



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

Análisis por Metodo de Multiplos

Para optar al grado de Magister en Finanzas.

Alumno: Roberta Fernandes

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

Acerca de las Empresas de Referencia

Multiplos de Tyson Foods

Multiplos de Pilgrim Pride Corp.

Financiamiento

Descripción del financiamiento

Financiamiento vía Bonos y otros instrumentos

Estructura de Capital

Deuda Financiera

Patrimonio

Estructura de Capital Objetivo

Estimación del Costo de Capital Patrimonial y Costo de Capital de la Empresa

Costo de la Deuda (KB)

Beta de la Deuda

Beta patrimonial con deuda

Costo Patrimonial (KP)

Costo de Capital (K0)

Valoracion de la Empresa por Multiplos

Valores Contables de Grupo Melo en 2019 y 2020 (Anualizado)

Valoracion 2019

Valoracion (al 30 de junio 2020, anualizado).

Valoracion por Multiplo de 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 Donaldlo 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. ¹ 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)

¹ Certificado de Registro Publico

D. ESTRUCTURA ORGANIZATIVA (GRUPO MELO)

NOMBRE SUBSIDIARIA/DIVISION	JURISDICCION Y DOMILICIO	PARTICIPACION ACCIONARIA
SOCIEDAD OPERATIVA		
Empresas Melo, S.A.	PANAMÁ	100%
DIVISION ALIMENTOS		
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%
DIVISION ALMACENES		
Inmobiliaria Los Libertadores, S.A.	PANAMÁ	100%
Empresas Melo Costa Rica, S.A.	COSTA RICA	100%
Pets Market, S.A.	COSTA RICA	100%
DIVISION MAQUINARIA		
Inversiones Chicho, S.A.	PANAMÁ	100%
Fuerza Automotriz, S.A.	PANAMÁ	100%
DIVISION RESTAURANTES		
Estrategias y Restaurantes, S.A.	PANAMÁ	50%
DIVISION BIENES RAICES		
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%
DIVISION SERVICIOS		
Melval, S.A.	PANAMÁ	100%

Descripción del Negocio².

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

² 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 China³. Otro alto riesgo eminente es la prolongación de la sequía en el Canal de Panamá, la mayor fuente de ingresos del país⁴ 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.

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

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

Metodologia

Acerca de las Empresas en Referencia

Como no existe una compañía que sea comparable de manera exacta el Grupo Melo, el cual es un conglomerado de negocios con enfoque en la producción y distribución de la carne avícola y materiales/herramientas/máquinas de agricultura, restaurantes, bienes y raíces entre otros, hemos elegimos a 2 empresas públicas americanas que se dedican a la actividad principal y mas representativa en la utilidad del Grupo Melo, que es la comercialización y distribución de carne avícula. Elegimos estas dos empresas que cotizan en la NYSE para efectos de disponibilidad de información y amplia actividad histórica de su acción, usando como herramienta principal, la plataforma de Bloomberg.

Tyson Foods: una corporación multinacional que opera en la industria alimentaria. La compañía es el segundo mayor procesador y comercializador de pollo, res y cerdo en Estados Unidos. Se ha elegido a esta empresa debido a que más del 50% del EBITDA de Grupo Melo pertenecen a la división de productos avícolas.

Analizando los múltiplos y usándolos en comparación con el de Grupo Melo pensamos que se puede tener una perspectiva de lo que sería nuestra industria de negocios con enfoque en la distribución de carne avícola, materiales de construcción y maquinaria para agricultura.

Pilgrims Pride Corp: PPC es la procesadora de pollos más importante a nivel mundial, la compañía vende productos avícolas frescos, congelados, y diversos productos de valor agregado relacionados con el sector avícula, las marcas son Pilgrims Pride, Gold Kist y Moy Park. La compañía tiene exposición mayormente en Estados Unidos y Europa y están verticalmente integradas. PPC tiene como principales actividades: cría, eclosión, procesamiento y distribución de productos avícolas, producen más de 13 billones de libras anualmente. La compañía distribuye a más de 6,500 supermercados en estados Unidos y en Brasil.

