



VALORACIÓN DE LA EMPRESA TAGARÓPULOS S.A.

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Rodolfo Blasser Alvarado
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin**

Panamá, Marzo 2018

Dedicatoria.

Le dedico el tiempo, esfuerzo y entusiasmo plasmados en este documento a los tres pilares de mi vida: mi esposa Jessica, mi hijo Zev y Ben, mi bebé en camino, que siempre serán mi motivación para ser una mejor persona.

Agradecimientos.

Agradezco a mi querida suegra, Lilian, que depositó su confianza en mí.

Agradezco a mis padres, Rodolfo y Mariela, y a mi hermana, Valeria, por siempre recordarme que puedo lograr lo que me proponga.

Por último, y no menos importante, agradezco al equipo de QLU, Universidad de Chile e IFARHU por darme la oportunidad de hacer mi sueño realidad.

TABLA DE CONTENIDO

Resumen Ejecutivo	1
Metodología	2
Descripción de la Empresa	5
Reseña Histórica	5
Fundamento Legal	5
Actualidad	5
Descripción del Negocio	6
Competidores	7
Descripción de la Industria	7
Financiamiento	9
Deuda a Parte Relacionada	9
Sobre los Bonos a Parte Relacionada	9
Descripción del Financiamiento	10
Financiamiento via Bonos y otros instrumentos	11
Estructura de Capital	12
Deuda Financiera	12
Patrimonio	13
Estructura de Capital Objetivo	13
Estimación del Costo de Capital de la Empresa	15
Costo de la Deuda (Kb)	15
Beta de la Deuda	15
Costo Patrimonial (Kp)	16
Costo de Capital (Ko)	17
Análisis Operacional	18
Activos Corrientes y No Corrientes	18
Deuda y Patrimonio	19
Ingresos, segmentos y compra de mercancías	20
Otros Gastos	21
Resumen y Ratios Financieros	22
Costos Operacionales	23
Cuentas No Operacionales	24
Análisis de Activos	25
Estado de Flujos de Efectivo	26

Proyección de Estado de Resultados	27
Tabla de Supuestos	27
Explicación de Supuestos	28
Resultados Negativos	29
Estado de Resultados, proyectado	30
Estimación del periodo Julio – Septiembre 2017	32
Proyección de Flujo Libre de Caja	33
Estado de Resultado proyectado, ajustado	33
Inversión en Reposición	33
Nuevas inversiones de Activo Fijo	35
Inversión en Capital de Trabajo	38
Proyección de Inversiones	40
Flujo Libre de Caja proyectado	42
Activos Prescindibles	43
Valoración Económica	44
Movimiento de la acción, histórico	45
Conclusiones	46
Índice de Tablas y Gráficas	47
Anexo 1 – Comparación de Activos y Pasivos según plazo	48
Anexo 2 – Concentración de la Deuda, según plazo	49
Anexo 3 – Compras, Inventarios, Ventas y Margen Operativo	50
Anexo 4 – Segmentos de Venta, por área	51
Bibliografía	52

RESUMEN EJECUTIVO

La presente tesis de grado detalla el ejercicio de la Valoración Económica de **Empresas Tagarópulos, S.A. (TAGA)**, tenedora de Tagarópulos, S.A., empresa líder en comercio al por mayor y al por menor en la República de Panamá, mediante el método de Flujo de Caja Descontado. Este trabajo consideró la información financiera de la empresa desde el año 2013 hasta el **30 de junio de 2017** y se estimaron los flujos hasta el año 2021, considerando el año 2022 como valor terminal de la compañía. Todos los montos son expresados en la moneda nacional de Panamá, el balboa, cuyo valor equivale al dólar de EE.UU.

Empresas Tagarópulos, S.A. consolida sus estados financieros en septiembre de cada año.

Este documento inicia con una presentación del método de **Flujo de Caja Descontado**, utilizado para la Valoración Económica de TAGA. Luego se continúa con una descripción de la empresa y su industria, también se detallan los principales competidores de TAGA en la industria de venta al por mayor y por menor.

En base a los principios del método de Flujo de Caja Descontados, se desarrollaron los cálculos necesarios para obtener la estructura de capital. Con esta información, se detalla la estimación del costo de capital de la empresa (K_0), tasa de descuento necesaria para realizar los cálculos de los Flujos de Caja Libres.

Seguidamente, se presenta un análisis operacional del negocio y el mercado, que contiene estimaciones necesarias para construir y proyectar el estado de resultado. Se realizó un escrutinio de la relación y volatilidad de cada cuenta para fundamentar debidamente los supuestos utilizados en la proyección que, en conjunto con los demás componentes de este estudio, establecen los requisitos necesarios para realizar la Valoración Económica de Empresas Tagarópulos, S.A.

Como punto final, se presentan las conclusiones de este análisis, en las que se comprueba una sobrevaloración de la empresa por parte del mercado, al comparar el precio por acción calculado versus el registrado al 30 de junio de 2017.

Metodología.

La valoración económica de una empresa es una manera técnica de apreciar sus recursos y su capacidad intrínseca de generar valor a través de dichos recursos. Esta apreciación se da en términos monetarios y, en última instancia, es la manera de atribuirle un valor razonable a dicha operación.

El uso de una valoración de empresa puede ser muy variado: desde un pequeño empresario que desea vender parte de su negocio, hasta corporaciones que deseen fusionarse como estrategia de mercado, inclusive como estrategia de eficiencia fiscal. Los analistas en bolsas de valores utilizan las metodologías de valoración para determinar si el precio de una acción transada está subvalorada, sobrevalorada o valorada justamente en el mercado.

En el mercado mundial de fusiones y adquisiciones corporativas (M&A) se intensifica cada vez más, a medida que las empresas transnacionales buscan conquistar más territorios gracias al desarrollo de tecnologías que les permiten vender sus servicios o negocios más rápida y eficientemente.

La clave para empezar a cuantificar el riesgo vs beneficio de expansión es precisamente la valoración económica de la empresa con la que desean fusionarse o comprar. En una valoración económica se consideran factores endógenos y exógenos al negocio en cuestión, brindándole una visión integral al interesado en recibir esta información sobre el contexto en el que se encuentra la empresa valorada.

En el presente estudio se utilizó el método de valoración denominado Valoración de Flujos Descontados, que se define como la proyección de flujos (ingresos) fundamentados en criterios (supuestos) hacia un futuro y luego descontados a una tasa (K_0 , cuyos cálculos se muestran en este análisis). Explicación de esta premisa:

1. **Proyección de Flujos.** Se considera el resultado financiero histórico de la empresa (ingresos, costos y gastos), y su interacción a través de los años analizados. Luego, se consideran algunos elementos para trazar el posible resultado futuro a corto plazo (en

este caso, 5 años después del último resultado conocido) y largo plazo (valor residual, más allá de los 5 años).

2. **Supuestos.** Para trazar (proyectar) este resultado, es necesario utilizar suposiciones que estén fundamentadas lógicamente y que sean consistente con los hechos reales.
3. **Descontar.** Después de construir los supuestos y proyectar resultados, es necesario traducir esos valores proyectados a su equivalente en tiempos presentes (valor del dinero en el tiempo). Este valor presente se consigue con la aplicación de una tasa de descuento, un factor que considera el costo de capital de la empresa. Este costo de capital de cada empresa es distinto, porque conlleva elementos propios de cada operación.

