB anualmente. El Economist Intelligence Unit estima que el consumo privado ha disminuido un -16% en 2020 y la demanda doméstica un -19.8%, la industrial un -14.5% y servicios un -18.5%.

En términos de oportunidades el artículo de “El Economist” menciona la aceleración de la actividad minera de la nueva mina de cobre de Panamá (una filial de la empresa canadiense First Quantum Minerals Ltd.), donde se espera una producción de 300,000 toneladas de cobre y aproximadamente 100,000 onzas troy por año para el 2022. La expansión del nuevo sistema de metro debería aumentar la inversión en el país, pero será inhibida por el atraso en la construcción del nuevo puente sobre el Canal de Panamá (valorado en aproximadamente \$1.5 billones).

Este entorno de mucha incertidumbre causado por medidas restrictivas de movilidad dado aumentos en casos del COVID influyen de manera muy negativa las proyecciones de ingresos para todas las empresas nacionales que dependen del consumo interno como Grupo Melo. En las últimas semanas del 2020, las autoridades anunciaron la prolongación de la cuarentena total para las dos primeras semanas de 2021, lo que pinta una imagen muy sombría para la economía durante el comienzo del 2021. El proceso de vacunación ha sido lento en Panamá, en que actualmente solo un 20% de la población ha sido vacunada. Es posible que a este paso demore más de un año para completar la jornada total de vacunación del país. Esto aplazaría la recuperación económica ya que muchas personas siguen laborando de casa o con contratos suspendidos, aún con mucho miedo de salir a la calle y volver sus actividades normales. Esto tiene un efecto directo en el consumo, lo que afecta los sectores más importantes del Grupo Melo.

---

<sup>3</sup> The Economist Intelligence Unit – The Economist Group. 750 Third Avenue, 5<sup>th</sup> floor, New York N.Y.

<sup>4</sup> The Economist Intelligence Unit – The Economist Group. 750 Third Avenue, 5<sup>th</sup> floor, New York N.Y.

## Metodología

La valoración económica es una manera disciplinada de evaluar la necesidad de liquidez que una empresa necesitará basado en los flujos de demanda, lo que puede ser influenciado por crecimientos o decrecimientos de una economía. La valoración también demuestra a los directivos de una compañía donde están las fortalezas y debilidades/áreas de mejoras para la misma. La valoración proporciona un benchmark para comparar el desempeño actual, lo que también puede servir como un “termómetro” para medir si una compañía se está desarrollando como lo esperado en comparación a sus pares. Otra función muy importante de la valoración es de determinar cuánto será invertido en el capital de trabajo, empleados, materiales, etc. para un año.

Esta tesis se enfoca en la Valoración de Flujos Descontados para el análisis financiero de la empresa Grupo Melo y proyección de flujos en los próximos 5 años. Empezando por la proyección de flujos basado en ciertos supuestos llevados al futuro y descontados a una tasa de riesgo ( $K_0$ ) compatible con el riesgo del mercado donde la compañía opera. Los supuestos son basados en los fundamentos de la compañía como también en hechos reales y de la actualidad; en este caso uno de los supuestos más importantes ha sido la afectación de la crisis del COVID en la demanda y los efectos futuros que continuaran influenciando los ingresos de la compañía en el corto y mediano plazo. Luego que uno obtiene la proyección basada en supuestos, es el momento de descontar los valores proyectados a tiempos presentes usando una tasa de descuento, que considera el costo de capital de la empresa.

La fórmula usada para el flujo de caja descontado es la siguiente:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

**Donde:**

**CF: Flujo de caja generado por la empresa en el periodo respectivo**

**R: la tasa de descuento, el costo de capital de la empresa**

**N: Número de periodos**

Esta tesis se enfoca en el análisis fundamental de otras empresas y indicadores de la industria encontrados en la página del profesor Aswatch Damordoran, que compila ratios e información financiera de las mayores compañías a nivel global. Fue necesario apoyarnos de estos datos para calcular el costo patrimonial de Grupo Melo, ya que el mercado local panameño no tiene profundidad y carece de información pública de sus compañías.

## Análisis Operacional

### I. Balance General (Activos)

#### Activo corrientes vs. activos no corrientes:

Los activos corrientes se mantienen constantes en los años analizados (2016-2020), la diferencia observada de año a año durante este periodo es muy baja (inferior al 1%). La estructura es muy

Activos Corrientes	1 Sem 2020	Estructura %	2019	Estructura %	2018	Estructura %	2017	Estructura %	2 Sem. 2016	Estructura %
Efectivo	\$ 33,503,812	8%	\$ 4,393,955	1%	\$ 4,236,343.10	1%	\$ 4,604,631.07	1%	\$ 5,263,949.83	1%
Documentos y cuentas por cobrar netos	\$ 46,459,872	12%	\$ 55,433,254	14%	\$ 55,904,583.30	15%	\$ 51,924,418.38	15%	\$ 54,923,757.20	15%
Inventarios	\$ 93,338,922	23%	\$ 86,355,683	22%	\$ 89,596,125.63	24%	\$ 84,599,213.54	24%	\$ 98,524,310.02	28%
Inventario de Materiales, pieza y repuestos	\$ 3,475,891	1%	\$ 3,177,922	1%	\$ 2,762,213.60	1%	\$ 2,915,465.00	1%	\$ 2,760,173.45	1%
Lotes disponibles para la venta	\$ 7,999,055	2%	\$ 7,988,984	2%	\$ 8,212,697.49	2%	\$ 8,317,024.92	2%	\$ 8,845,942.35	2%
Activos biológicos	\$ 7,604,113	2%	\$ 9,963,713	3%	\$ 8,861,048.29	2%	\$ 7,038,764.44	2%	\$ 6,587,903.79	2%
Adelantos para compras de inventario y granos	\$ 4,990,332	1%	\$ 6,110,967	2%	\$ 6,818,472.24	2%	\$ 7,512,099.34	2%	\$ 9,121,563.68	3%
Gastos pagados por adelantado	\$ 1,800,499	0%	\$ 985,480	0%	\$ 973,338.44	0%	\$ 1,181,427.24	0%	\$ 966,256.36	0%
ISR pagado por adelantado	\$ 4,918,071	1%	\$ 4,577,261	1%	\$ 3,315,031.72	1%	\$ 4,068,194.80	1%	\$ 2,960,975.27	1%
Otros Activos	\$ 673,997	0%	\$ 416,650	0%	\$ 675,089.90	0%	\$ 1,249,806.71	0%	\$ 1,334,845.46	0%
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>\$ 204,764,565</b>	<b>51%</b>	<b>\$ 179,403,869</b>	<b>47%</b>	<b>\$ 181,354,943.70</b>	<b>50%</b>	<b>\$ 173,411,045.44</b>	<b>49%</b>	<b>\$ 191,289,677.41</b>	<b>54%</b>
Activos No Corrientes		0%		0%		0%		0%		0%
Documentos por cobrar neto	\$ 12,375,137	3%	\$ 12,436,966	3%	\$ 10,515,614.88	3%	\$ 9,958,312.79	3%	\$ 8,037,052.16	2%
Inventario de materiales, piezas y repuestos	\$ 824,413	0%	\$ 1,133,313	0%	\$ 1,109,296.22	0%	\$ 1,189,978.12	0%	\$ 1,127,395.45	0%
Inmueble, mobiliario, equipos y mejoras neto	\$ 131,753,869	33%	\$ 135,084,414	35%	\$ 137,575,917.96	38%	\$ 131,677,172.21	38%	\$ 124,228,584.69	35%
Equipo para arrendamiento neto	\$ 2,319,010	1%	\$ 2,781,085	1%	\$ 3,557,481.31	1%	\$ 3,360,828.54	1%	\$ 2,709,247.81	1%
Activos por derecho de uso	\$ 16,723,342	4%	\$ 19,655,918	5%	\$ -	0%	\$ 8,922,535.30	3%	\$ 8,228,715.66	2%
Propiedades de inversión	\$ 9,861,135	2%	\$ 9,766,318	3%	\$ 9,399,210.69	3%	\$ 604,805.91	0%	\$ 107,044.20	0%
Otras Inversiones	\$ 620,737	0%	\$ 615,566	0%	\$ 609,730.43	0%	\$ -	0%	\$ -	0%
Inversión en asociadas	\$ 5,474,431	1%	\$ 5,185,348	1%	\$ 5,254,892.84	1%	\$ 4,889,407.62	1%	\$ 4,339,573.90	1%
Activos biológicos	\$ 7,830,151	2%	\$ 7,557,518	2%	\$ 7,521,831.58	2%	\$ 8,040,976.10	2%	\$ 7,278,962.17	2%
Fondo de Cesantía	\$ 9,225,319	2%	\$ 8,728,702	2%	\$ 8,454,236.78	2%	\$ 7,882,597.81	2%	\$ 7,201,827.94	2%
Impuesto sobre la renta diferido	\$ 777,925	0%	\$ 790,192	0%	\$ 200,871.51	0%	\$ 211,208.39	0%	\$ 218,907.93	0%
Otros Activos	\$ 606,283	0%	\$ 723,248	0%	\$ 572,432.40	0%	\$ 526,816.42	0%	\$ 989,081.07	0%
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>\$ 198,391,754</b>	<b>49%</b>	<b>\$ 204,458,588</b>	<b>53%</b>	<b>\$184,771,516.61</b>	<b>50%</b>	<b>\$ 177,264,639.21</b>	<b>51%</b>	<b>\$164,466,392.97</b>	<b>46%</b>
<b>Total Activos</b>	<b>\$ 403,156,318</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 383,862,457</b>	<b>100%</b>	<b>\$366,126,460.31</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 350,675,684.65</b>	<b>100%</b>	<b>\$355,756,070.38</b>	<b>100%</b>

coherente y casi predecible de año a año lo que facilita el manejo de los activos líquidos en el corto plazo. Los activos no corrientes también se mantienen con una estructura constante, los activos de largo plazo más representativos son: inmuebles, mobiliario, equipos y mejoras, esto se debe al segmento más importante del negocio de Grupo Melo que es la venta y distribución de la carne avícola, los centros de almacenamientos son estructuras que requieren un alto nivel de inversión y capital para el funcionamiento adecuado. El activo biológico es esencialmente sensible a las clemencias del clima y contaminación, por esta razón ha sido imprescindible invertir en inmuebles y mejoras estructurales. El 56% del total de activo se concentra en inventario (activo biológico) y activo fijo (Inmueble, equipo, etc.). Es decir, que por cada dólar que tiene la empresa, 56 centavos han sido destinados al activo fijo y su preservación.

Pasivos Corrientes	1 Sem 2020	Estructura %	2019	Estructura %	2018	Estructura %	2017	Estructura %	2016	Estructura %
Prestamos por Pagar	\$ 46,344,521	11%	\$ 20,155,583	5%	\$ 28,074,201	8%	\$ 23,585,996	7%	\$ 38,405,083	11%
Valores comerciales negociables	\$ 22,063,792	5%	\$ 20,370,000	5%	\$ 14,575,502	4%	\$ 20,141,660	6%	\$ 195,996	0%
Pasivos por arrendamiento	\$ 4,843,690	1%	\$ 4,754,431	1%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%
Cuenta por Cobrar Proveedores	\$ 29,413,750	7%	\$ 27,603,620	7%	\$ 36,588,224	10%	\$ 36,110,253	10%	\$ 42,676,832	13%
Adelantos recibidos de clientes	\$ 3,311,786	1%	\$ 2,820,451	1%	\$ 3,017,535	1%	\$ 2,085,631	1%	\$ 2,660,242	1%
Cuentas por pagar compañías relacionadas	\$ 304,290	0%	\$ 192,647	0%	\$ 385,105	0%	\$ 99,686	0%	\$ 265,170	0%
Gastos acumulados y otros pasivos	\$ 6,678,636	2%	\$ 6,790,317	2%	\$ 6,341,652	2%	\$ 7,958,187	2%	\$ 9,383,830	3%
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>\$ 112,960,466</b>	<b>28%</b>	<b>\$ 82,687,049</b>	<b>22%</b>	<b>\$ 88,982,219</b>	<b>24%</b>	<b>\$ 89,981,413</b>	<b>26%</b>	<b>\$ 93,587,153</b>	<b>28%</b>
<b>Pasivo No corriente</b>										
Bonos por pagar	\$ 78,547,301	19%	\$ 85,992,000	22%	\$ 87,157,836	24%	\$ 78,593,740	22%	\$ 68,590,760	20%
Pasivos por arrendamiento	\$ 14,189,619	4%	\$ 17,400,333	5%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ -	0%
Provisión para prima de antigüedad	\$ 10,369,982	3%	\$ 10,202,122	3%	\$ 9,760,956	3%	\$ 8,890,929	3%	\$ 8,269,692	2%
<b>Total Pasivos no Corrientes</b>	<b>\$ 103,106,902</b>	<b>26%</b>	<b>\$ 113,594,455</b>	<b>30%</b>	<b>\$ 96,918,791</b>	<b>26%</b>	<b>\$ 87,484,668</b>	<b>25%</b>	<b>\$ 76,860,452</b>	<b>23%</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>\$ 216,067,368</b>	<b>54%</b>	<b>\$ 196,281,504</b>	<b>51%</b>	<b>\$ 185,901,011</b>	<b>51%</b>	<b>\$ 177,466,081</b>	<b>51%</b>	<b>\$ 170,447,605</b>	<b>51%</b>
<b>Patrimonio</b>										
Capital emitido: acciones comunes, sin valor nominal; acciones autorizadas: \$5,000,000; acciones emitidas y en Circulación; 2,368,421	\$ 46,332,753	11%	\$ 45,946,800	12%	\$ 45,511,224	12%	\$ 45,143,650	13%	\$ 45,026,945	13%
Utilidades no distribuidas	\$ 140,058,261	35%	\$ 140,728,796	37%	\$ 133,740,306	37%	\$ 126,759,612	36%	\$ 120,124,096	36%
Otros resultados integrales	\$ 316,602	0%	\$ 395,356	0%	\$ 324,747	0%	\$ 661,106	0%	\$ 111,388	0%
Total Patrimonio atribuible a los propietarios	\$ 186,707,617	46%	\$ 187,070,952	49%	\$ 179,576,277	49%	\$ 172,564,369	49%	\$ 165,262,430	49%
Participación no controladora	\$ 381,334	0%	\$ 510,001	0%	\$ 649,173	0%	\$ 645,235	0%	\$ 642,432	0%
<b>Total Patrimonio</b>	<b>\$ 187,088,950</b>	<b>46%</b>	<b>\$ 187,580,953</b>	<b>49%</b>	<b>\$ 180,225,450</b>	<b>49%</b>	<b>\$ 173,209,603</b>	<b>49%</b>	<b>\$ 165,904,862</b>	<b>49%</b>
<b>Total Pasivo mas Patrimonio</b>	<b>\$ 403,156,318</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 383,862,457</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 366,126,460</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 350,675,685</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 336,352,466</b>	<b>100%</b>