I. Tyson Foods

Usando los indicadores disponibles en Bloomberg para Tyson Foods para determinar las razones de finanzas corporativas a ser usados bajo la metodología de valoración económica por múltiplos se ha llegado a las siguientes cifras:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2019	2020	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	10.87	12.55	11.71
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	10.88	7.36	9.12
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	15.1	10.18	12.64
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2.02	1.83	1.93
	VALUE TO BOOK RATIO	2.06	2.22	2.14
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0.64	0.61	0.63
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1.01	0.73	0.87

Referencia: Bloomberg a diciembre 2020

- El PER de la compañía a 2019 fue de 10.87 y 12.55 en 2020, promediando así un 11.71 para ambos años.
- El EV/EBITDA en promedio para el periodo de 2019-2020, 9.12 veces su EBITDA y 12.64 veces su EBIT.
- El price to book equity promedio 1.93 veces el valor del equity en libros.
- El value to book ratio de la compañía es 2.14 (valor de mercado) veces su valor en libros.
- El Price to Sales Ratio promedio 0.63
- Enterprise value to sales ratio promedio es de 0.87

II. Pilgrims Pride Corp

Usando los indicadores disponibles en Bloomberg para Pilgrims Pride Corp para determinar las razones de finanzas corporativas a ser usados bajo la metodología de valoración económica por múltiplos se ha llegado a las siguientes cifras:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2019	2020	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	21.04	12.05	16.55
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	11.05	6.77	8.91
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	17.29	10.39	13.84
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3.27	1.93	2.60
	VALUE TO BOOK RATIO	3.24	1.83	2.54
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0.22	0.21	0.22
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	0.94	0.57	0.76

- El PER de la compañía a 2019 fue de 21 y 12.05 en 2020, promediando así un 16.55 para ambos años.
- El EV/EBITDA en 2019 fue de 11.05 y de 2020 de 6.77, con un promedio de 8.91. El EV/EBIT es promedio 13.84 veces.
- El price to book equity promedio 2.60 veces el valor del Equity en libros.
- El value to book ratio de la compañía es en promedio 2.54 veces su valor en libros.
- El price to sales ratio promedio es de 0.22
- El enterprise value to sales ratio es de 0.76

Financiamiento

El Grupo Melo utiliza distintas vías de financiamiento como: emisión de bonos en bolsa de mercado local, VCNs (valores comerciales negociables) y préstamos de banco.

BONOS GRUPO MELO

	SERIE	VN (VALOR NOMINAL)	TASA (CUPON)	FECHA EMISION	VENCIMIENTO	FRECUENCIA DE PAGO	PAGO ANUAL DE INTERES
1	S	15,000,000	5.25%	30/3/2020	30/3/2032	TRIMESTRAL	\$ 787,500.00
2	I	18,000,000	5.50%	30/3/2020	30/3/2030	TRIMESTRAL	\$ 990,000.00
3	N	15,000,000	6.75%	15/12/2014	15/12/2029	TRIMESTRAL	\$ 1,012,500.00
4	Q	15,000,000	5.75%	29/11/2019	29/11/2029	TRIMESTRAL	\$ 862,500.00
5	R	12,500,000	5.00%	30/3/2020	30/3/2028	TRIMESTRAL	\$ 625,000.00
6	H	5,000,000	5.50%	30/8/2019	30/8/2027	TRIMESTRAL	\$ 275,000.00
7	P	10,000,000	6.25%	2/8/2016	2/8/2027	TRIMESTRAL	\$ 625,000.00
8	M	7,500,000	6.00%	15/12/2014	15/12/2026	TRIMESTRAL	\$ 450,000.00
9	D	3,000,000	5.75%	31/5/2017	31/5/2026	TRIMESTRAL	\$ 172,500.00
10	G	5,000,000	5.50%	30/8/2019	30/8/2026	TRIMESTRAL	\$ 275,000.00
11	B	15,000,000	6.00%	30/8/2013	31/8/2025	TRIMESTRAL	\$ 900,000.00
12	J	3,657,000	5.00%	20/8/2020	20/8/2025	TRIMESTRAL	\$ 182,850.00
14	L	7,500,000	5.50%	15/12/2014	15/12/2024	TRIMESTRAL	\$ 412,500.00
15	A	1,000,000	5.50%	30/8/2013	31/8/2023	TRIMESTRAL	\$ 55,000.00
16	O	10,000,000	5.50%	2/8/2016	2/8/2023	TRIMESTRAL	\$ 550,000.00
		143,157,000	5.65%				\$ 8,175,350.00
		NOMINAL	PROMEDIO				INTERESES A PAGAR POR AÑO