La fórmula para valorar los activos operacionales de la empresa por medio del método de Flujos de Caja Descontados es:

$$V = \frac{CF_1}{1 + K_o} + \frac{CF_2}{(1 + K_o)^2} + \frac{CF_3}{(1 + K_o)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1 + K_o)^n}$$

En donde:

CF: Flujo de fondos generado por la empresa en el período respectivo.

VR: Valor Residual de la empresa en el año n.

K_o: la tasa de descuento, el costo de capital de la empresa.

Para determinar los elementos necesarios al calcular el costo de patrimonio de TAGA es necesario tomar datos económicos actualizados sobre el mercado e industrias domésticas que permitan ajustar el contexto de la empresa valorizada. En Panamá, como es el caso de la mayoría de los países, no existe abundancia de estos datos y esto obliga al evaluador a apoyarse en datos académicos, como los del reconocido profesor Aswath Damodaran ¹(M.B.A. y Ph.D), profesor de Stern School of Business (Universidad de Nueva York).

¹ Aswath Damodaran, Stern School of Business, NYU.

La metodología de valorar una empresa por medio de Flujo de Caja Descontado se resume en:

- Análisis de los Estados Financieros
- Proyección de Flujos, en base a supuestos fundamentados
- Análisis de la Deuda Financiera
- Análisis de la Estructura de Capital
- Cálculo de la Tasa de Descuento
- Análisis Operacional
- Estimaciones de las inversiones futuras en reposición, activos nuevos y capital de trabajo
- Determinación de Activos Prescindibles

Descripción de la empresa.

Reseña Histórica²

Fundada en 1974, Empresas Tagarópulos (TAGA) tiene sus raíces en Ciudad de Colón, República de Panamá, en 1911, cuando Don Antonio Tagarópulos establece una pequeña tienda y restaurante. En 1914 un voraz incendio arrasó con muchas casas en la Isla de Manzanillo en Colón, siendo pasto de las llamas aquella tienda y restaurante. Pero esta fatalidad no fue impedimento para que Don Antonio incursionara en otros afanes, invirtiendo en la costa Atlántica en una siembra de banano y en una finca lechera donde eventualmente llegaría a estar ubicada la primera planta pasteurizadora de leche en la República de Panamá.

A los 25 años, en 1919, Don Antonio abre las puertas de un nuevo establecimiento “La Competencia”, dedicado a la compra y venta de víveres y licores importados. Con el correr de los años Don Antonio establece el tercer establecimiento comercial propio en Calle Bolívar y en 1929 incursiona en la industria gaseosa, una de las más importantes en Panamá y Centro América. En 1935, Don Antonio funda Hermanos Tagarópulos que se dedica a la industria de helados y mantequilla bajo la marca Tagarópulos.

A través de los años, el grupo se ha diversificado en una variedad de actividades relacionadas a la importación, procesamiento y comercialización de productos comestibles y otras mercancías secas relacionadas, siendo sus principales actividades la importación y comercio al por mayor de mercancía, víveres y productos de higiene y belleza.

Fundamento legal³.

Empresas Tagarópulos, S.A. es una sociedad anónima constituida mediante Escritura Pública No. 6946 del 20 de noviembre de 1974 otorgada ante la Notaría Quinta del Circuito Notarial de la Ciudad de Panamá e inscrita en la Ficha 10270, Rollo 412, Imagen 141 de la Sección de Micropelículas Mercantil del Registro Público.

² Información extraída de los Estados Financieros de Empresas Tagarópulos, S.A.

³ Información extraída de los Estados Financieros de Empresas Tagarópulos, S.A.

Actualidad⁴.

Empresas Tagarópulos S.A. es un holding de empresas dedicada a la venta al por mayor y menor de bienes de consumo (mercancía seca y víveres en general, al igual que de productos de higiene y belleza en la República de Panamá), tanto para el mercado local como para el mercado internacional, además, se dedican a la venta de bienes raíces por medio de una de las empresas que controla.

Su acción se transa en la Bolsa de Valores de Panamá (BVPA) bajo el nemotécnico **TAGA**, en el sector de Comercios.

Las siguientes empresas son controladas por TAGA:

Tagarópulos, S.A. (99.78% poseída)

Se dedica a la importación, almacenamiento, distribución y mercadeo de productos alimenticios y mercancía.

Mobitag, S.A. (100% poseída)

Empresa inmobiliaria, actualmente sin actividad comercial y pronta a disolverse.

Inmobiliaria Chiricrush, S.A. (50% poseída)

Empresa inmobiliaria, se dedica a la compra y venta de inmuebles.

Descripción del Negocio⁵.

Comprende las operaciones de mayoristas: importación y distribución al por mayor de mercancía seca y víveres en general, al igual que de productos de higiene y belleza a nivel nacional. La principal empresa del grupo es Tagarópulos, S.A. y cuenta con sucursales en las provincias de Panamá, Colón, Coclé y Chiriquí. Tagarópulos, S.A. representa y es distribuidor de más de 60 marcas, la mayoría siendo de comestibles. Las principales marcas son: L’Oreal, Kraft Heinz, Maybelline, Garnier, Phillip Morris, Monarch, FIFCO, Cítricos de Chiriquí, Barilla, Colgate-Palmolive, Orange Grove, 3M, Heinz, Creamland, Clarocom, Ballester, La Sirena, Ajinomoto, Molino Criollo, McVities, Aroma, Don Juan, Ritter Sport, Kimberly Clark, Western, Otis Spunkmeyer, Dawn Foods, McCain, Ajinomoto, Krinos, Celestial Seasonings, Pequeñín y

⁴ Información extraída de los Estados Financieros de Empresas Tagarópulos, S.A.

⁵ Información extraída de los Estados Financieros de Empresas Tagarópulos, S.A.

Trolli, entre otras. Además, la empresa distribuye productos al mercado institucional de comestibles como hoteles y restaurantes (División de Food Service).

Competidores⁶.

Las principales distribuidoras y agencias de representación en la República de Panamá, además de Tagarópulos S.A., se encuentran Agencias Feduro, S.A. Calox Panameña, Dicarina, S.A., H Tzanetatos, Inc. Ninguna cotiza en la Bolsa de Valores de Panamá, tampoco tienen disponible su información financiera disponible al público.

Descripción de la Industria.

Según datos de la Contraloría General de la República⁷, el Producto Interno Bruto de Panamá en el 2016 fue USD \$55,505 millones, y las actividades de Comercio al por mayor y por menor aportaron 19.85% a este total.

	2013	Variación	2014	Variación	2015	Variación	2016
PIB Total de Panamá	\$43,844	9.37%	\$47,950	8.97%	\$52,251	6.23%	\$55,505

	2013	% del PIB	2014	% del PIB	2015	% del PIB	2016	% del PIB
Comercio al por mayor y al por menor	\$9,714	22.16%	\$10,236	21.35%	\$10,617	20.32%	\$11,019	19.85%
Ventas Netas TAGA	\$109.9	0.25%	\$119.9	0.25%	\$125.4	0.24%	\$106.2	0.19%

Montos expresados en millones de dólares.

Fuente: Contraloría de la República de Panamá y Estados Financieros de Empresas Tagarópulos, S.A.