## II. Pasivos y Patrimonio

### Deuda:

Concluimos que los préstamos por pagar han mostrado un crecimiento muy avanzado en el tiempo analizado (2016-2020), esto muestra que Grupo Melo ha financiado su crecimiento y capital de trabajo a través de préstamos bancarios y colocación de bonos en el mercado local. La deuda financiera es aún más representativa e importante para el negocio que los préstamos bancarios ya que posibilitan al emisor en financiarse a una tasa más baja que la bancaria. Es posible también que Grupo Melo haya utilizado la deuda de corto plazo (como el VCN, un bono con duración máxima de 1 año) para financiar deuda antigua y así renovar y postergar el pago de sus compromisos al futuro. Por ejemplo, podemos observar que, en el primer semestre de 2020, un 30% de los activos han sido adquiridos con deuda financiera. Esto es considerado standard en los sectores en que Grupo Melo opera, sin embargo, es importante que exista un control ya que si esto sigue aumentando la empresa estará financiando su capital de trabajo/actividades diarias en deuda y no en ingresos. El aumento en la deuda a corto plazo se explica también por el ciclo de capital de trabajo del grupo, la compañía se ha respaldado mucho en sus fuertes relaciones con bancos y casas de valores para la rápida colocación de deuda bursátil.

### **Patrimonio:**

Observamos que el valor de acciones emitidas no han cambiado, sin embargo, el valor de la acción en los últimos 5 años ha caído aproximadamente un 50%. Una gran parte del patrimonio no ha sido distribuida como utilidades lo que nos lleva a inferir que este monto debería haber sido inyectado nuevamente en las operaciones y mejorías de la empresa. La deuda de corto plazo (VCNs) rotativos ha sido utilizada para financiar el capital de trabajo, el grupo depende de la deuda para las actividades diarias de la compañía, lo que como mencionado anteriormente puede ser una clara falla de la gestión de los directivos de la compañía.

La última distribución de dividendos trimestrales registrada en diciembre es equivalente a los meses de enero, febrero y marzo de 2021 del Grupo Melo fue de 0.07 centavos por acción. Considerando que la empresa está dependiendo de la deuda a corto plazo para financiar el capital de trabajo, puede ser una práctica peligrosa distribuir dividendos elevados antes de tener sus finanzas sostenibles, en que las actividades comunes puedan ser cubiertas por los ingresos. Esto es algo que se ve en compañías semi-familiares en países latinos pequeños, en que los accionistas mayoritarios muchas veces son de la familia fundadora y forman parte de la junta directiva y por ende ejercen presión para la distribución de altos dividendos.

### III. Estado de Resultados del Grupo

Año	2016		2017		2018		2019		1 Sem. 2020	
	Cifra	Margen	Cifra	Margen	Cifra	Margen	Cifra	Margen	Cifra	Margen
Ingresos de Actividad ordinarias	\$ 444,360,822	100.00%	\$ 429,905,458	100.00%	\$ 423,115,578	100.00%	\$ 432,647,248	100.00%	\$ 166,699,726	100.00%
Otros ingresos	\$ 3,344,598	0.75%	\$ 2,464,851	0.57%	\$ 2,990,981	0.71%	\$ 4,049,660	0.94%	\$ 1,724,490	1.03%
Cambios en el inventario de mercancía										0.00%
productos terminados, en proceso y otros	\$ (176,424,210)	-39.70%	\$ (172,835,242)	-40.20%	\$ (152,470,002)	-36.04%	\$ (162,136,078)	-37.48%	\$ (55,325,124)	-33.19%
Consumo de materia prima y materiales usados	\$ (61,150,660)	-13.76%	\$ (56,419,171)	-13.12%	\$ (69,562,153)	-16.44%	\$ (69,846,244)	-16.14%	\$ (31,576,691)	-18.94%
Gastos de personal	\$ (83,041,924)	-18.69%	\$ (84,691,528)	-19.70%	\$ (86,995,555)	-20.56%	\$ (88,314,803)	-20.41%	\$ (35,857,067)	-21.51%
Depreciación y amortización	\$ (14,737,031)	-3.32%	\$ (16,499,950)	-3.84%	\$ (17,147,143)	-4.05%	\$ (17,063,647)	-3.94%	\$ (7,992,910)	-4.79%
Depreciación de activos derecho de uso	\$ -	0.00%	\$ -	0.00%	\$ -	0.00%	\$ (4,674,367)	-1.08%	\$ (2,261,831)	-1.36%
perdida crediticia esperada	\$ -	0.00%	\$ -	0.00%	\$ (279,482)	-0.07%	\$ (789,225)	-0.18%	\$ (1,060,742)	-0.64%
Otros Gastos	\$ (75,237,381)	-16.93%	\$ (75,791,547)	-17.63%	\$ (80,882,105)	-19.12%	\$ (74,508,212)	-17.22%	\$ (31,564,096)	-18.93%
<b>Ganancia Operativa</b>	<b>\$ 37,114,214</b>	<b>8.35%</b>	<b>\$ 26,132,871</b>	<b>6.08%</b>	<b>\$ 18,770,118</b>	<b>4.44%</b>	<b>\$ 19,364,332</b>	<b>4.48%</b>	<b>\$ 2,785,755</b>	<b>1.67%</b>
Intereses y dividendos ganados	\$ -	0.00%	\$ -	0.00%	\$ 1,757,693	0.42%	\$ 2,016,112	0.47%	\$ 906,041	0.54%
Gastos de intereses pasivos por arrendamiento	\$ -	0.00%	\$ -	0.00%	\$ -	0.00%	\$ (1,227,048)	-0.28%	\$ (550,350)	-0.33%
Gastos de intereses	\$ -	0.00%	\$ -	0.00%	\$ (6,242,293)	-1.48%	\$ (6,724,551)	-1.55%	\$ (3,217,992)	-1.93%
Costos financieros netos	\$ (5,258,397)	-1.18%	\$ (5,227,248)	-1.22%	\$ (4,484,600)	-1.06%	\$ (5,935,487)	-1.37%	\$ (2,862,301)	-1.72%
	\$ -	0.00%	\$ -	0.00%	\$ -	0.00%	\$ -	0.00%	\$ -	0.00%
Participación en resultados de asociadas	\$ 470,460	0.11%	\$ 493,017	0.11%	\$ 646,451	0.15%	\$ 321,026	0.07%	\$ 243,481	0.15%
<b>Utilidad antes de Impuesto sobre la renta</b>	<b>\$ 32,326,277</b>	<b>7.27%</b>	<b>\$ 21,398,640</b>	<b>4.98%</b>	<b>\$ 14,931,969</b>	<b>3.53%</b>	<b>\$ 13,749,871</b>	<b>3.18%</b>	<b>\$ 166,935</b>	<b>0.10%</b>
Impuesto sobre la renta	\$ (6,687,569)	-1.50%	\$ (4,838,814)	-1.13%	\$ (3,282,092)	-0.78%	\$ (1,696,183)	-0.39%	\$ (11,205)	-0.01%
<b>Utilidad neta</b>	<b>\$ 25,638,708</b>	<b>5.77%</b>	<b>\$ 16,559,826</b>	<b>3.85%</b>	<b>\$ 11,649,877</b>	<b>2.75%</b>	<b>\$ 12,053,687</b>	<b>2.79%</b>	<b>\$ 155,730</b>	<b>0.09%</b>

El estado de Resultados refleja una disminución años tras año y de forma escalonada tanto del margen operativo como también del margen neto. Los ingresos también han sufrido una disminución correspondiente a un promedio del 0.50% desde el año 2016.

Año	Promedio Margen 2016 - 2020
Ingresos de Actividad ordinarias	100.00%
Otros ingresos	0.80%
Cambios en el inventario de mercancía	0.00%
productos terminados, en proceso y otros	21.44%
Consumo de materia prima y materiales usados	10.18%
Gastos de personal	12.70%
Depreciación y amortización	2.66%
Depreciación de activos derecho de uso	0.49%
perdida crediticia esperada	0.18%
Otros Gastos	11.19%
<b>Ganancia Operativa</b>	<b>5.00%</b>
Intereses y dividendos ganados	0.28%
Gastos de intereses pasivos por arrendamiento	0.12%
Gastos de intereses	0.99%
Costos financieros netos	0.15%
	0.00%
Participación en resultados de asociadas	0.12%
Utilidad antes de Impuesto sobre la renta	3.81%
Impuesto sobre la renta	0.76%
<b>Utilidad neta</b>	<b>3.05%</b>

**Margen operativo Histórico (2016 – 2020)** ha sido de 5.00% en donde la cuenta de cambios en el inventario de mercancía, productos terminados y materiales usados representa un 21.44% del total de las ventas, el gasto de personal un 12.70% y el consumo de materia prima y materiales usados un 10.18%. Solamente estas tres cuentas representan más del 44% del total de ingresos por actividades ordinarias.

El Margen Neto histórico se sitúa en un 3.05% desde el año 2016. Esto tomando en consideración las cifras hasta junio del 2020 (época de pandemia).

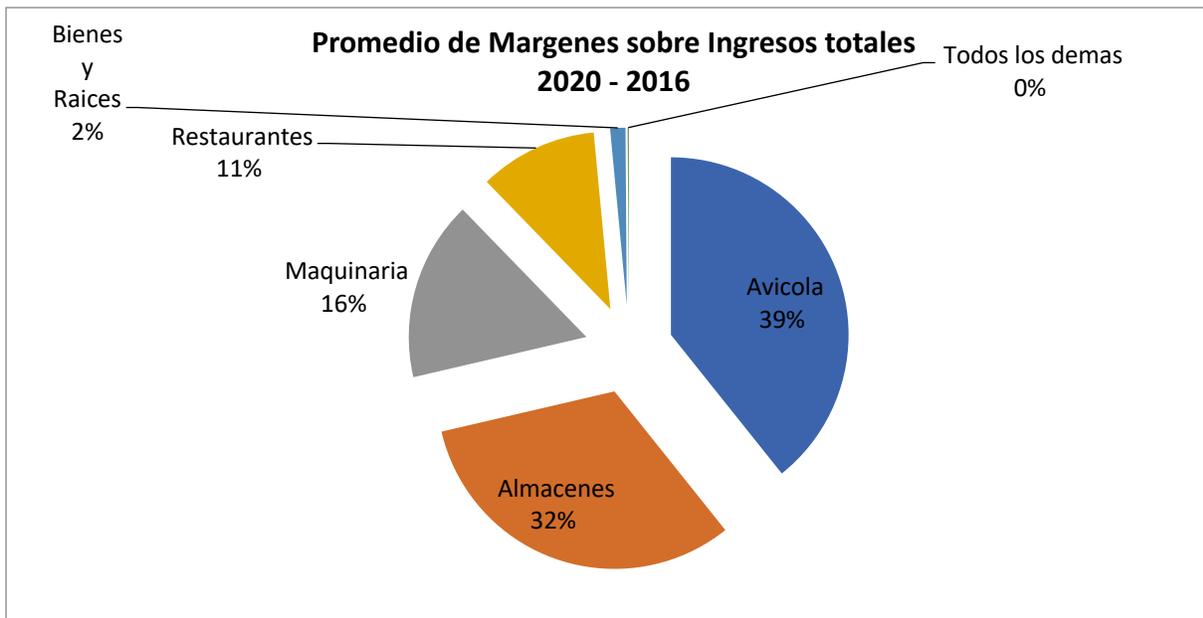
#### IV. Ingresos Segmentados

Actividad	1 Sem. 2020	Margen de Ingresos totales	2019	Margen de Ingresos totales	2018	Margen de Ingresos	2017	Margen de Ingresos	2016	Margen de Ingresos totales
Avicola	\$ 73,005,991	43.79%	\$ 166,465,079	38.48%	\$ 163,028,232	38.55%	\$ 161,711,523	38.55%	\$ 164,540,267	36.99%
Almacenes	\$ 63,373,404	38.02%	\$ 133,712,575	30.91%	\$ 131,634,566	31.12%	\$ 130,571,411	31.12%	\$ 130,176,769	29.27%
Maquinaria	\$ 16,510,149	9.90%	\$ 75,485,723	17.45%	\$ 72,421,495	17.12%	\$ 71,836,578	17.12%	\$ 90,299,653	20.30%
Restaurantes	\$ 11,659,686	6.99%	\$ 50,266,751	11.62%	\$ 49,579,509	11.72%	\$ 49,179,077	11.72%	\$ 52,233,913	11.74%
Dienes y Raices	\$ 1,932,152	1.16%	\$ 6,242,755	1.44%	\$ 5,808,093	1.37%	\$ 5,761,184	1.37%	\$ 7,065,411	1.59%
Informacion que debe ser informado	\$ 166,481,382	99.87%	\$ 432,172,883	99.89%	\$ 422,471,895	99.89%	\$ 419,059,773	99.89%	\$ 444,316,013	99.90%
Todos los demas	\$ 218,344	0.13%	\$ 474,366	0.11%	\$ 467,880	0.11%	\$ 464,101	0.11%	\$ 462,901	0.10%
<b>Total</b>	<b>\$ 166,699,726</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 432,647,248</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 422,939,775</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 419,523,874</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 444,778,915</b>	<b>100.00%</b>

Promedio de Margenes	2020 - 2016
Avicola	39.27%
Almacenes	32.09%
Maquinaria	16.38%
Restaurantes	10.76%
Dienes y Raices	1.39%
Informacion que debe ser infoi	99.89%
Todos los demas	0.11%
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>

El negocio Avícola ha generado en promedio desde junio del 2016 a junio de 2020 de 39.27% del total de los ingresos, seguido por un 32.09% por su unidad de almacenes. El 16.38% corresponde a su unidad de ventas de maquinaria y automóviles, el 10.76% corresponde a los restaurantes del grupo y solo el 1.39% corresponde a ingresos de bienes y raíces. La marca Melo es casi sinónimo en Panamá con la

distribución de pollo, es su producto estrella que se posiciona en primer lugar en la industria panameña. Las generaciones de estas unidades han resultado en un promedio de **99.89%** de todos los ingresos del Grupo.