En bonos locales el Grupo Melo tiene 16 colocaciones actualmente en mercado local por un monto total de \$143,157,000 a una tasa promedio de 5.66%. Esto significa que pagan al año aproximadamente \$8,635,350 en intereses a los tenedores de dichas deudas. Los bonos son emitidos de manera rotativa, en el último prospecto de 2013 se declara la emisión de \$50,000,000 en emisiones rotativas, que incluyen la mayoría citadas en el cuadro arriba.

- **VCNs-** El Grupo mantiene \$31,400,000 en Valores Negociables (deuda a corto plazo, usualmente con vencimiento a un año) a una tasa de interés entre el 2.75%-4.25% con un promedio ponderado de cupón del 3.66%. **(ver tabla con detalle abajo)**

VALORES COMERCIALES NEGOCIABLES

	SERIE	VN (VALOR NOMINAL)	TASA (CUPON)	FECHA EMISION	VENCIMIENTO	FRECUENCIA DE PAGO	PAGO ANUAL DE INTERES
1	R	1,000,000	3.00%	3/12/2020	3/12/2021	TRIMESTRAL	\$ 30,000.00
2	Q	2,000,000	3.50%	14/11/2020	14/11/2020	TRIMESTRAL	\$ 70,000.00
3	P	2,000,000	3.50%	28/10/2020	28/10/2021	TRIMESTRAL	\$ 70,000.00
4	O	2,000,000	3.75%	23/9/2020	23/9/2021	TRIMESTRAL	\$ 75,000.00
5	N	4,000,000	4.00%	26/8/2020	26/8/2021	TRIMESTRAL	\$ 160,000.00
6	L	3,500,000	4.00%	16/7/2020	16/7/2021	TRIMESTRAL	\$ 140,000.00
7	K	3,700,000	4.25%	22/6/2020	22/6/2021	TRIMESTRAL	\$ 157,250.00
8	J	3,100,000	4.25%	22/5/2020	22/5/2021	TRIMESTRAL	\$ 131,750.00
9	H	100,000	3.50%	22/4/2020	22/4/2021	TRIMESTRAL	\$ 3,500.00
10	G	2,000,000	2.85%	21/3/2020	21/3/2021	TRIMESTRAL	\$ 57,000.00
11	F	2,000,000	2.85%	18/2/2020	18/2/2021	TRIMESTRAL	\$ 57,000.00
12	M	3,000,000	3.13%	17/8/2020	14/1/2021	TRIMESTRAL	\$ 93,750.00
14	Y	3,000,000	3.50%	29/6/2019	29/6/2020	TRIMESTRAL	\$ 105,000.00
		31,400,000	3.66%				\$ 1,150,250.00

total nominal 31,400,000 Promedio ponderado de tasa de cupon 3.66%

- **Prestamos por pagar-** El Grupo mantiene \$29,075,983 en préstamos bancarios (con diversos bancos locales), los préstamos por pagar a corto plazo mantienen tasas de interés promedio entre el 2.95% al 5.80%.
- **Intereses por arrendamiento-** los gastos de intereses por arrendamiento hasta septiembre de 2020 fueron de \$550,350.