De acuerdo con el Banco Mundial⁸, durante la última década, Panamá ha sido una de las economías de más rápido crecimiento en todo el mundo. El crecimiento medio anual fue del 7.2% entre 2001 y 2013, más del doble del promedio de la región. La economía panameña creció un 6.1% en 2014, bajando levemente a un 5.8% y 4.8% en 2015 y 2016, respectivamente. Para 2017 y 2018 el pronóstico se mantiene en 5.4%, el más alto de Latinoamérica.

A mediano plazo, hay buenas razones para esperar que el crecimiento de Panamá se mantenga entre los más altos de América Latina. Con el proyecto de construcción de la segunda línea del Metro y el tráfico adicional generado por la ampliación del Canal, las inversiones públicas también se mantendrán altas. Además, la inversión privada deberá seguir siendo fuerte. Las

⁶ Información extraída de los Estados Financieros de Empresas Tagarópulos, S.A.

⁷ Cuadro 3. Producto interno bruto a precios de comprador en la república, según categoría de actividad económica, a precios corrientes: años 2013-16

⁸ El Banco Mundial en Panamá, Panorama General Octubre, 2017

perspectivas de alto crecimiento en los próximos años también se sustentan en las nuevas oportunidades para el crecimiento impulsado por el sector privado en áreas clave como transporte y logística, minería, servicios financieros y turismo.

Panamá ha logrado progresos significativos en la reducción de la pobreza en años recientes. Si utilizamos la línea de pobreza internacional de US\$4 al día, resultaría en una reducción de la pobreza general de 21 a 17 por ciento, entre 2011 y 2015. Aunado a que la economía ha generado 280 mil nuevos empleos.

A pesar de los avances en el combate a la pobreza, aún hay agudas disparidades regionales. La pobreza prevalece en áreas rurales, en su mayoría habitadas por poblaciones indígenas. En el caso de la pobreza extrema, por ejemplo, mientras que en las zonas urbanas está por debajo del 4 por ciento, en las zonas rurales es alrededor del 27 por ciento.

Por otra parte, en los territorios indígenas, conocidos como “comarcas”, la pobreza es superior al 70 por ciento y la pobreza extrema está por encima del 40 por ciento. La falta de servicios, en particular el acceso al agua y al saneamiento sigue siendo una limitación en las comarcas.

Panamá está bien posicionada para seguir avanzando hacia los objetivos de desarrollo del Banco Mundial, de acabar con la pobreza extrema e impulsar la prosperidad compartida, gracias tanto a las perspectivas de crecimiento como a la renovada atención del Gobierno a la inclusión. Sin embargo, sostener el crecimiento a mediano y largo plazo requerirá responder a algunas limitaciones estructurales que podrían ser vinculantes conforme el país continúa su desarrollo. Si no se abordan, algunas áreas prioritarias estructurales podrían obstaculizar el crecimiento en los próximos años. Estas incluyen: infraestructura, educación y destrezas, así como la eficiencia de las instituciones públicas.

El Plan de Desarrollo Estratégico 2015-2019 del Gobierno se basa en dos pilares de inclusión y competitividad e incluye cinco temas:

- Impulsar la productividad y diversificación del crecimiento.
- Mejorar la calidad de vida
- Fortalecer el capital humano
- Desarrollar la infraestructura
- Apoyar la sostenibilidad del medio ambiente, incluida la gestión.

Financiamiento.

Deuda a Parte Relacionada, con intereses.

Considerando que:

1. En las Notas de los Estados Financieros, en donde indica que las deudas a Parte Relacionada no están garantizadas, no tienen vencimiento y no serán exigibles por la contraparte en los próximos doce meses (esta inexigibilidad es constante en todos los EEFF)
2. Se ha observado un comportamiento relativamente plano, en cuanto al nivel de la deuda
3. Que el interés a dichas deudas (4%) está por debajo de la tasa libre de riesgo nacional (4.62%)

Se determinó no incluir la Deuda a Parte Relacionada para calcular:

- Total de la Deuda Financiera
- Estructura de Capital (B)
- Costo de la Deuda Financiera (K_b)
- Beta de la Deuda Financiera
- Costo del Capital (K_o)

	Tasa	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Jun-17
Tonic Asset Corp.	4%	\$511,727				
Nitton, S.A.	4%		\$522,105	\$215,619	\$208,280	\$204,056
Newwater Holdings, Corp	4%	\$181,207	\$189,229	\$197,606	\$206,110	\$210,438
Atlantic Developers, Inc.	4%	\$1,288,712	\$1,345,761	\$1,405,335	\$1,465,816	\$1,496,593
Fundación Palo de Jacarandá	4%	\$139,183	\$135,078	\$125,560	\$130,964	\$118,502
Total Deuda Parte Relacionada con Interés		\$2,120,829	\$2,192,173	\$1,944,120	\$2,011,170	\$2,029,589
		<i>Variación</i>	<i>3%</i>	<i>-11%</i>	<i>3%</i>	<i>1%</i>

Sobre los Bonos Privados, a Parte Relacionada.

Los bonos emitidos privadamente, por un monto de \$650,000.00, sin son considerados para los cálculos descritos en el punto anterior debido a que estos sin son exigibles (vencen en mayo 2024).

Descripción del Financiamiento.

Al 30 de junio de 2017, 67% de la estructura de capital de TAGA estaba conformada por deuda financiera, detallada a continuación:

Descripción	Monto
BAC	\$3,000,000
Multibank	\$1,900,000
BAC	\$501,324
BAC	\$3,856,719
Banco General	\$381,120
BAC + Banco General	\$317,851
Bonos Privados	\$650,000
TAGA0487500818R	\$230,000
TAGA0475000318S	\$2,000,000
TAGA0475000218Q	\$2,379,000
TAGA0475000118P	\$540,000
TAGA0350000118L	\$135,000
TAGA0475001217O	\$716,000
Total Deuda	\$16,607,014

En resumen:

Arrendamiento Financiero	\$317,851	2%
Bonos	\$650,000	4%
Deuda Bancaria	\$9,639,163	58%
Valores Comerciales Negociables	\$6,000,000	36%
	<hr/>	
	\$16,607,014	

Financiamiento vía Bonos y otros instrumentos.

En junio 2017, se emitieron bonos privados (a partes relacionadas) por un monto de \$650,000.00, con pagando 8% anual, con vencimiento 30 de mayo de 2024.

Por otra parte, Empresas Tagarópulos, S.A. ha emitido Valores Comerciales Negociables (VCN) por USD\$6,000.000 en concepto de deuda corto plazo, con vencimiento entre 180 y 360 días, con una tasa fija. Son emitidos de forma rotativa.

Serie	Tasa de Interés (cupón)	Fecha		Duración (días)	Monto de la Serie
		Emisión	Vencimiento		
TAGA0487500818R	4.88%	08/08/2017	3/8/2018	360	\$230,000
TAGA0475000318S	4.75%	29/09/2017	28/03/2018	180	\$2,000,000
TAGA0475000218Q	4.75%	08/08/2017	4/2/2018	180	\$2,379,000
TAGA0475000118P	4.75%	14/07/2017	10/1/2018	180	\$540,000
TAGA0350000118L	3.50%	15/01/2017	10/1/2018	360	\$135,000
TAGA0475001217O	4.75%	29/06/2017	26/12/2017	180	\$716,000
Monto Total de la Emisión					\$6,000,000

Estimación de la Estructura de Capital.

Deuda Financiera.