## V. Costos y Gastos de Operación

Costos Operacionales	2 Sem 2016	Margen	2017	Margen	2018	Margen	2019	Margen	1 Sem 2020	Margen
Cambios en el inventario de mercancía	\$ (78,195,858)	39.70%	\$ (137,695,306)	40.20%	\$ (140,587,655)	36.04%	\$ (143,540,759)	37.48%	\$ (55,325,124)	33.19%
Consumo de materia prima y materiales usados	\$ (33,877,893)	13.76%	\$ (65,597,107)	13.12%	\$ (65,067,044)	16.44%	\$ (64,541,264)	16.14%	\$ (31,576,691)	18.94%
Gastos de personal	\$ (42,438,787)	18.69%	\$ (80,586,580)	19.70%	\$ (82,117,670)	20.56%	\$ (83,677,848)	20.41%	\$ (35,857,067)	21.51%
<b>Total Costos Directos de Operación</b>	<b>\$ (154,512,538)</b>	<b>72.15%</b>	<b>\$ (283,878,993)</b>	<b>73.03%</b>	<b>\$ (287,772,368)</b>	<b>73.04%</b>	<b>\$ (291,759,871)</b>	<b>74.03%</b>	<b>\$ (122,758,882)</b>	<b>73.64%</b>

### I. Costos Operacionales Directos

Costos Operacionales	Promedio 2020 -2016
Cambios en el inventario de mercancía	37.32%
Consumo de materia prima y materiales	15.68%
Gastos de personal	20.17%
<b>Total Costos Directos de Operación</b>	<b>73.18%</b>

Tal y como visto anteriormente el inventario y consumo de materia prima representan la parte más relevante de los costos y gastos de operación del Grupo Melo. Esto es algo consistente con el sector en que el grupo opera. Los gastos de personal representan aproximadamente un 20% de los costos operaciones, esto se debe al que el factor humano es determinante en todos los procesos, aun cuando existe un alto grado de automatización, el factor humano determinante en la calidad de los productos y la distribución del activo biológico.

En promedio por cada dólar vendido aproximadamente 73 centavos obedecen al costo de la mercancía vendida.

### II. Otros Gastos

Costos Operacionales	2 Sem 2016	Margen	2017	Margen	2018	Margen	2019	Margen	1 Sem 2020	Margen
Otros Gatos	\$ (75,237,381)	16.93%	\$ (75,791,547)	17.63%	\$ (80,882,105)	19.12%	\$ (74,508,212)	17.22%	\$ (31,564,096)	18.93%

Costos Operacionales	Promedio 2020 -2016
Otros Gatos	17.97%

**Los Otros Gastos** constituyen un peso importante dentro de la estructura de egresos del Estrado de Resultados. Estos han promediado un 17.97% del total de las ventas desde junio del 2016. Estos otros gastos han alcanzado los \$80 millones de dólares en el año 2018. Durante el primer semestre del 2020 representaban más de 31 millones de dólares para un margen del 18.93%. Es por estos que consideramos importante desglosar los mismos (ver la próxima página).

El Grupo Melo es sensible al ciclo económico y aumentos en precio de materias primas, dado su dependencia en alimentos como el maíz, soya, entre otros. La crisis del COVID ha causado un impacto muy negativo en precios de commodities, disparando precios a nivel global. El grupo ha

intentado combatir este efecto en los últimos años invirtiendo en las eficiencias operativas y estrategias de control de costo, sin embargo, esto no siempre es suficiente para compensar.

Otros Gastos	1 Sem 2020	Margen %
Viajes, viaticos y transporte	\$ (1,071,222)	0.64%
Honorarios Profesionales y legales	\$ (2,005,085)	1.20%
Gastos de tecnologia	\$ (1,247,840)	0.75%
Seguros	\$ (545,995)	0.33%
Alquiler	\$ (1,214,788)	0.73%
Luz Telefono y agua	\$ (4,789,339)	2.87%
Mantenimiento y reparacion	\$ (2,246,735)	1.35%
Aseo y Limpieza	\$ (1,511,982)	0.91%
Gastos de Promocion	\$ (276,629)	0.17%
Envases, cartuchos y papeleria	\$ (2,214,550)	1.33%
Gastos de oficinas	\$ (352,971)	0.21%
Impuestos nacionales y municipales	\$ (1,486,742)	0.89%
Donaciones y contribuciones	\$ (39,921)	0.02%
Entrega, felte y acarreo	\$ (3,529,300)	2.12%
Gastos de Ventas	\$ (1,428,173)	0.86%
Fumigacion y medicamentos	\$ (409,507)	0.25%
Gastos bancarios	\$ (413,885)	0.25%
Gasolina, deisel, lubricantes y grasas	\$ (1,431,252)	0.86%
Suministros y materiales	\$ (897,970)	0.54%
Camadas	\$ (169,868)	0.10%
Mantenimiento y repuestos de vehiculos	\$ 197,143	-0.12%
Publicidad, propaganda y anuncios	\$ (112,251)	0.07%
Miscelaneos	\$ (1,189,948)	0.71%
<b>Total</b>	<b>\$ (31,564,096)</b>	<b>18.93%</b>

## VI. Análisis de Activos, Operativos y No Operativos 1 Semestre 2020

### I- Cuentas Operacionales

<b>Porcion Corriente</b>	<b>1 Sem 2020</b>	<b>Estructura %</b>
Documentos y cuentas por cobrar netos	\$ 46,459,872	11.5%
Inventarios	\$ 93,338,922	23.2%
Inventario de Materiales, pieza y repuestos	\$ 3,475,891	0.9%
Activos biológicos	\$ 7,604,113	1.9%
Adelantos para compras de inventario y granos	\$ 4,990,332	1.2%
<b>Total Porcion Corriente</b>	<b>\$ 155,869,130</b>	<b>38.7%</b>
<b>Porcion No Corriente</b>		
Documentos por cobrar neto	\$ 12,375,137	3.07%
Inventario de materiales, piezas y repuestos	\$ 824,413	0.20%
Inmueble, mobiliario, equipos y mejoras neto	\$ 131,753,869	32.68%
Activos biológicos	\$ 7,830,151	1.94%
<b>Total Porcion No Corriente</b>	<b>\$ 152,783,571</b>	<b>37.90%</b>
<b>Total Activos Operacionales</b>	<b>\$ 308,652,702</b>	<b>76.56%</b>

### II- Cuentas No Operacionales

<b>Porcion Corriente</b>	<b>1 Sem 2020</b>	<b>Estructura %</b>
Efectivo	\$ 33,503,812	8.31%
Lotes disponibles para la venta	\$ 7,999,055.35	1.98%
Gastos pagados por adelantado	\$ 1,800,499.21	0.45%
ISR pagado por adelantado	\$ 4,918,070.67	1.22%
Otros Activos	\$ 673,997.42	0.17%
<b>Total Porcion Corriente</b>	<b>\$ 48,895,434.33</b>	<b>12.13%</b>
<b>Porcion No Corriente</b>		
Equipo para arrendamiento neto	\$ 2,319,010	0.58%
Propiedades de inversión	\$ 9,861,135	2.45%
Otras Inversiones	\$ 620,737	0.15%
Inversión en asociadas	\$ 5,474,431	1.36%
Fondo de Cesantía	\$ 9,225,319	2.29%
Impuesto sobre la renta diferido	\$ 777,925	0.19%
Otros Activos	\$ 606,283	0.15%
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>\$ 28,884,841</b>	<b>7.16%</b>
<b>Total Activos No Operacionales</b>	<b>\$ 77,780,274.85</b>	<b>19.29%</b>

Los Activos Operativos constituyen el 76.56% del total de Activos, mientras que los Activos No Operacionales (prescindibles) constituyen un 19.29%.

## VII. Tabla de supuestos de Crecimientos de la Compañía

<b>Promedios de crecimiento por trimestre Con efecto pandemia incluida</b>	<b>-3.45%</b>
<b>Promedio de primer semestre 2020</b>	<b>-20.81%</b>
Promedio de crecimiento anual	-0.50%
Crecimiento proyectado para 2 Semestre 2020	-11.25%
<b>Crecimiento Ingresos proyectado según melo en 2019</b>	<b>2.90%</b>
<b>Crecimiento proyectado PIB Panama 2021 Banco Mundial</b>	<b>5.30%</b>
<b>Crecimiento Proyectado PIB Panama 2022 Banco Mundial</b>	<b>3.80%</b>
<b>Crecimiento de Grupo Melo proyectado para 2021</b>	<b>2.57%</b>
<b>Crecimiento anual Proyectado 2022 - 2025</b>	<b>2.07%</b>

Los principales impulsores de crecimiento del grupo son las divisiones de alimentos y almacenes que representan aproximadamente un 70% de los ingresos totales del grupo. Adicionalmente, en la división de restaurantes el grupo es líder por números de locales en funcionamiento (aprox 89 al final de 2020). En la división de maquinaria y automotriz es el grupo más importante en ventas de camiones y tractores. La diversificación de la cartera de productos del grupo es su principal fortaleza, especialmente en momentos de contracción económicas como las que hemos vivido en 2020. El dinamismo en la generación de ingresos es una ventaja competitiva muy relevante para el grupo; las economías de escala y la integración de distintos negocios hacen con que las principales divisiones sean más eficientes en comparación a sus competidores. Fitch Rating ha estimado que para el 2021 el Grupo tendrá un crecimiento del 3.7% debido a que los efectos de la pandemia han ocasionado grandes distorsiones en el ritmo productivo que experimentaba el Grupo desde 2016, el cálculo adecuado del crecimiento de los ingresos para el año 2021 será clave. Por esta razón, hemos considerado un enfoque más conservador para los supuestos de tasas de crecimiento de los ingresos de Grupo Melo para 2021 y los periodos de 2022-2025. Para el 2021 se ha considerado dentro del crecimiento la tasa de crecimiento de ingresos pronosticada originalmente para el 2020 por el grupo y el cual están reflejados en los Estados Financieros del 2019, resultando en una tasa del 2.90%. Esto con el fin de dar continuidad al crecimiento de la compañía en un año menos volátil como lo fue el 2020. A esto se le promedia la tasa de crecimiento proyectado para Panamá en el 2021 del Banco Mundial el cual es de 5.30%. También se promedió la tasa de crecimiento histórico de los ingresos desde el 2016 al 2019 el cual se sitúa en un promedio de - 0.50%. El promedio de estas tasas resulta en un crecimiento anual de las ventas para el 2021 de 2.57%. Realizamos el mismo ejercicio para calcular la tasa de crecimiento de los ingresos para el año 2022 en adelante, pero usando dentro de la ecuación la tasa de crecimiento pronosticada del Banco Mundial para Panamá en 2022 el cual se sitúa en 3.80% esto resulta en una tasa de crecimiento de los ingresos para 2022 del 2.07%, el cual también utilizamos para los años siguientes. Decidimos analizarlo de esta manera tomando en consideración que el

2022 en adelante los ingresos del grupo empezarán a estabilizarse nuevamente a consecuencia de haber superado de forma relativa los efectos ocasionados por la pandemia del Covid-19.