Resumen Financiamiento	Monto total en \$	Porcentaje del total
Bonos	\$ 143,157,000.00	70.11%
Deuda Bancaria	\$ 29,075,983.00	14.24%
VCNs (valores comerciales negociables)	\$ 31,400,000.00	15.38%
Arredamiento Financiero	\$ 550,035.00	0.27%
	\$ 204,183,018.00	

Estructura de Capital

Deuda Financiera

Deuda Financiera	2016	2017	2018	2019	2020
Prestamo que devengue interes (Corriente)	\$ 38,405,083	\$ 23,585,996	\$ 28,074,201	\$ 20,241,244	\$ 46,344,521
Otros Pasivos Financieros (corriente)	\$ 195,996	\$ 20,141,660	\$ 14,575,502	\$ 25,231,210	\$ 26,907,482
Prestamos que devenguen intereses (no corriente)	\$ 68,590,760	\$ 78,593,740	\$ 87,157,836	\$ 86,357,466	\$ 78,547,301
Otros Prestamos Financieros (no corrientes)				174,428,424.42	\$ 14,189,619
Deuda Financiera	\$ 107,193,855	\$ 122,321,396	\$ 129,807,539	\$ 149,304,204	\$ 165,988,923

+	Préstamos que devengan intereses (corriente)
+	Otros Pasivos Financieros (corriente)*
+	Préstamos que devengan intereses (no corriente)
+	Otros Pasivos Financieros (no corriente)*
=	DEUDA FINANCIERA

Patrimonio

Basado en los datos históricos de Panabolsa (Bolsa de Valores de Panama) el precio de la acción de Grupo Melo ha estado entre 98.50- 40.00 en los últimos 4 años, mostrando una devaluación de aproximadamente 60%.

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Precio de la accion	\$ 98.50	\$ 84.90	\$ 67.99	\$ 60.00	\$ 40.00
Acciones en circulacion	2,368,420	2,368,420	2,368,420	2,368,420	2,368,420
Patrimonio	\$ 228,619,013.34	\$ 197,564,082.98	\$ 159,502,389.40	\$ 142,609,733.67	\$ 100,309,260.93

Estructura de Capital Objetivo

B: Deuda financiera

P: Patrimonio

V: valor total de capital (B+P)

B/P: deuda financiera vs. patrimonio

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	PROMEDIO
B	107,193,855.00	122,321,396.00	139,807,539.00	149,304,204.00	165,988,923.00	-
P	228,619,013.34	197,564,082.98	159,502,389.40	142,609,733.67	100,309,260.93	-
V	335,812,868.51	319,885,478.69	289,309,928.43	291,913,938.15	266,298,184.27	-
B/V	31.92%	38.24%	44.87%	51.13%	62.33%	45.70%
P/V	68.08%	61.76%	55.13%	48.87%	37.67%	54.30%
B/P	46.89%	61.97%	81.38%	104.62%	165.48%	92.07%

La interpretación del B/P promedio de 92.07% es que la deuda ha sido un 92.07% más que el patrimonio, lo que indica que Grupo Melo está altamente apalancado en deuda.

Estimación del Costo Costo Patrimonial y del Costo Capital de la Empresa

Costo de la Deuda (K_b)

En esta tesis hemos utilizado la tasa del YTM del bono del Grupo Melo de más largo plazo que fue emitido el día 30 de marzo de 2020 con vencimiento el 30 de marzo de 2032 (12 años) el cual es de **5.25%**.

Beta de la Deuda

El Beta de la deuda calculado es de 0.31. Los inputs usados fueron los 5.25% del costo de la deuda, el 2.23% de la tasa libre de riesgo y 7.58% de la prima por riesgo de mercado ajustado a riesgo país.