La empresa posee préstamos que devengan intereses a corto y largo plazo, e instrumentos financieros de deuda (VCN) a corto plazo.

	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Jun-17
Préstamos que devengan intereses (corriente)	\$10,347,205	\$10,464,170	\$5,190,105	\$6,838,068	\$5,867,585
Arrendamiento Financiero (corriente)	\$20,036	\$59,144	\$134,133	\$141,264	\$139,788
Valores Comerciales Negociables	\$6,000,000	\$6,000,000	\$6,000,000	\$6,000,000	\$6,000,000
Otros Pasivos Financieros (corriente)					
Deuda a Parte Relacionada (que devengan Interés)	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Préstamos que devengan intereses (no corriente)	\$691,426	\$628,046	\$5,552,274	\$4,743,283	\$4,166,923
Arrendamiento Financiero (no corriente)	\$91,234	\$226,174	\$439,585	\$299,424	\$178,063
Bonos	\$5,000,000	\$5,000,000	\$5,000,000	\$5,000,000	\$650,000
*Menos Sobregiros Bancarios					\$395,345
Deuda Financiera	\$22,149,901	\$22,377,534	\$22,316,097	\$23,022,039	\$16,607,014

*Los Sobregiros Bancarios están incluidos en Préstamos por Pagar (Balance General), pero no generan intereses.

Patrimonio.

Según los datos históricos extraídos de la Bolsa de Valores de Panamá, el precio de la acción TAGA se ha mantenido en los 5 años en \$1.35. Este precio es calculado a partir de la Capitalización Bursátil (\$5,039,971.20) dividido entre la cantidad de acciones (3,733,312).

	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Jun-17
Precio de la Acción (datos históricos de BVPA)	\$1.35	\$1.35	\$1.35	\$1.35	\$1.35
Acciones en Circulación	3,733,312	3,733,312	3,733,312	3,733,312	3,733,312
Patrimonio	\$11,504,350	\$13,475,940	\$13,303,673	\$10,843,537	\$8,198,731

Estructura de Capital Objetivo.

B: deuda financiera

P: patrimonio de los accionistas

V: valor total del capital (B+P)

B/P: deuda financiera vs patrimonio (veces que representa)

A pesar de que al cierre de junio 2017 se redimieron los bonos emitidos (\$5,000,000.00), las relaciones B/V y P/V se han mantenido en proporciones similares. La relación B/P no ha tenido un comportamiento uniforme.

	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Jun-17
B	\$22,149,901	\$22,377,534	\$22,316,097	\$23,022,039	\$16,607,014
P	\$11,504,350	\$13,475,940	\$13,303,673	\$10,843,537	\$8,198,731
V	\$33,654,251	\$35,853,474	\$35,619,770	\$33,865,576	\$24,805,745
B/V	0.66	0.62	0.63	0.68	0.67
P/V	0.34	0.38	0.37	0.32	0.33
B/P	1.93	1.66	1.68	2.12	2.03

	Promedio	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv Std
B	\$21,294,517	\$22,316,097	\$16,607,014	\$23,022,039	\$2,641,271
P	\$11,465,246	\$11,504,350	\$8,198,731	\$13,475,940	\$2,149,469
V	\$32,759,763	\$33,865,576	\$24,805,745	\$35,853,474	\$4,556,315
B/V	0.65	0.66	0.62	0.68	0.03
P/V	0.35	0.34	0.32	0.38	0.03
B/P	1.88	1.94	2.03	1.71	1.23

Promedio	
B/P	1.88

La interpretación de estas razones es que, en promedio, la deuda ha sido 1.88 veces más que el patrimonio, en función al capital total de la empresa.

Estimación del Costo de Capital de la Empresa.

Costo de la Deuda (K_b).

Considerando todas las obligaciones financieras de TAGA a junio 2017, se tomaron las tasas de las respectivas deudas y se calculó el costo ponderado de la deuda (K_b), equivalente a 4.79%.

Descripción	Monto	Tasa	Ponderado	Tasa Ponderada
BAC	\$3,000,000	3.75%	18%	0.68%
Multibank	\$1,900,000	5.00%	11%	0.57%
BAC	\$501,324	5.52%	3%	0.17%
BAC	\$3,856,719	4.84%	23%	1.12%
Banco General	\$381,120	5.75%	2%	0.13%
BAC + Banco General	\$317,851	5.00%	2%	0.10%
Bonos Privados	\$650,000	8.00%	4%	0.31%
TAGA0487500818R	\$230,000	4.88%	1%	0.07%
TAGA0475000318S	\$2,000,000	4.75%	12%	0.57%
TAGA0475000218Q	\$2,379,000	4.75%	14%	0.68%
TAGA0475000118P	\$540,000	4.75%	3%	0.15%
TAGA0350000118L	\$135,000	3.50%	1%	0.03%
TAGA0475001217O	\$716,000	4.75%	4%	0.20%
Total Deuda	\$16,607,014		Kb	4.79%

Beta de la Deuda.

Considerando el costo de la deuda (K_b), la tasa libre de riesgo (R_f) y el premio por riesgo Panamá (8.40%), se calculó por CAPM la beta de la deuda, la cual es igual a 0.020

K_b	4.79%
R_f	4.62%
PRM	8.40%
β Deuda TAGA =	0.020

Beta Apalancado a la Estructura de Capital TAGA.

Debido a que TAGA no cuenta con información suficiente para calcular los datos necesarios que conforman el costo de capital, se ha adoptado una Beta patrimonial sin deuda desde la página web de Damodaran⁹. Se ha seleccionado el Beta sin deuda para la industria del Retail (General) el cual asciende a 0.80.

Beta de la Industria	0.80
TAGA tc (tasa impositiva)	26%
TAGA B/P	1.88
Beta de la Deuda	0.020
β TAGA con Deuda =	1.89

Costo Patrimonial (K_p).

Antes de comenzar el cálculo del costo de capital de la empresa se debe tener en cuenta algunos parámetros de referencia. La tasa libre de riesgo para Panamá se estimará como la suma entre la tasa libre de riesgo para USA que asciende a 2.42% (Treasury 30 years) y el Country Default Spread (CDS) de Panamá asciende a 2.2%, por lo que la tasa libre de riesgo (R_f) asciende a 4.62% para Panamá. De acuerdo con Damodaran¹⁰, el premio por riesgo de mercado (PRM) asciende a 8,40%. Se agrega 2% de Premio por Liquidez, por ser una acción poco transada.

PAN R_f =	4.62%
PAN PRM =	8.40%
β TAGA con Deuda =	1.89
Kp TAGA = PAN R_f + PAN PRM x β TAGA con Deuda	Kp TAGA = 20.47%
Premio por Liquidez =	2%
Kp TAGA + Premio por Liquidez = 22.47%	

⁹ Aswath Damodaran, Stern School of Business, NYU.

¹⁰ Aswath Damodaran, Stern School of Business, NYU.

Costo de Capital (K_o).

Por medio del modelo WACC (Weighted Average Cost of Capital) se procedió a calcular el costo de capital de TAGA (K_o).