### VIII. Tasas Históricas de Crecimiento

Año	2019 vs 2018	2017 vs 2016	Promedio
Ingresos de Actividad ordinarias	2.25%	-3.25%	-0.50%
Otros ingresos	35.40%	-26.30%	4.55%
Cambios en el inventario de mercancía			
productos terminados, en proceso y otros	6.34%	-2.03%	2.15%
Consumo de materia prima y materiales usados	0.41%	-7.74%	-3.66%
Gastos de personal	1.52%	1.99%	1.75%
Depreciación y amortización	-0.49%	11.96%	5.74%
Depreciación de activos derecho de uso	0.00%	0.00%	0.00%
perdida crediticia esperada	182.39%	0.00%	91.19%
Otros Gastos	-7.88%	0.74%	-3.57%
<b>Ganancia Operativa</b>			
Costos financieros			
Intereses y dividendos ganados	14.70%	0.00%	7.35%
Gastos de intereses pasivos por arrendamiento			
Gastos de intereses	7.73%	0.00%	3.86%
Costos financieros netos	32.35%	-0.59%	15.88%
Participación en resultados de asociadas	-50.34%	4.79%	-22.77%

Hemos calculado las tasas de crecimiento histórico de los periodos de 2016 - 2019 para cada rubro del Estado de Resultado con el fin de sentar las bases históricas del comportamiento de cada rubro bajo condiciones normales. Se hizo de esta manera para tener una imagen del comportamiento real de la compañía ya que la tasa de crecimiento del 2020 contiene un componente de estimación correspondiente a la segunda mitad del 2020.

### IX. VIII. Tasas de Crecimientos por Cuentas de Estado de Resultado Proyectado

Años	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Actividades Ordinarias	-11.25%	2.57%	2.07%	2.07%	2.07%	2.07%
Otros ingresos	-3.35%	3.56%	3.31%	3.31%	3.31%	3.31%
Cambios en el inventario de mercancía productos terminados, en proceso y otros	-4.55%	2.36%	2.11%	2.11%	2.11%	2.11%
Consumo de materia prima y materiales usados	-7.46%	0.55%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
Gastos de personal	-4.75%	2.16%	1.91%	1.91%	1.91%	1.91%
Depreciación y amortización	-2.76%	4.15%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
Depreciación de activos derecho de uso	-2.76%	4.15%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
perdida crediticia esperada	0.00%	1.28%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%
Otros Gastos	-7.41%	0.25%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%
<b>Costos financieros</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Intereses y dividendos ganados	-11.25%	4.96%	4.71%	4.71%	4.71%	4.71%
Gastos de intereses pasivos por arrendamiento	-11.25%	2.57%	2.07%	2.07%	2.07%	2.07%
Gastos de intereses	-11.25%	3.21%	2.96%	2.96%	2.96%	2.96%
Costos financieros netos	15.88%	9.55%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%
Participación en resultados de asociadas	-17.01%	-10.10%	-10.35%	-17.01%	-10.10%	-10.35%

Las expectativas de crecimiento de Grupo Melo para los futuros (incluyendo 2020) años han sido calculadas tomando en base el crecimiento histórico por rubro y se ha promediado con la expectativa de crecimiento esperado para la compañía para el 2021 el cual ya se mencionó es de 2.57% (en este caso para calcular la proyección del año 2021) y con la expectativa de crecimiento anual proyectado para el año 2022-2025 el cual de forma conservadora será constante en 2.07%.

Para la tasa de otros gastos, el cual contiene un importante valor monetario, consideramos promediar solo el desempeño histórico del 2016-2017 con el promedio de crecimiento de ingresos anual del Grupo para el 2021 y 2022 (para calcular los valores de 2021 y 2022-2025 respectivamente), esto debido a que entre el año 2018-2019 se vio en este rubro una importante disminución del -7.88%. Una caída no usual que podría sesgar el promedio histórico usado para calcular una proyección futura. Al hacerlo de esta manera y también dividirlo en dos (para calculo conservador) las tasas de crecimiento de esta cuenta para 2021 – 2025 oscilan entre el 0.25% y 0.38%.

## Proyección de Estado de Resultados 2020 – 2025

EERR	Total 2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos de Actividad ordinarias	\$ 363,836,965	\$ 373,175,447	\$ 380,887,739	\$ 388,759,419	\$ 396,793,781	\$ 404,994,185
Otros ingresos	\$ 4,318,648	\$ 4,472,235	\$ 4,620,105	\$ 4,772,863	\$ 4,930,672	\$ 5,093,698
Cambios en el inventario de mercancia productos terminados, en proceso y otros	\$ (133,520,982)	\$ (136,671,646)	\$ (139,554,976)	\$ (142,499,135)	\$ (145,505,406)	\$ (148,575,100)
Consumo de materia prima y materiales usados	\$ (65,454,584)	\$ (65,813,880)	\$ (66,339,683)	\$ (66,869,687)	\$ (67,403,925)	\$ (67,942,431)
Gastos de personal	\$ (78,295,854)	\$ (79,986,312)	\$ (81,513,303)	\$ (83,069,445)	\$ (84,655,295)	\$ (86,271,419)
Depreciacion y amortizacion	\$ (16,287,483)	\$ (16,963,776)	\$ (17,625,740)	\$ (18,313,536)	\$ (19,028,171)	\$ (19,770,693)
Depreciacion de activos derecho de uso	\$ (6,807,287)	\$ (7,089,941)	\$ (7,366,607)	\$ (7,654,068)	\$ (7,952,747)	\$ (8,263,081)
perdida crediticia esperada	\$ (1,647,407)	\$ (1,668,549)	\$ (1,685,791)	\$ (1,703,211)	\$ (1,720,811)	\$ (1,738,592)
Otros Gastos	\$ (64,855,949)	\$ (65,018,947)	\$ (65,263,628)	\$ (65,509,231)	\$ (65,755,757)	\$ (66,003,211)
<b>Ganancia Operativa</b>	<b>\$ 1,286,066</b>	<b>\$ 4,434,631</b>	<b>\$ 6,158,116</b>	<b>\$ 7,913,970</b>	<b>\$ 9,702,340</b>	<b>\$ 11,523,355</b>
Costos financieros						
Intereses y dividendos ganados	\$ 1,777,457	\$ 1,865,599	\$ 1,953,448	\$ 2,045,434	\$ 2,141,751	\$ 2,242,604
Gastos de intereses pasivos por arrendamiento	\$ (1,639,313)	\$ (1,681,389)	\$ (1,716,137)	\$ (1,751,604)	\$ (1,787,804)	\$ (1,824,752)
Gastos de intereses	\$ (6,020,043)	\$ (6,213,572)	\$ (6,397,789)	\$ (6,587,468)	\$ (6,782,770)	\$ (6,983,862)
Costos financieros netos	\$ (5,881,899)	\$ (6,443,470)	\$ (7,050,602)	\$ (7,714,942)	\$ (8,441,878)	\$ (9,237,309)
Participacion en resultados de asociadas	\$ 387,493	\$ 348,344	\$ 312,280	\$ 259,151	\$ 232,969	\$ 208,849
Utilidad antes de Impuesto sobre la renta	\$ (3,336,924)	\$ 205,104	\$ 1,373,241	\$ 2,503,613	\$ 3,635,182	\$ 4,737,499
Impuesto sobre la renta	\$ (834,231)	\$ 51,276	\$ 343,310	\$ 625,903	\$ 908,796	\$ 1,184,375
<b>Utilidad neta</b>	<b>\$ (2,502,693)</b>	<b>\$ 153,828</b>	<b>\$ 1,029,931</b>	<b>\$ 1,877,710</b>	<b>\$ 2,726,387</b>	<b>\$ 3,553,124</b>

A pesar de que el ejercicio operativo para el último semestre 2020 resultó desfavorable, observamos que considerando las estimaciones económicas (supuestos) disponibles al cierre de junio 2020, la empresa logra retomar en 2021 un nivel adecuado de ventas (crecimiento del 2.57% y 2.07% del 2022 – 2025) y a su vez manteniendo en la mayoría de los casos las respectivas proporciones en costos y gastos. Dicho esto, es razonable sustentar que, dada la diversidad en unidades de negocio mantenida por Grupo Melo, existe suficiente espacio para maniobrar el *cash management* y hacer los ajustes necesarios para conseguir el resultado consolidado esperado a mediano y largo plazo.

## Proyección de Flujo Libre de Caja

### Ajustes para la elaboracion del Flujo de Caja Proyectado 2020 - 2025

Cuentas	2 Semestre de 2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Utilidad Neta</b>	<b>\$ (3,503,409)</b>	<b>\$ 153,828</b>	<b>\$ 1,029,931</b>	<b>\$ 1,877,710</b>	<b>\$ 2,726,387</b>	<b>\$ 3,553,124</b>
<b>Ajustes</b>						
Depreciacion y amortizacion	\$ 9,630,022	\$ 18,040,288	\$ 18,744,260	\$ 19,475,703	\$ 20,235,689	\$ 21,025,331
otros ingresos	\$ (1,945,618)	\$ (3,354,177)	\$ (3,465,078)	\$ (3,579,647)	\$ (3,698,004)	\$ (3,407,324)
otros gastos por función	\$ 24,968,890	\$ 48,764,210	\$ 48,947,721	\$ 49,131,923	\$ 49,316,818	\$ 52,666,297
Ingresos financieros	\$ (653,562)	\$ (1,399,199)	\$ (1,465,086)	\$ (1,534,075)	\$ (1,606,313)	\$ (1,681,953)
costos financieros	\$ (2,264,698)	\$ (4,832,603)	\$ (5,287,952)	\$ (5,786,206)	\$ (6,331,408)	\$ (4,880,318)
Participacion en resultados de asociadas	\$ (108,009)	\$ (261,258)	\$ (234,210)	\$ (194,363)	\$ (174,727)	\$ (329,803)
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>\$ 26,123,615</b>	<b>\$ 57,111,090</b>	<b>\$ 58,269,586</b>	<b>\$ 59,391,044</b>	<b>\$ 60,468,441</b>	<b>\$ 66,945,354</b>

## Análisis de Inversión en Reposición, Capex y Variación del Capital de Trabajo

## I. Inversión en Reposición

Cuenta	2020 2S.	2021	2022	2023	2024	2025
Inversión en Reposición	\$ (4,815,011)	\$ (9,020,144)	\$ (9,372,130)	\$ (9,737,852)	\$ (10,117,844)	\$ (21,025,331)

Hemos estimado en un 50% de la depreciación de inversión en reposición.

Debido a que el grupo contiene una inversión en activos fijos y operativos relativamente elevada por la naturaleza de sus actividades, determinamos que, por cada dólar depreciado, se reinvertirían 50 centavos en activos operativos. Esto no supone proyectos nuevos ni mayor capacidad instalada, únicamente mantener el estado de los activos operativos para que continúen produciendo valor económico en igualdad de condiciones.

## II. Inversión en CAPEX

Cuenta	2020 2S	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Proyectados	\$ 197,137,689	\$ 373,175,447	\$ 380,887,739	\$ 388,759,419	\$ 396,793,781	\$ 404,994,185
Activos proyectados	\$ 63,821,795	\$ 120,812,652	\$ 123,309,447	\$ 125,857,842	\$ 128,458,904	\$ 131,113,721
<b>Inversión en Activos (Bic)</b>	<b>\$ 56,990,857</b>	<b>\$ 2,496,795</b>	<b>\$ 2,548,395</b>	<b>\$ 2,601,062</b>	<b>\$ 2,654,817</b>	

La principal vía que tiene Melo para nivelar los ingresos, luego del estrés sufrido a inicios de pandemia, es invertir en nuevas tecnologías y ampliar capacidad instalada. Considerando el déficit de ingresos, se calculó una tasa histórica promedio de inversión en activo fijo a partir de la fórmula:

$$\frac{\text{Activo Fijo}}{\text{Ventas}} = \text{Tasa de Inversión en Activo Fijo (\%)}$$

Esta relación supone que el valor (incremental) de activo fijo explica el crecimiento en ventas. Partiendo de esta premisa, y contemplando la disminución en ventas para el primer semestre 2020, se determinó una tasa proyectada de 31.05%, suponiendo que, por cada dólar vendido, 31 centavos son destinados a nuevas inversiones. De esta forma se fundamenta financieramente el crecimiento en ventas, a pesar de la situación adversa.

## III. Aumento o Disminución del Capital de Trabajo

Cuentas	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ratio Act no corrientes op/Ingresos	29.59%	32.50%	34.29%	33.11%	32.37%
Ingresos	\$ 444,360,822	\$ 429,905,458	\$ 423,115,578	\$ 432,647,248	
CTON	\$ 120,119,312	\$ 110,367,608	\$ 120,535,747	\$ 127,868,092	
RCTON	27.03%	25.67%	28.49%	29.55%	27.69%

El promedio histórico entre los ingresos por operaciones ordinarias y el CTON hasta finalizar el 2019 es de 27.69%.

### Cuentas utilizadas para cálculo del CTON

Cuenta de Balance General	Operación
Documentos y cuentas por cobrar netos	+
Inventarios	+
Inventario de Materiales, pieza y repuestos	+
Activos biológicos	+
Cuenta por Cobrar Proveedores	-
<b>CTON</b>	<b>=</b>

### CTON de junio 2020 y superavit o deficit del CTON a diciembre 2020

Cuentas	1 Sem. 2020	2 Sem 2020	Proyectado 2020
Ratio Act no corrientes op/Ingresos	0.00%	0.00%	
Ingresos	\$ 166,699,276	\$ 197,137,689	\$ 363,836,965
CTON	\$ 121,465,048	\$ 72,073,539	\$ 193,538,587
<b>RCTON</b>	72.86%	36.56%	53.19%
CTON a JUNIO 2020	\$ 121,465,048		
Superavit CTON	\$ -72,073,539		

Sin embargo, por efectos ocasionados por la pandemia del Covid 19, se puede observar que la relación entre los ingresos operacionales ordinarios y el CTON del primer semestre del 2021 fue de 72.86%, esto debido a la fuerte caída de los ingresos observados durante dicho periodo. Al promediar el 72.86% con el 27.69% del promedio histórico de 2016 – 2019 genera un RCTON para la segunda mitad del 2020 del 36.56%. Al sumar los resultados del primer semestre y del proyectado del segundo semestre se llega a un promedio para el 2020 del 53.19% entre los ingresos y el CTON.