$K_b \rightarrow 5.25\%$

$R_f \rightarrow 2.23\%$ (bono soberano de Panama a 10 años)

$PRM \rightarrow 7.58\%$

B Deuda Grupo Melo: 0.43

Beta Apalancado a la Estructura de Capital de Grupo Melo

Debido a que Grupo Melo es una compañía local que carece de suficiente data y movimientos en bolsa para calcular el beta de forma representativa hemos calculado el beta patrimonial con deuda tomando como base el beta desapalancado de Damodaran para países emergentes, ponderando las cinco industrias a en la cual opera Grupo Melo en función a la participación que las mismas tienen dentro de su EBITDA (ver tabla en la próxima página). Esto arroja un beta desapalancado ponderado de 0.82. Al apalancarlo, tomando en consideración la estructura de la razón de endeudamiento del 92.07%, el beta de la deuda del 0.43 y la tasa de impuesto corporativo llegamos a un beta patrimonial con Deuda de 1.16, el cual utilizamos para el cálculo del costo patrimonial (K_p) de la compañía.

*Cálculo de Beta ponderado por segmento de negocios para Países Emergentes

#	Actividades Consolidadas por Industria	Beta Mercados Emergentes	Beta Desapalncado	% del EBITDA	Ponderacion
1	Bienes y Raíces	1.10	0.65	1.72%	0.01
2	Restaurantes	1.02	0.88	7.00%	0.06
3	Maquinaria y Autos	1.25	1.15	16.37%	0.19
4	Almacenes (Retail in general)	1.21	0.91	20.42%	0.19
5	Avicola (Food processing)	0.77	0.69	54.49%	0.38
Beta Ponderado				100.00%	0.82

Beta Patrimonial con Deuda

1.16



- **Beta desapalncado** **0.82**
- **Tasa de Impuestos** **25%**
- **B/P Grupo Melo** **92.07%**
- **Beta de la Deuda** **0.43**

Costo Patrimonial (Kp)

El costo patrimonial para el Grupo Melo fue calculado en base a estimaciones del Beta Patrimonial con deuda del 1.16, una tasa libre de riesgo del 2.23% (proveniente del bono soberano de Panamá a 10 años) un Premio por Riesgo de Mercado del 7.58% y un premio por liquidez de 4.00% arroja una tasa de Costo Patrimonial (Kp) del 15.06%. A continuación se plasma el cálculo de dicha tasa.

Fórmula utilizada para cálculo de CAPM con prima por liquidez incluida (PML)

$$RF + \beta * (PRM) + PML$$

$$2.23\% + 1.16 * (7.58\%) + 4.00\%$$

Cálculo de Costo Patrimonial

Rf	2.23%
Beta Patrimonial con deuda	1.16
PRM	7.58%
Premio por Illiquidez	4.00%
CAPM	15.06%

Costo de Capital

En esta tesis utilizamos la metodología del costo promedio ponderado de capital y tomando como base el costo patrimonial del 15.06% de la compañía se ha calculado el WACC. Esto toma en consideración el costo actual de la deuda mencionado anteriormente del 5.25%, una razón de endeudamiento B/V actual del 45.70% y una razón de endeudamiento sobre el patrimonio (P/B) del 54.30%. El efecto de la deuda ha reducido la tasa a ser utilizada para descontar el flujo de caja libre proyectado. A continuación, se plasma las variables para el cálculo de la tasa de costo de capital.

Costo de la Deuda	5.25%
Razon Endeudamiento (B/V)	45.70%
Razon de Endeudamiento P/B	54.30%
Impuesto	25%
Costo Patrimonial (CAPM)	15.06%
Costo de Capital (WACC)	9.98%

$$WACC = K_p \left(\frac{P}{V_{C/D}} \right) + K_b (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V_{C/D}} \right)$$

Valoración de la Empresa por Múltiplos

Valores Contable de Grupo Melo en 2019 y 2020 (Anualizado)

Los indicadores contables a ser tomados en consideración a la hora de realizar la valoración por múltiplos.