K_p TAGA =	22.47%
K_b TAGA =	4.79%
B/V =	0.6516
P/V =	0.3484
TAGA tc =	26%

$$K_o \text{ TAGA} = K_p \text{ TAGA} \times (P/V) + K_b \text{ TAGA} \times (1 - \text{TAGA tc}) \times (B/V)$$

K_o TAGA =	10.14%
K_o mensual =	0.84%
K_o trimestral =	2.53%

Después de esta batería de cálculos, se concluye que la tasa apropiada (K_o) para descontar los flujos futuros de TAGA es **10.14%**. Se señala la tasa de descuento trimestral para efectos de mostrar cómo se compondrá el factor de descuento utilizado para calcular el valor presente de los flujos proyectados a Septiembre 2017, en términos de Junio 2017.

Análisis Operacional del Negocio.

Balance General (Activos).

Activos	2013	% Total	2014	% Total	2015	% Total	2016	% Total	Jun-17	% Total
Activos Corrientes										
Efectivo y Depósitos en bancos	\$5,504,259	10%	\$5,180,172	8%	\$5,928,683	10%	\$4,214,451	7%	\$4,838,632	9%
Cuentas por Cobrar Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	\$14,268,730	26%	\$17,217,938	28%	\$14,392,343	25%	\$13,133,149	23%	\$12,240,993	23%
Inventarios	\$13,196,876	24%	\$17,427,496	28%	\$16,032,065	27%	\$17,009,482	30%	\$14,338,108	27%
Otros Activos	\$45,651	0.1%	\$71,593	0.1%	\$66,422	0.1%	\$108,639	0.2%	\$222,345	0.4%
Total Activos Corrientes	\$33,015,516	61%	\$39,897,199	64%	\$36,419,513	62%	\$34,465,721	60%	\$31,640,078	59%
Activos No Corrientes										
Propiedades, mobiliario, equipo y mejoras a la propiedad	\$18,291,117	34%	\$11,963,624	19%	\$11,319,918	19%	\$10,654,096	19%	\$9,940,924	18%
Propiedad de Inversión			\$7,300,000		\$7,300,000		\$9,000,000		\$9,275,000	
Impuesto sobre la Renta Diferido	\$13,147	0.02%	\$116,452	0.19%	\$112,693	0.19%	\$107,935	0.19%	\$164,685	0.30%
Otros Activos	\$3,090,867	6%	\$2,864,229	5%	\$3,339,180	6%	\$2,801,912	5%	\$3,017,687	6%
Total Activos No Corrientes	\$21,395,131	39%	\$22,244,305	36%	\$22,071,791	38%	\$22,563,943	40%	\$22,398,296	41%
Total de Activos	\$54,410,647	100%	\$62,141,504	100%	\$58,491,304	100%	\$57,029,664	100%	\$54,038,374	100%

Activos Corrientes: existe una variación consistente en el tiempo para cada uno de los activos corrientes, puede interpretarse que los recursos convertibles en líquidos en corto plazo mantienen una estructura coherente.

Activos No Corrientes: Las propiedades regulares han mantenido su valor de mercado (avalúo), sin embargo, el resto de los activos encontrados en este renglón (equipo y mobiliario) han sufrido depreciación, pero si hubo renovación de equipo rodante, bajo la figura de arrendamiento financiero (leasing), pero no se mostrará en esta cuenta hasta que se termine de pagar.

Las Propiedades de Inversión iniciaron vigencia en el 2014 y luego se adquirieron otras en 2016. A junio 2017 se les adjudicó un valor de mercado (avalúo).

El impuesto sobre la renta diferido está fundamentado en estrategias de eficiencia fiscal, asumidos de distinta manera en cada periodo. La cuenta Otros Activos está constituida en su mayoría por intangibles (incluyendo registros sanitarios), y fondos de cesantía.

Balance General (Pasivos y Patrimonio).

Pasivos y Patrimonio	2013	% Total	2014	% Total	2015	% Total	2016	% Total	Jun-17	% Total
Pasivos Corrientes										
Préstamos	\$10,347,205	19%	\$10,464,170	17%	\$5,190,105	9%	\$6,838,068	12%	\$5,867,585	11%
Obligaciones por Arrendamiento Financiero	\$20,036	0.04%	\$59,144	0.10%	\$134,133	0.23%	\$141,264	0.25%	\$139,788	0.26%
Valores Comerciales Negociables	\$6,000,000	11%	\$6,000,000	10%	\$6,000,000	10%	\$6,000,000	11%	\$6,000,000	11%
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	\$16,789,274	31%	\$21,916,884	35%	\$18,674,060	32%	\$18,698,376	33%	\$19,990,411	37%
Total Pasivos Corrientes	\$33,156,515	61%	\$38,440,198	62%	\$29,998,298	51%	\$31,677,708	56%	\$31,997,784	59%
Pasivos No Corrientes										
Préstamos por Pagar	\$691,426	1%	\$628,046	1%	\$5,552,274	9%	\$4,743,283	8%	\$4,166,923	8%
Préstamos Adeudados a Partes Relacionadas	\$1,949,540	4%	\$2,167,306	3%	\$1,911,450	3%	\$1,990,121	3%	\$6,304,589	12%
Obligaciones por Arrendamiento Financiero	\$91,234	0.2%	\$226,174	0.4%	\$439,585	0.8%	\$299,424	0.5%	\$178,063	0.3%
Bonos Emitidos (por pagar)	\$5,000,000	9%	\$5,000,000	8%	\$5,000,000	9%	\$5,000,000	9%	\$650,000	1%
Pasivo por Impuesto Diferido	\$1,064,878	2%	\$1,268,379	2%	\$1,268,379	2%	\$1,438,376	3%	\$1,465,878	3%
Provisión para Prestaciones Comerciales	\$952,704	2%	\$935,461	2%	\$1,017,645	2%	\$1,037,215	2%	\$1,076,406	2%
Total de Pasivos no Corrientes	\$9,749,782	18%	\$10,225,366	16%	\$15,189,333	26%	\$14,508,419	25%	\$13,841,859	26%
Total de Pasivos	\$42,906,297	79%	\$48,665,564	78%	\$45,187,631	77%	\$46,186,127	81%	\$45,839,643	85%
Patrimonio										
Acciones Comunes	\$16,501,603	30%	\$16,501,603	27%	\$16,501,603	28%	\$16,501,603	29%	\$16,501,603	31%
Escisión de Subsidiarias										
Otro Resultado Integral	\$9,571,853	18%	\$11,399,324	18%	\$11,399,324	19%	\$12,925,958	23%	\$13,172,913	24%
Utilidades No Distribuidas (déficit acumulado)	-\$14,672,017	-27%	-\$14,531,791	-23%	-\$14,700,502	-25%	-\$18,681,372	-33%	-\$21,566,870	-40%
Total de Patrimonio de los Accionistas de la Empresa	\$11,401,439	21%	\$13,369,136	22%	\$13,200,425	23%	\$10,746,189	19%	\$8,107,646	15%
Participación No Controladora	\$102,911	0.2%	\$106,804	0.2%	\$103,248	0.2%	\$97,348	0.2%	\$91,085	0.2%
Total de Patrimonio	\$11,504,350	21%	\$13,475,940	22%	\$13,303,673	23%	\$10,843,537	19%	\$8,198,731	15%
Total de Pasivos y Patrimonio	\$54,410,647	100%	\$62,141,504	100%	\$58,491,304	100%	\$57,029,664	100%	\$54,038,374	100%

Deudas: los préstamos y arrendamientos financieros por pagar a corto y largo plazo tienen un comportamiento consistente en el tiempo. TAGA asumió nuevas deudas para capital de trabajo, adquisición de equipo rodante y una emisión recurrente de Valores Comerciales Negociables para pagar deudas antiguas.