### Variación en Capital de Trabajo

Cuenta	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aumento (disminuciones) Capital de Trabajo	\$ 2,921,302.72	\$ 5,063,524.23	\$ 7,250,018.32	\$ 9,481,699.95	\$ 11,759,503.00	

Como consecuencia se logra ver unas variaciones constantes y un aumento en capital de trabajo requeridos para mantener operación constante del grupo.

## IV. Flujo de Caja Proyectado (Segundo Semestre 2020 – 2025)

Cuentas	2 Semestre de 2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos de Actividad ordinarias	\$ 197,137,689	\$ 373,175,447	\$ 380,887,739	\$ 388,759,419	\$ 396,793,781	\$ 404,994,185
Otros ingresos	\$ 2,594,158	\$ 4,472,235	\$ 4,620,105	\$ 4,772,863	\$ 4,930,672	\$ 5,093,698
Cambios en el inventario de mercancia						
productos terminados, en proceso y otros	\$ (78,195,858)	\$ (136,671,646)	\$ (139,554,976)	\$ (142,499,135)	\$ (145,505,406)	\$ (148,575,100)
Consumo de materia prima y materiales usados	\$ (33,877,893)	\$ (65,813,880)	\$ (66,339,683)	\$ (66,869,687)	\$ (67,403,925)	\$ (67,942,431)
Gastos Administrativos	\$ (42,438,787)	\$ (79,986,312)	\$ (81,513,303)	\$ (83,069,445)	\$ (84,655,295)	\$ (86,271,419)
Depreciacion y amortizacion	\$ (8,294,573)	\$ (16,963,776)	\$ (17,625,740)	\$ (18,313,536)	\$ (19,028,171)	\$ (19,770,693)
Depreciacion de activos derecho de uso	\$ (4,545,456)	\$ (7,089,941)	\$ (7,366,607)	\$ (7,654,068)	\$ (7,952,747)	\$ (8,263,081)
perdida crediticia esperada	\$ (586,665)	\$ (1,668,549)	\$ (1,685,791)	\$ (1,703,211)	\$ (1,720,811)	\$ (1,738,592)
Otros Gastos	\$ (33,291,853)	\$ (65,018,947)	\$ (65,263,628)	\$ (65,509,231)	\$ (65,755,757)	\$ (66,003,211)
<b>Ganancia Operativa</b>	<b>\$ (1,499,239)</b>	<b>\$ 4,434,631</b>	<b>\$ 6,158,116</b>	<b>\$ 7,913,970</b>	<b>\$ 9,702,340</b>	<b>\$ 11,523,355</b>
Costos financieros						
Intereses y dividendos ganados	\$ 871,416	\$ 1,865,599	\$ 1,953,448	\$ 2,045,434	\$ 2,141,751	\$ 2,242,604
Gastos de intereses pasivos por arrendamiento	\$ (1,088,963)	\$ (1,681,389)	\$ (1,716,137)	\$ (1,751,604)	\$ (1,787,804)	\$ (1,824,752)
Gastos de intereses	\$ (2,802,051)	\$ (6,213,572)	\$ (6,397,789)	\$ (6,587,468)	\$ (6,782,770)	\$ (6,983,862)
Costos financieros netos	\$ (3,019,598)	\$ (6,443,470)	\$ (7,050,602)	\$ (7,714,942)	\$ (8,441,878)	\$ (9,237,309)
Participacion en resultados de asociadas	\$ 144,012	\$ 348,344	\$ 312,280	\$ 259,151	\$ 232,969	\$ 208,849
Utilidad antes de Impuesto sobre la renta	\$ (3,503,409)	\$ 205,104	\$ 1,373,241	\$ 2,503,613	\$ 3,635,182	\$ 4,737,499
Impuesto sobre la renta	\$ -	\$ (51,276)	\$ (343,310)	\$ (625,903)	\$ (908,796)	\$ (1,184,375)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>\$ (3,503,409)</b>	<b>\$ 153,828</b>	<b>\$ 1,029,931</b>	<b>\$ 1,877,710</b>	<b>\$ 2,726,387</b>	<b>\$ 3,553,124</b>
Ajustes						
Depreciacion y amortizacion	\$ 9,630,022	\$ 18,040,288	\$ 18,744,260	\$ 19,475,703	\$ 20,235,689	\$ 21,025,331
otros ingresos	\$ (1,945,618)	\$ (3,354,177)	\$ (3,465,078)	\$ (3,579,647)	\$ (3,698,004)	\$ (3,407,324)
otros gastos por función	\$ 24,968,890	\$ 48,764,210	\$ 48,947,721	\$ 49,131,923	\$ 49,316,818	\$ 52,666,297
Ingresos financieros	\$ (653,562)	\$ (1,399,199)	\$ (1,465,086)	\$ (1,534,075)	\$ (1,606,313)	\$ (1,681,953)
costos financieros	\$ (2,264,698)	\$ (4,832,603)	\$ (5,287,952)	\$ (5,786,206)	\$ (6,331,408)	\$ (4,880,318)
Participacion en resultados de asociadas	\$ (108,009)	\$ (261,258)	\$ (234,210)	\$ (194,363)	\$ (174,727)	\$ (329,803)
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>\$ 26,123,615</b>	<b>\$ 57,111,090</b>	<b>\$ 58,269,586</b>	<b>\$ 59,391,044</b>	<b>\$ 60,468,441</b>	<b>\$ 66,945,354</b>
Inversión en Reposición	\$ (4,815,010.95)	\$ (9,020,143.81)	\$ (9,372,130.05)	\$ (9,737,851.58)	\$ (10,117,844.38)	\$ (21,025,330.71)
Inversión en Capital físico (CAPEX)	\$ (3,023,261.03)	\$ (2,496,794.80)	\$ (2,548,395.23)	\$ (2,601,062.06)	\$ (2,654,817.35)	\$ -
Aumento (disminuciones ) Capital de Trabajo	\$ (2,921,302.72)	\$ (5,063,524.23)	\$ (7,250,018.32)	\$ (9,481,699.95)	\$ (11,759,503.00)	\$ -
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>\$ 15,364,040.25</b>	<b>\$ 40,530,626.75</b>	<b>\$ 39,099,042.56</b>	<b>\$ 37,570,430.24</b>	<b>\$ 35,936,276.57</b>	<b>\$ 45,920,023.03</b>
					<b>\$ 410,768,956.82</b>	
<b>Flujo de Caja Neto</b>	<b>\$ 15,364,040.25</b>	<b>\$ 40,530,626.75</b>	<b>\$ 39,099,042.56</b>	<b>\$ 37,570,430.24</b>	<b>\$ 446,705,233.39</b>	

## V. Análisis de Flujo de Caja Neto

Al reincorporar las cuentas post utilidad neta en el flujo de caja libre, bajo los conservadores supuestos de crecimientos plasmados en este reporte, para cada una de las cuentas, tomando en consideración la inversión en reposición de aproximadamente el 50% del valor de la depreciación y el CAPEX estimado para cada periodo genera un flujo total \$410,768,956.82 al incluirle el flujo neto del año 2025 este queda en \$446,705,233.39.

## Valoración Económica

### Valor Presente de los Flujos a diciembre de 2020

VPA Dic 2020	\$418,164,784.17
--------------	------------------

Al descontar el flujo de caja, incluyendo el acumulado de \$446,705,233 a una tasa de costo de Capital (WACC) del 9.98% se genera una valoración de los flujos a diciembre de \$418,164,784.

## Valor de Activos Operacionales

Valor Activos Operacionales \$	398,748,193
--------------------------------	-------------

Los \$418, 164,784 del VPA a Diciembre de 2020 se ajusta por el WACC semestral equivalente a **4.87 %** para generar así un valor de **\$398,748,193** de activos operacionales.

## Analisis de Activos Prescindibles al Primer Semestre de 2020

<b>Porcion Corriente</b>	<b>1 Sem 2020</b>	<b>Estructura %</b>
Efectivo	\$ 33,503,812	8.31%
Lotes disponibles para la venta	\$ 7,999,055	1.98%
Gastos pagados por adelantado	\$ 1,800,499	0.45%
Otros Activos	\$ 673,997.42	0.17%
<b>Total Porcion Corriente</b>	<b>\$ 43,977,363.66</b>	<b>10.91%</b>
<b>Porcion No Corriente</b>		
Propiedades de inversión	\$ 9,861,135	2.45%
Otras Inversiones	\$ 620,737	0.15%
Inversión en asociadas	\$ 5,474,431	1.36%
Otros Activos	\$ 606,283	0.15%
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>\$ 16,562,586</b>	<b>4.11%</b>
<b>Total Activos No Operacion</b>	<b>\$ 60,539,949.46</b>	<b>15.02%</b>

El total estimado de activos prescindibles es de \$60,539,949.46 representado un 15.02 % del total de activos de la compañía en el primer semestre del 2020 donde las cuentas con mayor peso son las de efectivo con peso del 8.31% del total de activos, propiedades de inversión con el 2.45%, seguido por fondo de cesantía por el 2.29% y lotes disponibles para la venta por 1.98%. Estos activos podrían ser vendidos o no son requeridos para dar continuidad normal del negocio. Estos activos también son utilizados para calcular el valor de la empresa al ser sumados por el Valor de Activos Operacionales y el Superávit del CTON estimado.

## **Valoracion del patrimonio y precio sugerido de la accion**

### **Valor de la Empresa**

<b>Valor Activos Operacionales</b>	<b>\$ 398,748,193</b>
Activos Prescindibles	\$ 60,539,949
Defecit CTON	\$ -72,073,539
<b>Valor de la Empresa</b>	<b>\$ 387,214,604</b>

Tomando en consideracion el Valor de los Activos Operacionales y al incluirle los Activos Prescindibles por \$60,539,949 y restandole los \$72,073,539 del deficit del CTON del primer semestre vs segundo semestre del 2020 se logra obtener un valor global de la empresa de \$387,214,604 dolares.

### **Deuda Financiera**

Deuda Financiera	1 Semestre 2020	Peso %
Prestamo que devengue interes (Corriente)	\$ 46,344,521	27.92%
Otros Pasivos Financieros (corriente)	\$ 26,907,482	16.21%
<b>Total Porcion Corriente</b>	<b>\$ 73,252,003</b>	<b>44.13%</b>
Prestamos que devenguen intereses (no corriente)	\$ 78,547,301	47.32%
Otros Prestamos Financieros (no corrientes)	\$ 14,189,619	8.55%
<b>Total Porcion No Corriente</b>	<b>\$ 92,736,920</b>	<b>55.87%</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>\$ 165,988,923</b>	<b>100.00%</b>

El total de la deuda financiera a cifras reales del 2020 es de \$165,988,923 donde el 44.13% corresponde a la porción corriente y un 55.87% corresponde a la porción no corriente. En 2020 el indicador de deuda financiera ajustada por arrendamientos a EBITDAR fue de 4.9x versus un nivel considerado normal (entre 3.5x-4.5x) para empresas con la calificación crediticia que tiene el grupo de A+ local. El aumento en la deuda a corto plazo se debe principalmente al incremento de los niveles de efectivo como respaldo para las posibles necesidades de liquidez durante la pandemia y también dado la cautela en los mercados bursátiles que ha bajo el apetito y la colocación de bonos con vencimiento a largo plazo.

#### Valor Patrimonial de Grupo Melo

<b>Valor de la Empresa</b>	<b>\$ 387,214,604</b>
Total deuda Financiera	\$ 165,988,923
<b>Valor patrimonial</b>	<b>\$ 221,225,681</b>

Hemos obtenido el valor patrimonial de la empresa restando el total de deuda financiera del valor de la empresa ya calculado en \$165,988,923. Esto da un valor patrimonial de \$221,225,681 considerando que existen 2,368,420 acciones en circulación, esto genera un precio de la acción sugerida de \$93.41.

#### Resumen de Valoración de Grupo Melo S.A.

<b>Valor patrimonial</b>	<b>\$ 221,225,681</b>
Cantidad de Acciones en Circu	2,368,420
<b>Precio de la Accion Sugerido</b>	<b>\$ 93.41</b>

<b>WACC</b>	<b>9.98%</b>
<b>Wacc Sem</b>	<b>4.87%</b>

<b>VPA Dic 2020</b>	<b>\$418,164,784.17</b>
<b>Valor Activos Operacionales</b>	<b>\$ 398,748,193</b>
Activos Prescindibles	\$ 60,539,949
Defecit CTON	\$ -72,073,539
<b>Valor de la Empresa</b>	<b>\$ 387,214,604</b>
Total deuda Financiera	\$ 165,988,923
<b>Valor patrimonial</b>	<b>\$ 221,225,681</b>
<b>Cantidad de Acciones en Circ</b>	<b>2,368,420</b>
<b>Precio de la Accion Sugerido</b>	<b>\$ 93.41</b>

Al descontar los flujos de caja neto a una tasa del **9.98%** de costo de capital a través del método del costo promedio ponderado de capital (WACC) se logra calcular una valoración a diciembre del 2020 de aproximadamente **\$418,164,784**. El valor de los activos operacionales, al ajustarlo en su componente semestral de **4.87%** es de **\$398,748,193**.