Item Contable	2019	2020
Acciones	2,368,420	2,368,420
Market price per share	\$ 65.00	\$ 40.00
Earnings per share	\$ 5.09	\$ 3.65
Book Value Equity	\$ 188,378,172.05	\$ 187,088,950.15
Book Value per share	\$ 79.54	\$ 78.99
MKT Value Debt	\$ 149,304,204.47	\$ 165,988,923.34
Cash	\$ 4,412,629.31	\$ 33,503,811.68
EBITDA	\$ 41,423,372.00	\$ 27,991,796.00
EBIT	\$ 19,685,358.00	\$ 9,472,599.00
Utilidad	\$ 12,053,687.37	\$ 8,651,004.00
Revenues	\$ 432,647,248.19	\$ 388,835,262.00

Valoración 2019

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS 2019	EV	Equity	Price
	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)			81.20
TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS 2020	EV	Equity	Price
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)			\$ 44.93
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	\$ 344,299,090.80	\$ 211,813,979.14	\$ 89.43
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	\$ 97,425,680.72	\$ -35,059,430.94	\$ (7.95)
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)			
	VALUE TO BOOK RATIO			
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)			
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	\$ 21,777,477.59	\$ -98,981,299.98	-22.43

Valoración 2020 (al 30 de junio 2020, anualizado)

Valoración por Múltiplos de Grupo Melo

Valoracion en Funcion al Promedio de 2020 y 2019				
TIPO DE MÚLTIPLO	Promedio Multiplos de 2020 y 2019	EV	Equity	Price
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)			\$ 81.20
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	\$ 399,253,182.39	\$ 260,564,838.98	\$ 110.02
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	\$ 208,115,026.76	\$ 69,426,683.35	\$ 29.31
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)			
	VALUE TO BOOK RATIO			
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)			
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	\$ 221,804,272.29	\$ 88,979,095.92	\$ 37.57

Conclusión.

Hemos determinado que la valoración en múltiplos usando los múltiplos de Price to Earnings Ratio y el de Enterprise Value to EBITDA corresponden a una valoración que más se aproxima a la realidad del Grupo Melo, tanto en el mercado actual, como en la valorización realizada por la metodología de Flujo de Caja Descatados.

Usando los valores contables pertinentes a la valoración por múltiplos y eligiendo el múltiplo de Price to Earnings Ratio el valor patrimonial del grupo es igual a \$149, 361,965.62 con un precio de la acción de \$63.06. El precio de la acción cuando iniciamos la valoración del Grupo (fue de \$45 y en la actualidad (20 de junio de 2021) está en \$56, el cual se aproxima al valor que acción que llegamos vía el múltiplo de Price-earning ratio.

Considerando el artículo escrito por Pablo Fernández, Ph.D titulado “Valuation Using Multiples: dispersión. Useful to Compare and Negotiate,” este determina que las industrias de procesamiento de alimentos deben ser valorizadas de forma más óptima usando el Enterprise Value to EBITDA Ratio. Si utilizamos esta premisa y multiplicamos los múltiplos por los ítems contables de la compañía resulta en una valoración patrimonial del grupo de \$260,564,838.98 y un precio de la acción de \$110.02. Es importante señalar que en el mercado local de Panamá el precio de la acción del grupo alcanzó su mayor nivel en el año 2017 con un precio de \$99.40, por ende esta valorización usando el Enterprise Value to EBITDA se alinea a la valorización por el método de flujo de cajas el cual arroja un precio de la acción de \$93.41. Considerando que el mercado local tiende a tener poca profundidad y relativamente baja liquidez, es concesible que el valor de la acción plasmada en la BVP no concuerde con el valor intrínseco del grupo.

Si el grupo decide la compra total de su compañía, como analistas recomendamos utilizar la valoración por Enterprise Value to EBITDA con precio por acción de \$110.02.