Patrimonio: el valor de las acciones emitidas no ha variado en el tiempo. El resultado acumulado de operaciones ha tendido a la baja, sin explicación alguna en las notas de los EEEF.

Ver Anexo 1, comparación de Activos vs Pasivos según plazo.

Ver Anexo 2, concentración de la deuda total según plazo.

Estado de Resultados.

	2013	% Ventas	2014	% Ventas	2015	% Ventas	2016	% Ventas	Jun-17	% Ventas
Ingresos										
Ventas Netas	\$109,918,725	100%	\$119,938,060	100%	\$125,429,816	100%	\$106,224,781	100%	\$79,095,866	100%
Otros Ingresos (comisiones)	\$397,743	0.4%	\$464,871	0.4%	\$164,703	0.1%	\$176,442	0.2%	\$408,651	0.5%
Cambios en el Inventario de Mercancía	\$2,630,509	2%	-\$4,230,620	-4%	\$1,395,431	1%	-\$977,418	-1%	\$2,671,375	3%
Compra de Mercancía	-\$90,537,704	82%	-\$90,891,061	76%	-\$101,078,938	81%	-\$83,263,356	78%	-\$66,110,714	84%
Gasto de Depreciación	-\$1,326,140	1.2%	-\$1,545,672	1.3%	-\$1,494,868	1.2%	-\$1,319,295	1.2%	-\$761,359	1.0%
Gastos de Salarios y Beneficios a Empleados	-\$10,402,945	9%	-\$11,335,326	9%	-\$12,683,648	10%	-\$12,630,314	12%	-\$8,670,297	11%
Costos Financieros	-\$1,309,205	1.2%	-\$1,211,298	1.0%	-\$1,247,485	1.0%	-\$1,280,055	1.2%	-\$900,982	1.1%
Otros Gastos	-\$10,056,276	9%	-\$11,035,725	9%	-\$10,639,485	8%	-\$10,913,864	10%	-\$8,680,096	11%
Utilidad Antes de Impuesto sobre la Renta	-\$685,293	0.6%	\$153,229	0.1%	-\$154,474	0.1%	-\$3,983,079	3.7%	-\$2,947,556	3.7%
Impuesto sobre la Renta	\$17,308	0.02%	-\$11,855	0.01%	-\$3,759	0.00%	-\$5,609	0.01%	\$56,750	0.07%
Utilidad (pérdida) no distribuidas al final del año	-\$667,985	1%	\$141,374	0%	-\$158,233	0%	-\$3,988,688	4%	-\$2,890,806	4%

Ventas por segmento.

	2013	% Ventas	2014	% Ventas	2015	% Ventas	2016	% Ventas	Jun-17	% Ventas
Panamá	\$76,619,088	70%	\$83,424,385	70%	\$87,153,812	69%	\$73,152,566	69%	\$54,440,594	69%
Provincias Centrales	\$12,489,295	11%	\$14,012,631	12%	\$15,231,645	12%	\$13,750,717	13%	\$9,834,223	12%
Colón	\$6,240,480	6%	\$6,532,856	5%	\$6,488,601	5%	\$5,383,880	5%	\$3,924,130	5%
Chiriquí	\$14,569,862	13%	\$15,968,188	13%	\$16,555,758	13%	\$13,937,618	13%	\$10,896,919	14%
Total	\$109,918,725	100%	\$119,938,060	100%	\$125,429,816	100%	\$106,224,781	100%	\$79,095,866	100%

Ingresos totales: han tenido un comportamiento coherente. La disminución en ventas entre 2015 y 2016 (disminuyó 15%) se puede explicar porque en ese periodo TAGA abandonó la distribución de NABISCO, Tang, Cadbury y Adams. Las notas de los EEFF no precisan por qué se extinguió la relación comercial con Mondelez (dueña de dichas marcas).

Segmentos: la región mejor variación (crecimiento) ha sido las provincias centrales (Los Santos, Herrera y Veraguas). Esto puede deberse a la apertura de nuevos hoteles, centros comerciales y supermercados en la región.

Compra de mercancía: tuvo un movimiento consistente con la situación descrita anteriormente sobre los productos Mondelez.

Ver Anexo 3, relación de compra de mercancías con niveles de inventarios y ventas.

Ver Anexo 4, segmentación de ventas por área

Otros gastos.

	2013	% Ventas	2014	% Ventas	2015	% Ventas	2016	% Ventas	Jun-17	% Ventas
Flete y almacenajes	\$1,045,944	1.0%	\$1,200,163	1.0%	\$1,148,752	0.9%	\$1,225,590	1.2%	\$755,312	1.0%
Alquileres	\$1,004,454	0.9%	\$904,701	0.8%	\$1,093,996	0.9%	\$1,204,276	1.1%	\$906,080	1.1%
Viajes	\$832,962	0.8%	\$897,430	0.7%	\$923,889	0.7%	\$929,912	0.9%	\$676,693	0.9%
Mercancía dañada	\$1,013,295	0.9%	\$1,125,275	0.9%	\$823,878	0.7%	\$1,476,139	1.4%	\$767,266	1.0%
Agua, luz y energía	\$632,025	0.6%	\$720,217	0.6%	\$742,551	0.6%	\$653,406	0.6%	\$490,179	0.6%
Combustible	\$611,175	0.6%	\$899,156	0.7%	\$686,262	0.5%	\$527,239	0.5%	\$423,715	0.5%
Seguridad	\$638,027	0.6%	\$649,351	0.5%	\$676,395	0.5%	\$734,476	0.7%	\$556,136	0.7%
Mantenimiento	\$504,541	0.5%	\$719,489	0.6%	\$674,546	0.5%	\$418,462	0.4%	\$292,939	0.4%
Faltante de inventario	\$472,614	0.4%	\$604,248	0.5%	\$578,398	0.5%	\$513,777	0.5%	\$275,984	0.3%
Útiles de oficina	\$367,782	0.3%	\$340,409	0.3%	\$511,418	0.4%	\$398,096	0.4%	\$268,209	0.3%
Provisión para cuentas malas	\$265,590	0.2%	\$372,765	0.3%	\$454,868	0.4%	\$32,356	0.0%	\$226,950	0.3%
Anuncios y propagandas	\$565,881	0.5%	\$327,883	0.3%	\$409,453	0.3%	\$579,726	0.5%	\$900,753	1.1%
Honorarios profesionales	\$326,483	0.3%	\$503,627	0.4%	\$322,452	0.3%	\$348,388	0.3%	\$190,940	0.2%
Telecomunicaciones	\$251,749	0.2%	\$328,606	0.3%	\$284,925	0.2%	\$243,551	0.2%	\$184,571	0.2%
Impuestos generales	\$263,669	0.2%	\$301,821	0.3%	\$281,050	0.2%	\$282,861	0.3%	\$218,690	0.3%
Misceláneos	\$199,982	0.2%	\$198,221	0.2%	\$196,802	0.2%	\$209,823	0.2%	\$207,114	0.3%
Partes y repuestos	\$293,988	0.3%	\$224,603	0.2%	\$196,159	0.2%	\$430,333	0.4%	\$336,077	0.4%
Aseo y limpieza	\$143,385	0.1%	\$161,828	0.1%	\$174,615	0.1%	\$140,139	0.1%	\$113,853	0.1%
Seguros	\$136,957	0.1%	\$149,406	0.1%	\$158,836	0.1%	\$133,495	0.1%	\$119,588	0.2%
Provisión para productos obsoletos	\$256,562	0.2%	\$157,170	0.1%	\$122,256	0.1%	\$87,404	0.1%	\$592,932	0.7%
Uniformes	\$58,441	0.1%	\$77,087	0.1%	\$69,058	0.1%	\$59,280	0.1%	\$37,653	0.0%
Amortización Intangibles	\$61,012	0.1%	\$0	0.0%	\$51,891	0.0%	\$101,118	0.1%	\$87,893	0.1%
Gastos no deducibles	\$88,218	0.1%	\$143,669	0.1%	\$30,035	0.0%	\$163,517	0.2%	\$37,027	0.0%
Dietas	\$14,911	0.0%	\$18,500	0.0%	\$18,500	0.0%	\$13,000	0.0%	\$11,500	0.0%
Donaciones	\$6,629	0.0%	\$10,100	0.0%	\$8,500	0.0%	\$7,500	0.0%	\$2,042	0.0%
Total Otros Gastos	\$10,056,276	9.1%	\$11,035,725	9.2%	\$10,639,485	100.0%	\$10,913,864	10.3%	\$8,680,096	11.0%