El total de activos prescindibles es aproximadamente **\$60,539,949** y el déficit del CTON es de **\$72,073,539** generando así una valoración de la empresa de **\$411,832,788**. Al restarle el total de deuda financiera de **\$165,988,923** llegamos a un valor patrimonial de **\$221,225,681** de dólares. Considerando que existen **2,368,420** acciones en circulación, se genera así un precio sugerido de la acción de **\$93.41 dólares**. Esto demuestra que el precio de la acción en el mercado de aproximadamente **\$45** a finales de junio de 2020 está subvalorada, debido a que la compañía está generando los flujos necesarios y a un costo de capital lo suficientemente bajo para que supere ampliamente la valoración de la acción en la Bolsa de Valores de Panamá.

## Conclusiones

Luego de realizar el ejercicio de valoración de Empresas de Grupo Melo S.A. utilizando el método de Flujo de Caja Descontados podemos concluir que el precio actual de la acción en el mercado se encuentra subvalorada. Esto puede estar relacionado a factores de percepción en el mercado, como también a la fuerte caída de transacciones del mercado bursátil local en el último año por efectos ocasionados de la pandemia. La acción en la Bolsa de Valores de Panamá ha alcanzado los \$99.40 dólares en años anteriores, sin embargo, sigue siendo inferior al precio por acción recomendable para la empresa de \$93.41 en función a los supuestos conservadores utilizados en la valoración.

Consideramos más prudentes la utilización del método de valoración de flujo de caja descontados para la realización más precisa de este ejercicio, por el hecho de estar calculados en su mayoría por componentes internos de la compañía. Adicionalmente, volviendo a la referencia del artículo del profesor Pablo Fernandez, en que cita que los múltiplos son útiles en la segunda etapa de valoración de una compañía, después de usar otro método, en nuestro caso el método de flujo de caja descontado.

Concluimos también, que Grupo Melo se ha apalancado de manera agresiva en financiamiento con deuda procedente de los mercados capitales como también de préstamos bancarios en los últimos años. Sin embargo, este aumento en apalancamiento no han logrado crear valor a través de aumento de los ingresos por ventas o en “market share” a nivel nacional, por ende, también concluimos que eso ha contribuido en la disminución del valor potencial de la acción (tanto bursátil como a nivel de valoración usando fundamentos financieros) durante los últimos 4-5 años. Este aumento en deuda y financiamiento ya era algo que se veía en los estados financieros pre-pandemia, y nos parece preocupante que ahora que el país y el grupo atraviesan por uno de los periodos más retadores y críticos de esta década (y de la historia moderna), se encuentren bajo tanto estrés financiero, el cual de seguir así traerá como consecuencia la disminución progresiva del valor de su patrimonio.

Es evidente que la prioridad número uno de una compañía pública, que tiene acciones en el mercado bursátil, debe ser de crear valor para sus accionistas, sin embargo, en el caso de Grupo Melo, se ha visto lo opuesto en los últimos años. La compañía ha iniciado planes de disminución de gastos dado las circunstancias económicas (notas de 1er. Semestre de EEFF. 2020), no obstante, opinamos que será necesario también desarrollar estrategias aún más innovadoras y creativas para reducir costos y gastos, como también estrategias comerciales enfocadas a aumentar sus ventas en la época post pandemia. Es importante que Grupo Melo vuelva a posicionarse como líder en el mercado, invirtiendo en los negocios que más le traen valor como la división de alimentos, almacenes y maquinaria.

# Anexos

General Primer Semestre de 2020

\*Elaboración propia en base a EE.RR. Interinos y ajustados a inflación (tasa real) este comentario aplica para todos los anexos del estado financiero abajo

<b>Balance General</b>	
<b>Activos</b>	<b>2020 1 Semestre</b>
<b>Activos Corrientes</b>	
Efectivo	\$ 33,503,812
Documentos y cuentas por cobrar netos	\$ 46,459,872
Inventarios	\$ 93,338,922
Inventario de Materiales, pieza y repuestos	\$ 3,475,891
Lotes disponibles para la venta	\$ 7,999,055
Activos biológicos	\$ 7,604,113
Adelantos para compras de inventario y granos	\$ 4,990,332
Gastos pagados por adelantado	\$ 1,800,499
ISR pagado por adelantado	\$ 4,918,071
Otros Activos	\$ 673,997
<b>Total Factivos Corrientes</b>	<b>\$ 204,764,565</b>
<b>Activos No Corrientes</b>	
Documentos por cobrar neto	\$ 12,375,137
Inventario de materiales, piezas y repuestos	\$ 824,413
Inmueble, mobiliario, equipos y mejoras neto	\$ 131,753,869
Equipo para arrendamiento neto	\$ 2,319,010
Activos por derecho de uso	\$ 16,723,342
Propiedades de inversión	\$ 9,861,135
Otras Inversiones	\$ 620,737
Inversión en asociadas	\$ 5,474,431
Activos biológicos	\$ 7,830,151
Fondo de Cesantía	\$ 9,225,319
ISR diferido	\$ 777,925
Otros Activos	\$ 606,283
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>\$ 198,391,754</b>
<b>Total Activos</b>	<b>\$ 403,156,318</b>
<b>Pasivos</b>	
<b>Pasivos Corrientes</b>	
Prestamos por Pagar	\$ 46,344,521
Valores comerciales negociables	\$ 22,063,792
Pasivos por arrendamiento	\$ 4,843,690
Cuenta por Cobrar Proveedores	\$ 29,413,750
Adelantos recibidos de clientes	\$ 3,311,786
Cuentas por pagar compañías relacionadas	\$ 304,290
Gastos acumulados y otros pasivos	\$ 6,678,636
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>\$ 112,960,466</b>
<b>Pasivo No corriente</b>	
Bonos por pagar	\$ 78,547,301
Pasivos por arrendamiento	\$ 14,189,619
Provisión para prima de antigüedad	\$ 10,369,982
<b>Total Pasivos no Corrientes</b>	<b>\$ 103,106,902</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>\$ 216,067,368</b>
<b>Patrimonio</b>	
Capital emitido: acciones comunes, sin valor nominal; acciones autorizadas: \$5,000,000; acciones emitidas y en Circulación; 2,368,421	\$ 46,332,753
Utilidades no distribuidas	\$ 140,058,261
Otros resultados integrales	\$ 316,602
<b>Total Patrimonio atribuible a los propietarios</b>	<b>\$ 186,707,617</b>
Participación no controladora	\$ 381,334
<b>Total Patrimonio</b>	<b>\$ 187,088,950</b>
<b>Total de Pasivo y Patrimonio</b>	<b>\$ 403,156,318</b>

## Estado de Resultados Primer Semestre de 2020

<b>EERR.</b>	<b>2020</b>
Ingresos de Actividad ordinarias	\$ 166,699,726
Otros ingresos	\$ 1,724,490
Cambios en el inventario de mercancia	
productos terminados, en proceso y otros	\$ (55,325,124)
Consumo de materia prima y materiales usados	\$ (31,576,691)
Gastos de personal	\$ (35,857,067)
Depreciacion y amortizacion	\$ (7,992,910)
Depreciacion de activos derecho de uso	\$ (2,261,831)
perdida crediticia esperada	\$ (1,060,742)
Otros Gastos	\$ (31,564,096)
<b>Ganancia Operativa</b>	<b>\$ 2,785,755</b>
Costos financieros	
Intereses y dividendos ganados	\$ 906,041
Gastos de intereses pasivos por arrendamiento	\$ (550,350)
Gastos de intereses	\$ (3,217,992)
<b>Costos financieros netos</b>	<b>\$ (2,862,301)</b>
Participacion en resultados de asociadas	\$ 243,481
<b>Utilidad antes de Impuesto sobre la renta</b>	<b>\$ 166,935</b>
<b>Impuesto sobre la renta</b>	<b>\$ (11,205)</b>
<b>Utilidad neta</b>	<b>\$ 155,730</b>

Balance General 2019 y 2018

<b>Balance General</b>		
<b>Activos</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
<b>Activos Corrientes</b>		
Efectivo	\$ 4,412,629	\$ 4,236,343
Documentos por cobrar neto	\$ 55,668,845	\$ 55,904,583
Inventarios	\$ 86,722,695	\$ 89,596,126
Inventario de materiales, pieza y repuestos	\$ 3,191,428	\$ 2,762,214
Lote disponible para la venta	\$ 8,022,937	\$ 8,212,697
Activos Biologicos	\$ 10,006,059	\$ 8,861,048
Adelantos para compras de inventarios y granos	\$ 6,136,939	\$ 6,818,472
Gastos pagados por adelantado	\$ 989,668	\$ 973,338
Impuesto sobre la renta pagado por adelantado	\$ 4,596,714	\$ 3,315,032
Otros Activos	\$ 418,421	\$ 675,090
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>\$ 180,166,335</b>	<b>\$ 181,354,944</b>
<b>Activos no corrientes</b>		
Documentos por cobrar neto	\$ 12,489,823	\$ 10,515,615
Inventario de materiales, pieza y repuestos	\$ 1,138,130	\$ 1,109,296
Inmueble, mobiliario, equipos y mejoras, neto	\$ 135,658,523	\$ 137,575,918
Equipo para arrendamiento neto	\$ 2,792,905	\$ 3,557,481
Activos por derecho de uso	\$ 19,739,456	\$ -
Propiedades de inversion	\$ 9,807,825	\$ 9,399,211
Otras inversiones	\$ 618,182	\$ 609,730
Inversion en asociadas	\$ 5,207,386	\$ 5,254,893
Activos biologicos	\$ 7,589,637	\$ 7,521,832
Fondo de cesantia	\$ 8,765,799	\$ 8,454,237
Impuesto sobre la renta diferido	\$ 793,550	\$ 200,872
Otros Activos	\$ 726,322	\$ 572,432
<b>Total de Activos No Corrientes</b>	<b>\$ 205,327,537</b>	<b>\$ 184,771,517</b>
<b>Total de Activos</b>	<b>\$ 385,493,872</b>	<b>\$ 366,126,460</b>
<b>Pasivos</b>		
<b>Pasivos Corrientes</b>		
Prestamos por pagar	\$ 20,241,244	\$ 28,074,201
Valores comerciales negociables	\$ 20,456,573	\$ 14,575,502
Pasivos por arrendamiento	\$ 4,774,637	\$ -
Cuentas por pagar proveedores	\$ 27,720,935	\$ 36,588,224
Adelantos recibidos de cliente	\$ 2,832,438	\$ 3,017,535
Cuentas por pagar compañías relacionados	\$ 193,466	\$ 385,105
Gastos acumulados y otros pasivos	\$ 6,819,176	\$ 6,341,652
<b>Total de Pasivos Corrientes</b>	<b>\$ 83,038,469</b>	<b>\$ 88,982,219</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>		
Bonos por pagar	\$ 86,357,466	\$ 87,157,836
Pasivos por arrendamiento	\$ 17,474,284	\$ -
Provision para prima de antigüedad	\$ 10,245,481	\$ 9,760,956
<b>Total de pasivos no Corrientes</b>	<b>\$ 114,077,231</b>	<b>\$ 96,918,791</b>
<b>Total de pasivos</b>	<b>\$ 197,115,700</b>	<b>\$ 185,901,011</b>
<b>Patrimonio</b>		
Capital emitido; acciones comunes, sin valor nominal; Acciones autorizadas: 5,000,000 acciones emitidas y en circulacion;2,368,421	\$ 46,142,074	\$ 45,511,224
Utilidades no distribuidas	\$ 141,326,893	\$ 133,740,306
Otros resultados integrales	\$ 397,036	\$ 324,747
<b>Total Patrimonio atribuible a los propietarios</b>	<b>\$ 187,866,004</b>	<b>\$ 179,576,277</b>
Participacion no controlada	\$ 512,169	\$ 649,173
<b>Total Patrimonio</b>	<b>\$ 188,378,172</b>	<b>\$ 180,225,450</b>
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>\$ 385,493,872</b>	<b>\$ 366,126,460</b>

**Estado de Resultados 2019 y 2018**

## Estado de Resultados

Año	2019	2018
Ingresos de Actividad ordinarias	\$ 432,647,248	\$ 423,115,578
Otros ingresos	\$ 4,049,660	\$ 2,990,981
Cambios en el inventario de mercancía	\$ -	\$ -
productos terminados, en proceso y otros	\$ (162,136,078)	\$ (152,470,002)
Consumo de materia prima y materiales usados	\$ (69,846,244)	\$ (69,562,153)
Gastos de personal	\$ (88,314,803)	\$ (86,995,555)
Depreciación y amortización	\$ (17,063,647)	\$ (17,147,143)
Depreciación de activos derecho de uso	\$ (4,674,367)	\$ -
perdida crediticia esperada	\$ (789,225)	\$ (279,482)
Otros Gastos	\$ (74,508,212)	\$ (80,882,105)
<b>Ganancia Operativa</b>	<b>\$ 19,364,332</b>	<b>\$ 18,770,118</b>
Costos financieros		
Intereses y dividendos ganados	\$ 2,016,112	\$ 1,757,693
Gastos de intereses pasivos por arrendamiento	\$ (1,227,048)	\$ -
Gastos de intereses	\$ (6,724,551)	\$ (6,242,293)
<b>Costos financieros netos</b>	<b>\$ (5,935,487)</b>	<b>\$ (4,484,600)</b>
Participación en resultados de asociadas	\$ 321,026	\$ 646,451
<b>Utilidad antes de Impuesto sobre la renta</b>	<b>\$ 13,749,871</b>	<b>\$ 14,931,969</b>
Impuesto sobre la renta	\$ (1,696,183)	\$ (3,282,092)
<b>Utilidad neta</b>	<b>\$ 12,053,687</b>	<b>\$ 11,649,877</b>

Elaboración propia en base a EE.RR Auditados y anualizados. Ajustados a tasa real.