Anexos

Balance General Primer Semestre de 2020

Balance General	
Activos	2020 1 Semestre
Activos Corrientes	
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
Total Factitivos Corrientes	\$ 204,764,565
Activos No Corrientes	
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
Total Activos No Corrientes	\$ 198,391,754
Total Activos	\$ 403,156,318
Pasivos	
Pasivos Corrientes	
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	\$ 5,678,538
Total Pasivos Corrientes	\$ 112,960,466
Pasivo No corriente	
Bonos por pagar	\$ 78,547,301
Pasivos por arrendamiento	\$ 14,189,619
Provisión para prima de antigüedad	\$ 10,369,982
Total Pasivos no Corrientes	\$ 103,106,902
Total Pasivos	\$ 216,067,368
Patrimonio	
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
Total Patrimonio atribuible a los propietarios	\$ 186,707,617
Participación no controladora	\$ 381,334
Total Patrimonio	\$ 187,088,950
Total de Pasivo y Patrimonio	\$ 403,156,318

Estado de Resultados Primer Semestre de 2020

EERR.	2020
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)
Ganancia Operativa	\$ 2,785,755
Costos financieros	
Intereses y dividendos ganados	\$ 906,041
Gastos de intereses pasivos por arrendamiento	\$ (550,350)
Gastos de intereses	\$ (3,217,992)
Costos financieros netos	\$ (2,862,301)
Participacion en resultados de asociadas	\$ 243,481
Utilidad antes de Impuesto sobre la renta	\$ 166,935
Impuesto sobre la renta	\$ (11,205)
Utilidad neta	\$ 155,730

Balance General 2019 y 2018

Balance General		
Activos	2019	2018
Activos Corrientes		
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
Total Activos Corrientes	\$ 180,166,335	\$ 181,354,944
Activos no corrientes		
Documentos por cobrar neto	\$ 12,489,823	\$ 10,515,615
Invenmtario 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 biologios	\$ 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
Total de Activos No Corrientes	\$ 205,327,537	\$ 184,771,517
Total de Activos	\$ 385,493,872	\$ 366,126,460
Pasivos		
Pasivos Corrientes		
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
Total de Pasivos Corrientes	\$ 83,038,469	\$ 88,982,219
Pasivos no corrientes		
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
Total de pasivos no Corrientes	\$ 114,077,231	\$ 96,918,791
Total de pasivos	\$ 197,115,700	\$ 185,901,011
Patrimonio		
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
Total Patrimonio atribuible a los propietarios	\$ 187,866,004	\$ 179,576,277
Participacion no controlada	\$ 512,169	\$ 649,173
Total Patrimonio	\$ 188,378,172	\$ 180,225,450
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 385,493,872	\$ 366,126,460

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)
Ganancia Operativa	\$ 19,364,332	\$ 18,770,118
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)
Costos financieros netos	\$ (5,935,487)	\$ (4,484,600)
Participación en resultados de asociadas	\$ 321,026	\$ 646,451
Utilidad antes de Impuesto sobre la renta	\$ 13,749,871	\$ 14,931,969
Impuesto sobre la renta	\$ (1,696,183)	\$ (3,282,092)
Utilidad neta	\$ 12,053,687	\$ 11,649,877

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

Balance General de 2017 y 2016

Balance General		
Activos	2017	2016
Activos Corrientes		
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
Total Activos Corrientes	\$ 173,411,045	\$ 191,289,677
Activos no Corrientes		
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
Total de activos no corrientes	\$ 177,264,639	\$ 164,466,393
Total de Activos	\$ 350,675,685	\$ 355,756,070
Pasivos		
Pasivos corrientes		
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
Total de Pasivos Corrientes	\$ 89,981,413	\$ 93,587,153
Pasivo no corrientes		
Bonos por pagar	\$ 78,593,740	\$ 68,590,760
Provisión para prima de antigüedad	\$ 8,890,929	\$ 8,269,692
Total de pasivos no corrientes	\$ 87,484,668	\$ 76,860,452
Total de pasivos	\$ 177,466,081	\$ 170,447,605
Patrimonio		
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
Total de Patrimonio atribuible a los propietarios	\$ 172,564,369	\$ 165,262,430
Participación no controladora	\$ 645,235	\$ 642,432
Total de Patrimonio	\$ 173,209,603	\$ 165,904,862
Total de pasivos y patrimonio	\$ 350,675,685	\$ 336,352,466