Existen gastos que han tenido un comportamiento volátil y no explicado en las notas de los EEFF. Por ejemplo: Provisión para Cuentas Malas. No existe una política descrita sobre el criterio utilizado para aumentar o disminuir esta provisión, sin embargo, tiene un impacto importante en el resultado operativo y es considerado para la proyección.

Resumen Financiero¹¹.

Estado de Resultados	2013	Δ Período	2014	Δ Período	2015	Δ Período	2016	Δ Período	Jun-17
Ventas o Ingresos Totales	\$110,316,468	9%	\$120,402,931	4%	\$125,594,519	-15%	\$106,401,223	-25%	\$79,504,517
Margen Operativo	\$22,011,530	13%	\$24,816,379	4%	\$25,746,309	-15%	\$21,984,007	-29%	\$15,656,527
Gastos Generales y Administrativos	-\$21,768,426	8%	-\$23,582,349	4%	-\$24,570,618	1%	-\$24,824,233	-26%	-\$18,251,375
Utilidad o Pérdida Neta	-\$667,985	-121%	\$141,374	-212%	-\$158,233	2421%	-\$3,988,688	-28%	-\$2,890,806
Acciones Emitidas y en Circulación	3,733,312	0%	3,733,312	0%	3,733,312	0%	3,733,312	0%	3,733,312
Utilidad o Pérdida por Acción	-\$0.18	-121%	\$0.04	-212%	-\$0.04	2421%	-\$1.07	-28%	-\$0.77
Depreciación y Amortización	-\$1,326,140	17%	-\$1,545,672	-3%	-\$1,494,868	-12%	-\$1,319,295	-42%	-\$761,359
Balance General									
Activo Circulante	\$33,015,516	21%	\$39,897,199	-9%	\$36,419,513	-5%	\$34,465,721	-8%	\$31,640,078
Activos Totales	\$54,410,647	14%	\$62,141,504	-6%	\$58,491,304	-2%	\$57,029,664	-5%	\$54,038,374
Pasivo Circulante	\$33,156,515	16%	\$38,440,198	-22%	\$29,998,298	6%	\$31,677,708	1%	\$31,997,784
Deuda a Largo Plazo	\$9,749,782	5%	\$10,225,366	49%	\$15,189,333	-4%	\$14,508,419	-5%	\$13,841,859
Capital Pagado	\$16,501,603	0%	\$16,501,603	0%	\$16,501,603	0%	\$16,501,603	0%	\$16,501,603
Otro Resultado Integral	\$9,571,853	19%	\$11,399,324	0%	\$11,399,324	13%	\$12,925,958	2%	\$13,172,913
Deficit Acumulado	-\$14,672,017	-1%	-\$14,531,791	1%	-\$14,700,502	27%	-\$18,681,372	15%	-\$21,566,870
Patrimonio Total	\$11,504,350	17%	\$13,475,940	-1%	\$13,303,673	-18%	\$10,843,537	-24%	\$8,198,731

Esta radiografía general de la situación financiera de TAGA permite comprender el ecosistema económico de la empresa. Es una empresa altamente apalancada, TAGA se endeuda recurrentemente a corto plazo en el mercado bursátil doméstico y también lo hizo a largo plazo (hasta finales del primer trimestre 2017).

Ratios Financieros.

Ratio	Fórmula	2013	2014	2015	2016	Jun-17	Promedio
Razón Corriente	(Activo corriente) / Pasivo Corriente	99.6%	103.8%	121.4%	108.8%	98.9%	106%
Prueba Ácida	(Activo corriente - Inventario) / Pasivo Corriente	60%	58%	68%	55%	54%	59%
Endeudamiento sobre la Inversión Total	(Pasivo Corriente + Pasivo Largo Plazo) / Activo Total	79%	78%	77%	81%	85%	80%
Endeudamiento sobre Patrimonio Total	(Pasivo Corriente + Pasivo no Corriente) / Patrimonio Neto	3.7	3.6	3.4	4.3	5.6	4.12
Días de Rotación de Inventario	365/((Compra de Mercancía / Inventarios))	53	70	58	75	79	67

TAGA puede, en general, hacer frente a sus obligaciones corto plazo con el activo corriente, pero al no considerar los inventarios en este ejercicio, esa capacidad cae casi a la mitad. El 80% de los activos de TAGA son financiados, y la deuda es 4 veces más que el patrimonio accionario. TAGA rota sus inventarios, en promedio, cada 2 meses.

¹¹ Información extraída de los Estados Financieros de Empresas Tagarópulos, S.A.

Costos Operacionales.