Balance General de 2017 y 2016

<b>Balance General</b>		
<b>Activos</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
<b>Activos Corrientes</b>		
Efectivo	\$ 4,604,631	\$ 5,263,950
Documentos y cuentas por cobrar, neto	\$ 51,924,418	\$ 54,923,757
Inventarios	\$ 84,599,214	\$ 98,524,310
Inventario de materiales, pieza y repuestos	\$ 2,915,465	\$ 2,760,173
Lotes disponibles para la venta	\$ 8,317,025	\$ 8,845,942
Activos biológicos	\$ 7,038,764	\$ 6,587,904
Adelantos para compras de inventarios y granos	\$ 7,512,099	\$ 9,121,564
Gastos pagados por adelantado	\$ 1,181,427	\$ 966,256
Impuestos sobre la renta pagado por adelantado	\$ 4,068,195	\$ 2,960,975
Otros activos	\$ 1,249,807	\$ 1,334,845
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>\$ 173,411,045</b>	<b>\$ 191,289,677</b>
<b>Activos no Corrientes</b>		
Documentos y cuentas por cobrar neto	\$ 9,958,313	\$ 8,037,052
Inventario de materiales, pieza y repuestos	\$ 1,189,978	\$ 1,127,395
Inmueble, mobiliario, equipos y mejoras, neto	\$ 131,677,172	\$ 124,228,585
Equipo para arrendamiento, neto	\$ 3,360,829	\$ 2,709,248
Propiedad de inversión	\$ 8,922,535	\$ 8,228,716
Inversiones disponible para la venta	\$ 604,806	\$ 107,044
Inversión en asociadas	\$ 4,889,408	\$ 4,339,574
Activos Biológicos	\$ 8,040,976	\$ 7,278,962
Fondo de Cesantía	\$ 7,882,598	\$ 7,201,828
Impuesto sobre la renta diferido	\$ 211,208	\$ 218,908
Otros activos	\$ 526,816	\$ 989,081
<b>Total de activos no corrientes</b>	<b>\$ 177,264,639</b>	<b>\$ 164,466,393</b>
<b>Total de Activos</b>	<b>\$ 350,675,685</b>	<b>\$ 355,756,070</b>
<b>Pasivos</b>		
<b>Pasivos corrientes</b>		
Prestamos por pagar	\$ 23,585,996	\$ 38,405,083
Valores comerciales negociables	\$ 20,141,660	\$ 195,996
Cuentas por pagar proveedores	\$ 36,110,253	\$ 42,676,832
Adelantos recibidos de clientes	\$ 2,085,631	\$ 2,660,242
Cuentas por pagar compañías relacionadas	\$ 99,686	\$ 265,170
Gastos Acumulados y otros pasivos	\$ 7,958,187	\$ 9,383,830
<b>Total de Pasivos Corrientes</b>	<b>\$ 89,981,413</b>	<b>\$ 93,587,153</b>
<b>Pasivo no corrientes</b>		
Bonos por pagar	\$ 78,593,740	\$ 68,590,760
Provisión para prima de antigüedad	\$ 8,890,929	\$ 8,269,692
<b>Total de pasivos no corrientes</b>	<b>\$ 87,484,668</b>	<b>\$ 76,860,452</b>
<b>Total de pasivos</b>	<b>\$ 177,466,081</b>	<b>\$ 170,447,605</b>
<b>Patrimonio</b>		
Capital emitido; acciones comunes, sin valor nominal; Acciones autorizadas: 5,000,000 acciones emitidas y en circulación; 2,368,421	\$ 45,143,650	\$ 45,026,945
Utilidades no distribuidas	\$ 126,759,612	\$ 120,124,096
Otros resultados integrales	\$ 661,106	\$ 111,388
<b>Total de Patrimonio atribuible a los propietarios</b>	<b>\$ 172,564,369</b>	<b>\$ 165,262,430</b>
Participación no controladora	\$ 645,235	\$ 642,432
<b>Total de Patrimonio</b>	<b>\$ 173,209,603</b>	<b>\$ 165,904,862</b>
<b>Total de pasivos y patrimonio</b>	<b>\$ 350,675,685</b>	<b>\$ 336,352,466</b>

Estado de Resultados de 2017 y 2016

<b>Estado de Resultados</b>		
	2017	2016
Ingresos de actividades ordinarias	\$ 429,905,458	\$ 444,360,822
Otros ingresos	\$ 2,464,851	\$ 3,344,598
Cambios en el inventario de mercancia, productos terminados, en proceso y otros	\$ (172,835,242)	\$ (176,424,210)
Consumo de materia prima y materiales usados	\$ (56,419,171)	\$ (61,150,660)
Gastos de personal	\$ (84,691,528)	\$ (83,041,924)
Depreciacion y amortizacion	\$ (16,499,950)	\$ (14,737,031)
otros gastos	\$ (75,791,547)	\$ (75,237,381)
Costos Financieros, netos	\$ (5,227,248)	\$ (5,258,397)
Participacion en resultados integrales de asociados	\$ 493,017	\$ 470,460
<b>Utilidad antes del Impuesto sobre la renta</b>	<b>\$ 21,398,640</b>	<b>\$ 32,326,277</b>
Impuesto sobre la renta	\$ (4,838,814)	\$ (6,687,569)
<b>Utilidad neta</b>	<b>\$ 16,559,826.35</b>	<b>\$ 25,638,708.13</b>

## Estructura de los Activos 2016 -2020

### Estructura de los Activos

Activos Corrientes	2 Sem. 2016	Estructura %	2017	Estructura %	2018	Estructura %	2019	Estructura %	1 Sem 2020	Estructura %
Efectivo	\$ 5,263,949.83	1.48%	\$ 4,604,631.07	1.31%	\$ 4,236,343.10	1.16%	\$ 4,393,955	1.14%	\$ 33,503,812	8.31%
Documentos y cuentas por cobrar netos	\$ 54,923,757.20	15.44%	\$ 51,924,418.38	14.81%	\$ 55,904,583.30	15.27%	\$ 55,433,254	14.44%	\$ 46,459,872	11.52%
Inventarios	\$ 98,524,310.02	27.69%	\$ 84,599,213.54	24.12%	\$ 89,596,125.63	24.47%	\$ 86,355,683	22.50%	\$ 93,338,922	23.15%
Inventario de Materiales, piezas y repuestos	\$ 2,760,173.45	0.78%	\$ 2,915,465.00	0.83%	\$ 2,762,213.60	0.75%	\$ 3,177,922	0.83%	\$ 3,475,891	0.86%
Lotes disponibles para la venta	\$ 8,845,942.35	2.49%	\$ 8,317,024.92	2.37%	\$ 8,212,697.49	2.24%	\$ 7,988,984	2.08%	\$ 7,999,055	1.98%
Activos biológicos	\$ 6,587,903.79	1.85%	\$ 7,038,764.44	2.01%	\$ 8,861,048.29	2.42%	\$ 9,963,713	2.60%	\$ 7,604,113	1.89%
Adelantos para compras de inventario y granos	\$ 9,121,563.68	2.56%	\$ 7,512,099.34	2.14%	\$ 6,818,472.24	1.86%	\$ 6,110,967	1.59%	\$ 4,990,332	1.24%
Gastos pagados por adelantado	\$ 966,256.36	0.27%	\$ 1,181,427.24	0.34%	\$ 973,338.44	0.27%	\$ 985,480	0.26%	\$ 1,800,499	0.45%
ISR pagado por adelantado	\$ 2,960,975.27	0.83%	\$ 4,068,194.80	1.16%	\$ 3,315,031.72	0.91%	\$ 4,577,261	1.19%	\$ 4,918,071	1.22%
Otros Activos	\$ 1,334,845.46	0.38%	\$ 1,249,806.71	0.36%	\$ 675,089.90	0.18%	\$ 416,650	0.11%	\$ 673,997	0.17%
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>\$ 191,289,677.41</b>	<b>53.77%</b>	<b>\$ 173,411,045.44</b>	<b>49.45%</b>	<b>\$ 181,354,943.70</b>	<b>49.53%</b>	<b>\$ 179,403,869</b>	<b>46.74%</b>	<b>\$ 204,764,565</b>	<b>50.79%</b>
Activos No Corrientes		0.00%		0.00%		0.00%		0.00%		0.00%
Documentos por cobrar neto	\$ 8,037,052.16	2.26%	\$ 9,958,312.79	2.84%	\$ 10,515,614.88	2.87%	\$ 12,436,966	3.24%	\$ 12,375,137	3.07%
Inventario de materiales, piezas y repuestos	\$ 1,127,395.45	0.32%	\$ 1,189,978.12	0.34%	\$ 1,109,296.22	0.30%	\$ 1,133,313	0.30%	\$ 824,413	0.20%
Inmueble, mobiliario, equipos y mejoras neto	\$ 124,228,584.69	34.92%	\$ 131,677,172.21	37.55%	\$ 137,575,917.96	37.58%	\$ 135,084,414	35.19%	\$ 131,753,869	32.68%
Equipo para arrendamiento neto	\$ 2,709,247.81	0.76%	\$ 3,360,828.54	0.96%	\$ 3,557,481.31	0.97%	\$ 2,781,085	0.72%	\$ 2,319,010	0.58%
Activos por derecho de uso	\$ 8,228,715.66	2.31%	\$ 8,922,535.30	2.54%	\$ -	0.00%	\$ 19,655,918	5.12%	\$ 16,723,342	4.15%
Propiedades de inversión	\$ 107,044.20	0.03%	\$ 604,805.91	0.17%	\$ 9,399,210.69	2.57%	\$ 9,766,318	2.54%	\$ 9,861,135	2.45%
Otras Inversiones		0.00%		0.00%	\$ 609,730.43	0.17%	\$ 615,566	0.16%	\$ 620,737	0.15%
Inversión en asociadas	\$ 4,339,573.90	1.22%	\$ 4,889,407.62	1.39%	\$ 5,254,892.84	1.44%	\$ 5,185,348	1.35%	\$ 5,474,431	1.36%
Activos biológicos	\$ 7,278,962.17	2.05%	\$ 8,040,976.10	2.29%	\$ 7,521,831.58	2.05%	\$ 7,557,518	1.97%	\$ 7,830,151	1.94%
Fondo de Cesantía	\$ 7,201,827.94	2.02%	\$ 7,882,597.81	2.25%	\$ 8,454,236.78	2.31%	\$ 8,728,702	2.27%	\$ 9,225,319	2.29%
Impuesto sobre la renta diferido	\$ 218,907.93	0.06%	\$ 211,208.39	0.06%	\$ 200,871.51	0.05%	\$ 790,192	0.21%	\$ 777,925	0.19%
Otros Activos	\$ 989,081.07	0.28%	\$ 526,816.42	0.15%	\$ 572,432.40	0.16%	\$ 723,248	0.19%	\$ 606,283	0.15%
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>\$ 164,466,392.97</b>	<b>46.23%</b>	<b>\$ 177,264,639.21</b>	<b>50.55%</b>	<b>\$ 184,771,516.61</b>	<b>50.47%</b>	<b>\$ 204,458,588</b>	<b>53.26%</b>	<b>\$ 198,391,754</b>	<b>49.21%</b>
<b>Total Activos</b>	<b>\$ 355,756,070.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 350,675,684.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 366,126,460.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 383,862,457</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 403,156,318</b>	<b>100.00%</b>

## Composición de Activos Corrientes y No Corrientes 2016 - 2020

Activos Corrientes y No Corrientes	2 Sem. 2016	Estructura %	2017	Estructura %	2018	Estructura %	2019	Estructura %	1 Sem 2020	Estructura %
Total Activos Corrientes	\$ 191,289,677	53.77%	\$ 173,411,045.4	49.45%	\$ 181,354,944	49.53%	\$ 179,403,869	47%	\$ 204,764,565	51%
Total Activos No Corrientes	\$ 164,466,393	46.23%	\$ 177,264,639.2	50.55%	\$ 184,771,517	50.47%	\$ 204,458,588	53%	\$ 198,391,754	49%
<b>Total Activos</b>	<b>\$ 355,756,070</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 350,675,684.6</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 366,126,460</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 383,862,457</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 403,156,318</b>	<b>100%</b>