Estado de Resultados de 2017 y 2016

Estado de Resultados		
	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
Utilidad antes del Impuesto sobre la renta	\$ 21,398,640	\$ 32,326,277
Impuesto sobre la renta	\$ (4,838,814)	\$ (6,687,569)
Utilidad neta	\$ 16,559,826.35	\$ 25,638,708.13

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%
Total Activos Corrientes	\$ 191,289,677.41	53.77%	\$ 173,411,045.44	49.45%	\$ 181,354,943.70	49.53%	\$ 179,403,869	46.74%	\$ 204,764,565	50.79%
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%	\$ 2,310,010	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	\$ 7,778,962.17	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	\$ 2,201,827.94	0.62%	\$ 2,882,597.81	0.83%	\$ 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%
Total Activos No Corrientes	\$ 164,466,392.97	46.23%	\$ 177,264,639.21	50.55%	\$ 184,771,516.61	50.47%	\$ 204,458,588	53.26%	\$ 198,391,754	49.21%
Total Activos	\$ 355,756,070.38	100.00%	\$ 350,675,684.65	100.00%	\$ 366,126,460.31	100.00%	\$ 383,862,457	100.00%	\$ 403,156,318	100.00%

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 %
Estructura de los Pasivos										
Pasivos Corrientes										
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	12.63%	\$ 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%
Total Pasivos Corrientes	\$ 93,587,153	27.82%	\$ 89,981,413	25.66%	\$ 88,982,219	24.30%	\$ 82,687,049	21.54%	\$ 112,960,466	28.02%
Pasivo No corriente										
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%
Total Pasivos no Corrientes	\$ 76,860,452	22.85%	\$ 87,484,668	24.95%	\$ 96,918,791	26.47%	\$ 113,594,455	29.59%	\$ 103,106,902	25.57%
Total Pasivos	\$ 170,447,605	50.68%	\$ 177,466,081	50.61%	\$ 185,901,011	50.78%	\$ 196,281,504	51.13%	\$ 216,067,368	53.59%
Patrimonio										
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%
Participación no controladora	\$ 642,432	0.19%	\$ 645,235	0.18%	\$ 649,173	0.18%	\$ 510,001	0.13%	\$ 381,334	0.09%
Total Patrimonio	\$ 165,904,862	49.32%	\$ 173,209,603	49.39%	\$ 180,225,450	49.22%	\$ 187,580,953	48.87%	\$ 187,088,950	46.41%
Total Pasivo mas Patrimonio	\$ 336,352,466	100.00%	\$ 350,675,685	100.00%	\$ 366,126,460	100.00%	\$ 383,862,457	100.00%	\$ 403,156,318	100.00%

Estructura de los Pasivos 2016 - 2020

Tipo de Cuenta	2016	Estructura %	2017	Estructura %	2018	Estructura %	2019	Estructura %	1 Sem 2020	Estructura %
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%
Total Pasivos	\$ 170,447,605	50.68%	\$ 177,466,081.35	50.61%	\$ 185,901,011	50.78%	\$ 196,281,504	51.13%	\$ 216,067,368	53.59%

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
Avícola	\$ 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%
Información 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%
Total	\$ 166,699,726	100.00%	\$ 432,647,248	100.00%	\$ 422,939,775	100.00%	\$ 419,523,874	100.00%	\$ 444,778,915	100.00%

Promedio de Márgenes por Actividad 2016 - 2020

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

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

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%
Ganancia Operativa	5.00%
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%
Utilidad neta	0.76%
	3.05%

Comportamiento del crecimiento Histórico

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

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/impresia/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