## Estructura de los Pasivos 2016 - 2020

### Estructura de los Pasivos

Pasivos Corrientes	2016	Estructura %	2017	Estructura %	2018	Estructura %	2019	Estructura %	1 Sem 2020	Estructura %
Prestamos por Pagar	\$ 38,405,083	11.42%	\$ 23,585,996	6.73%	\$ 28,074,201	7.67%	\$ 20,155,583	5.25%	\$ 46,344,521	11.50%
Valores comerciales negociables	\$ 195,996	0.06%	\$ 20,141,660	5.74%	\$ 14,575,502	3.98%	\$ 20,370,000	5.31%	\$ 22,063,792	5.47%
Pasivos por arrendamiento		0.00%		0.00%	\$ -	0.00%	\$ 4,754,431	1.24%	\$ 4,843,690	1.20%
Cuenta por Cobrar Proveedores	\$ 42,676,832	12.69%	\$ 36,110,253	10.30%	\$ 36,588,224	9.99%	\$ 27,603,620	7.19%	\$ 29,413,750	7.30%
Adelantos recibidos de clientes	\$ 2,660,242	0.79%	\$ 2,085,631	0.59%	\$ 3,017,535	0.82%	\$ 2,820,451	0.73%	\$ 3,311,786	0.82%
Cuentas por pagar compañías relacionadas	\$ 265,170	0.08%	\$ 99,686	0.03%	\$ 385,105	0.11%	\$ 192,647	0.05%	\$ 304,290	0.08%
Gastos acumulados y otros pasivos	\$ 9,383,830	2.79%	\$ 7,958,187	2.27%	\$ 6,341,652	1.73%	\$ 6,790,317	1.77%	\$ 6,678,636	1.66%
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>\$ 93,587,153</b>	<b>27.82%</b>	<b>\$ 89,981,413</b>	<b>25.68%</b>	<b>\$ 88,982,219</b>	<b>24.30%</b>	<b>\$ 82,687,049</b>	<b>21.54%</b>	<b>\$ 112,960,466</b>	<b>28.02%</b>
<b>Pasivo No corriente</b>										
Bonos por pagar	\$ 68,590,760	20.39%	\$ 78,593,740	22.41%	\$ 87,157,836	23.81%	\$ 85,992,000	22.40%	\$ 78,547,301	19.48%
Pasivos por arrendamiento		0.00%		0.00%	\$ -	0.00%	\$ 17,400,333	4.53%	\$ 14,189,619	3.52%
Provisión para prima de antigüedad	\$ 8,269,692	2.46%	\$ 8,890,929	2.54%	\$ 9,760,956	2.67%	\$ 10,202,122	2.66%	\$ 10,369,982	2.57%
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>\$ 76,860,452</b>	<b>22.85%</b>	<b>\$ 87,484,668</b>	<b>24.95%</b>	<b>\$ 96,918,791</b>	<b>26.47%</b>	<b>\$ 113,594,455</b>	<b>29.59%</b>	<b>\$ 103,106,902</b>	<b>25.57%</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>\$ 170,447,605</b>	<b>50.68%</b>	<b>\$ 177,466,081</b>	<b>50.61%</b>	<b>\$ 185,901,011</b>	<b>50.78%</b>	<b>\$ 196,281,504</b>	<b>51.13%</b>	<b>\$ 216,067,368</b>	<b>53.59%</b>
<b>Patrimonio</b>										
Capital emitido: acciones comunes, sin valor nominal; acciones autorizadas: \$5,000,000; acciones emitidas y en Circulación; 2,368,421	\$ 45,026,945	13.39%	\$ 45,143,650	12.87%	\$ 45,511,224	12.43%	\$ 45,946,800	11.97%	\$ 46,332,753	11.49%
Utilidades no distribuidas	\$ 120,124,096	35.71%	\$ 126,759,612	36.15%	\$ 133,740,306	36.53%	\$ 140,728,796	36.66%	\$ 140,058,261	34.74%
Otros resultados integrales	\$ 111,388	0.03%	\$ 661,106	0.19%	\$ 324,747	0.09%	\$ 395,356	0.10%	\$ 316,602	0.08%
Total Patrimonio atribuible a los propietarios	\$ 165,262,430	49.13%	\$ 172,564,369	49.21%	\$ 179,576,277	49.05%	\$ 187,070,952	48.73%	\$ 186,707,617	46.31%
<b>Tipo de Cuenta</b>	<b>2016</b>	<b>Estructura %</b>	<b>2017</b>	<b>Estructura %</b>	<b>2018</b>	<b>Estructura %</b>	<b>2019</b>	<b>Estructura %</b>	<b>1 Sem 2020</b>	<b>Estructura %</b>
Total Pasivos Corrientes	\$ 93,587,153	27.82%	\$ 89,981,412.90	25.66%	\$ 88,982,219	24.30%	\$ 82,687,049	21.54%	\$ 112,960,466	28.02%
Total Pasivos no Corrientes	\$ 76,860,452	22.85%	\$ 87,484,668.45	24.95%	\$ 96,918,791	26.47%	\$ 113,594,455	29.59%	\$ 103,106,902	25.57%
<b>Total Pasivos</b>	<b>\$ 170,447,605</b>	<b>50.68%</b>	<b>\$ 177,466,081.35</b>	<b>50.61%</b>	<b>\$ 185,901,011</b>	<b>50.78%</b>	<b>\$ 196,281,504</b>	<b>51.13%</b>	<b>\$ 216,067,368</b>	<b>53.59%</b>

## Composición de Pasivos Corrientes y No Corrientes

### Ingresos por Actividades y Márgenes 2016 -2020

Actividad	1 Sem. 2020	Margen de Ingresos totales	2019	Margen de Ingresos totales	2018	Margen de Ingresos	2017	Margen de Ingresos	2016	Margen de Ingresos totales
Avicola	\$ 73,005,991	43.79%	\$ 166,465,079	38.48%	\$ 163,028,232	38.55%	\$ 161,711,523	38.55%	\$ 164,540,267	36.99%
Almacenes	\$ 63,373,404	38.02%	\$ 133,712,575	30.91%	\$ 131,634,566	31.12%	\$ 130,571,411	31.12%	\$ 130,176,769	29.27%
Maquinaria	\$ 16,510,149	9.90%	\$ 75,485,723	17.45%	\$ 72,421,495	17.12%	\$ 71,836,578	17.12%	\$ 90,299,653	20.30%
Restaurantes	\$ 11,659,686	6.99%	\$ 50,266,751	11.62%	\$ 49,579,509	11.72%	\$ 49,179,077	11.72%	\$ 52,233,913	11.74%
Dienes y Raíces	\$ 1,932,152	1.16%	\$ 6,242,755	1.44%	\$ 5,808,093	1.37%	\$ 5,761,184	1.37%	\$ 7,065,411	1.59%
Informacion que debe ser informado	\$ 166,481,382	99.87%	\$ 432,172,883	99.89%	\$ 422,471,895	99.89%	\$ 419,059,773	99.89%	\$ 444,316,013	99.90%
Todos los demas	\$ 218,344	0.13%	\$ 474,366	0.11%	\$ 467,880	0.11%	\$ 464,101	0.11%	\$ 462,901	0.10%
<b>Total</b>	<b>\$ 166,699,726</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 432,647,248</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 422,939,775</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 419,523,874</b>	<b>100.00%</b>	<b>\$ 444,778,915</b>	<b>100.00%</b>

### Promedio de Márgenes por Actividad 2016 - 2020

Promedio de Margenes	2020 - 2016
Avicola	39.27%
Almacenes	32.09%
Maquinaria	16.38%
Restaurantes	10.76%
Dienes y Raíces	1.39%
Todos los demas	0.11%
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>

**Promedio de Márgenes Operativos y Netos e Estado de Resultados 2016 – 2020**

<b>Año</b>	<b>Promedio Margen 2016 - 2020</b>
Ingresos de Actividad ordinarias	100.00%
Otros ingresos	0.80%
Cambios en el inventario de mercancía	0.00%
productos terminados, en proceso y otros	21.44%
Consumo de materia prima y materiales usados	10.18%
Gastos de personal	12.70%
Depreciación y amortización	2.66%
Depreciación de activos derecho de uso	0.49%
perdida crediticia esperada	0.18%
Otros Gastos	11.19%
<b>Ganancia Operativa</b>	<b>5.00%</b>
Intereses y dividendos ganados	0.28%
Gastos de intereses pasivos por arrendamiento	0.12%
Gastos de intereses	0.99%
Costos financieros netos	0.15%
Participación en resultados de asociadas	0.00%
Utilidad antes de Impuesto sobre la renta	0.12%
Impuesto sobre la renta	3.81%
<b>Utilidad neta</b>	<b>0.76%</b>
	<b>3.05%</b>

**Comportamiento del crecimiento Histórico**

<b>Año</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>Crecimiento</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>Crecimiento</b>	<b>Promedio</b>
Ingresos de Actividad ordinarias	\$ 432,647,248	\$ 423,115,578	<b>2.25%</b>	\$ 429,905,458	\$ 444,360,822	<b>-3.25%</b>	<b>-0.50%</b>
Otros ingresos	\$ 4,049,660	\$ 2,990,981	<b>35.40%</b>	\$ 2,464,851	\$ 3,344,598	<b>-26.30%</b>	4.55%
Cambios en el inventario de mercancía		\$ -		\$ -	\$ -		
productos terminados, en proceso y otros	\$ (162,136,078)	\$ (152,470,002)	<b>6.34%</b>	\$ (172,835,242)	\$ (176,424,210)	<b>-2.03%</b>	2.15%
Consumo de materia prima y materiales usados	\$ (69,846,244)	\$ (69,562,153)	<b>0.41%</b>	\$ (56,419,171)	\$ (61,150,660)	<b>-7.74%</b>	-3.66%
Gastos de personal	\$ (88,314,803)	\$ (86,995,555)	<b>1.52%</b>	\$ (84,691,528)	\$ (83,041,924)	<b>1.99%</b>	1.75%
Depreciación y amortización	\$ (17,063,647)	\$ (17,147,143)	<b>-0.49%</b>	\$ (16,499,950)	\$ (14,737,031)	<b>11.96%</b>	5.74%
Depreciación de activos derecho de uso	\$ (4,674,367)	\$ -					
perdida crediticia esperada	\$ (789,225)	\$ (279,482)	<b>182.39%</b>				182.39%
Otros Gastos	\$ (74,508,212)	\$ (80,882,105)	<b>-7.88%</b>	\$ (75,791,547)	\$ (75,237,381)	<b>0.74%</b>	-3.57%
<b>Ganancia Operativa</b>	<b>\$ 19,364,332</b>	<b>\$ 18,770,118</b>	<b>3.17%</b>	<b>\$ 26,132,871</b>	<b>\$ 37,114,214</b>	<b>-29.59%</b>	<b>-13.21%</b>
Costos financieros							
Intereses y dividendos ganados	\$ 2,016,112	\$ 1,757,693	<b>14.70%</b>				14.70%
Gastos de intereses pasivos por arrendamiento	\$ (1,227,048)	\$ -					
Gastos de intereses	\$ (6,724,551)	\$ (6,242,293)	<b>7.73%</b>				7.73%
Costos financieros netos	\$ (5,935,487)	\$ (4,484,600)	<b>32.35%</b>	\$ (5,227,248)	\$ (5,258,397)	<b>-0.59%</b>	15.88%
Participación en resultados de asociadas	\$ 321,026	\$ 646,451	<b>-50.34%</b>	\$ 493,017	\$ 470,460	<b>4.79%</b>	-22.77%
Utilidad antes de Impuesto sobre la renta	\$ 13,749,871	\$ 14,931,969	<b>-7.92%</b>	\$ 21,398,640	\$ 32,326,277	<b>-33.80%</b>	-20.86%
Impuesto sobre la renta	\$ (1,696,183)	\$ (3,282,092)	<b>-48.32%</b>	\$ (4,838,814)	\$ (6,687,569)	<b>-27.64%</b>	-37.98%
<b>Utilidad neta</b>	<b>\$ 12,053,687</b>	<b>\$ 11,649,877</b>	<b>3.47%</b>	<b>\$ 16,559,826</b>	<b>\$ 25,638,708</b>	<b>-35.41%</b>	<b>-15.97%</b>

## Comportamiento de Inflación de Panamá 2010 - 2019

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio 16-19	Promedio 10-19
Inflation %	2.590	5.844	6.176	5.505	4.198	2.479	2.002	1.748	0.949	-0.425	1.068	3.106

Elaboración propia en base Informe de Indicadores Macroeconómicos del Banco Mundial

## Pronostico de crecimiento para Panamá del Banco Mundial 2021 y 2022

<https://www.prensa.com/impres/a/economia/banco-mundial-estima-que-el-pib-crecera-5-3-en-2021/>

## Tabla del Artículo por Pablo Fernandez “Valuation using multiples: dispersion. Useful to compare and negotiate”

Table 2 is a summary of the most commonly used multiples for valuing different industries.

**Table 2. Most commonly used multiples in different industries**

Industry	Sub-Sector	Most commonly used multiples
Automobiles	Manufactures	P/S
	Components	P/CE relative and P/S
Banks		P/BV
Base Materials	Paper	P/BV
	Chemicals	EV/EBITDA, EV/S, P/CE
	Metals & Mining	P/LFCF and EV/EBITDA
Building & Construction		P/LFCF, EV/FCF, PER and EV/EBITDA
Business Services		EV/EBITDA, ROCE, P/LFCF, PER and PER to growth
Capital Goods	Engineering	PER, EV/EBITDA and EV/S
	Defence	PER, EV/EBITDA and EV/S
Food, Drink & Tobacco	Food Producers	EV/EBITDA and EV/CE
	Brewers & Pubs	ROCE, PER to growth and PER relative
	Alcoholic Beverages	EV/EBITDA
	Tobacco	ROCE
Healthcare		PER, PER relative to S&P and EV/EBITDA
Insurance		P/AV
Leisure		EV/EBITDA
Media		PER relative and EV/EBITDA
Oil & Gas	Integrated	PER and EV/CE
Real Estate		P/FAD, EV/EBITDA and P/NAV
Retail & Consumer Goods	Clothing	PER relative to market and sector, EV/EBITDA
	Food	PER relative
	Luxury Goods	PER, PER to growth, EV/S and EV/E to EBITDA growth
Technology	Software, equipment & semiconductors	PER y PER relative
Telecoms		EV/E to EBITDA growth, EV/S and P/customer
Transport	Air	EV/EBITDA
	Travellers through road	P/S
Utilities		PER and P/CE