	2013	Ponderado sobre Ventas Totales	2014	Ponderado sobre Ventas Totales	2015	Ponderado sobre Ventas Totales	2016	Ponderado sobre Ventas Totales	Jun-17	Ponderado sobre Ventas Totales
Costo de Venta										
Compra de mercancía	\$90,537,704	82.37%	\$90,891,061	75.78%	\$101,078,938	80.59%	\$83,263,356	78.38%	\$66,110,714	83.58%
Cambios en el Inventario de Mercancía	-\$2,630,509	2.39%	\$4,230,620	3.53%	-\$1,395,431	1.11%	\$977,418	0.92%	-\$2,671,375	3.38%
Mercancía dañada	\$1,013,295	0.92%	\$1,125,275	0.94%	\$823,878	0.66%	\$1,476,139	1.39%	\$767,266	0.97%
Faltantes en Inventario	\$472,614	0.43%	\$604,248	0.50%	\$578,398	0.46%	\$513,777	0.48%	\$275,984	0.35%
Total Costo de Venta	\$89,393,104	81.33%	\$96,851,204	80.75%	\$101,085,783	80.59%	\$86,230,690	81.18%	\$64,482,589	81.52%
Costo de Distribución										
Fletes y almacenes	\$1,045,944	0.95%	\$1,200,163	1.00%	\$1,148,752	0.92%	\$1,225,590	1.15%	\$755,312	0.95%
Combustible	\$611,175	0.56%	\$899,156	0.75%	\$686,262	0.55%	\$527,239	0.50%	\$423,715	0.54%
Partes y Repuestos	\$293,988	0.27%	\$224,603	0.19%	\$196,159	0.16%	\$430,333	0.41%	\$336,077	0.42%
Total Costo de Distribución	\$1,951,108	1.78%	\$2,323,922	1.94%	\$2,031,173	1.62%	\$2,183,162	2.06%	\$1,515,104	1.92%
Gasto de Administración										
Gastos de Salarios y Beneficios a Empleados	\$10,402,945	9.46%	\$11,335,326	9.45%	\$12,683,648	10.11%	\$12,630,314	11.89%	\$8,670,297	10.96%
Alquileres	\$1,004,454	0.91%	\$904,701	0.75%	\$1,093,996	0.87%	\$1,204,276	1.13%	\$906,080	1.15%
Viajes	\$832,962	0.76%	\$897,430	0.75%	\$923,889	0.74%	\$929,912	0.88%	\$676,693	0.86%
Agua, luz y energía	\$632,025	0.57%	\$720,217	0.60%	\$742,551	0.59%	\$653,406	0.62%	\$904,179	0.62%
Seguridad	\$638,027	0.58%	\$649,351	0.54%	\$676,395	0.54%	\$734,476	0.69%	\$556,136	0.70%
Mantenimiento	\$504,541	0.46%	\$719,489	0.60%	\$674,546	0.54%	\$418,462	0.39%	\$292,939	0.37%
Útiles de oficina	\$367,782	0.33%	\$340,409	0.28%	\$511,418	0.41%	\$398,096	0.37%	\$268,209	0.34%
Provisión para cuentas malas	\$265,590	0.24%	\$372,765	0.31%	\$454,868	0.36%	\$32,356	0.03%	\$26,950	0.29%
Anuncios y propagandas	\$565,881	0.51%	\$327,883	0.27%	\$409,453	0.33%	\$579,726	0.55%	\$900,753	1.14%
Honorarios profesionales	\$326,483	0.30%	\$503,627	0.42%	\$322,452	0.26%	\$348,388	0.33%	\$190,940	0.24%
Telecomunicaciones	\$251,749	0.23%	\$328,606	0.27%	\$284,925	0.23%	\$243,551	0.23%	\$184,571	0.23%
Impuestos generales	\$263,669	0.24%	\$301,821	0.25%	\$281,050	0.22%	\$282,861	0.27%	\$218,690	0.28%
Misceláneos	\$199,982	0.18%	\$198,221	0.17%	\$196,802	0.16%	\$209,823	0.20%	\$207,114	0.26%
Aseo y limpieza	\$143,385	0.13%	\$161,828	0.13%	\$174,615	0.14%	\$140,139	0.13%	\$113,853	0.14%
Seguros	\$136,957	0.12%	\$149,406	0.12%	\$158,836	0.13%	\$133,495	0.13%	\$119,588	0.15%
Provisión para productos obsoletos	\$256,562	0.23%	\$157,170	0.13%	\$122,256	0.10%	\$87,404	0.08%	\$592,932	0.75%
Uniformes	\$58,441	0.05%	\$77,087	0.06%	\$69,058	0.06%	\$59,280	0.06%	\$37,653	0.05%
Gastos no deducibles	\$88,218	0.08%	\$143,669	0.12%	\$30,035	0.02%	\$163,517	0.15%	\$37,027	0.05%
Dietas	\$14,911	0.01%	\$18,500	0.02%	\$18,500	0.01%	\$13,000	0.01%	\$11,500	0.01%
Donaciones	\$6,629	0.01%	\$10,100	0.01%	\$8,500	0.01%	\$7,500	0.01%	\$2,042	0.00%
Total Gasto de Administración	\$16,961,193	15.43%	\$18,317,606	15.27%	\$19,837,793	15.82%	\$19,269,982	18.14%	\$14,704,146	18.59%
Gasto de Depreciación y Amortización										
Gasto de Depreciación	\$1,326,140	1.21%	\$1,545,672	1.29%	\$1,494,868	1.19%	\$1,319,295	1.24%	\$761,359	0.96%
Amortización intangibles	\$61,012	0.06%	\$0	0.00%	\$51,891	0.04%	\$101,118	0.10%	\$87,893	0.11%
Total Gasto de Depreciación y Amortización	\$1,387,152	1.26%	\$1,545,672	1.29%	\$1,546,759	1.23%	\$1,420,413	1.34%	\$849,252	1.07%
Gasto Financiero										
Costos Financieros	\$1,309,205	1.19%	\$1,211,298	1.01%	\$1,247,485	0.99%	\$1,280,055	1.21%	\$900,982	1.14%
Total Gasto Financiero	\$1,309,205	1.19%	\$1,211,298	1.01%	\$1,247,485	0.99%	\$1,280,055	1.21%	\$900,982	1.14%
Total Gastos	\$111,001,761	100.99%	\$120,249,702	100.26%	\$125,748,993	100.25%	\$110,384,302	103.92%	\$82,452,073	104.24%
Utilidad antes de Impuestos	-\$685,293	0.62%	\$153,229	0.13%	-\$154,474	0.12%	-\$3,983,079	3.75%	-\$2,947,556	3.73%
Impuesto sobre la Renta	\$17,308	0.02%	-\$11,855	0.01%	-\$3,759	0.00%	-\$5,609	0.01%	\$56,750	0.07%

El gasto de Salarios y Beneficios a Empleados es el más alto. TAGA cuenta con 725 colaboradores (93% compuesto por vendedores, encargados de operaciones y administración).

Detalle de Cuentas No Operacionales (EERR).

	2013	% Ventas	2014	% Ventas	2015	% Ventas	2016	% Ventas	Jun-17	% Ventas
Costos Financieros	\$1,309,205	1.19%	\$1,211,298	1.01%	\$1,247,485	0.99%	\$1,280,055	1.21%	\$900,982	1.14%
Viajes	\$832,962	0.76%	\$897,430	0.75%	\$923,889	0.74%	\$929,912	0.88%	\$676,693	0.86%
Mercancía dañada	\$1,013,295	0.92%	\$1,125,275	0.94%	\$823,878	0.66%	\$1,476,139	1.39%	\$767,266	0.97%
Seguridad	\$638,027	0.58%	\$649,351	0.54%	\$676,395	0.54%	\$734,476	0.69%	\$556,136	0.70%
Mantenimiento	\$504,541	0.46%	\$719,489	0.60%	\$674,546	0.54%	\$418,462	0.39%	\$292,939	0.37%
Faltante de inventario	\$472,614	0.43%	\$604,248	0.50%	\$578,398	0.46%	\$513,777	0.48%	\$275,984	0.35%
Útiles de oficina	\$367,782	0.33%	\$340,409	0.28%	\$511,418	0.41%	\$398,096	0.37%	\$268,209	0.34%
Provisión para cuentas malas	\$265,590	0.24%	\$372,765	0.31%	\$454,868	0.36%	\$32,356	0.03%	\$226,950	0.29%
Honorarios profesionales	\$326,483	0.30%	\$503,627	0.42%	\$322,452	0.26%	\$348,388	0.33%	\$190,940	0.24%
Impuestos generales	\$263,669	0.24%	\$301,821	0.25%	\$281,050	0.22%	\$282,861	0.27%	\$218,690	0.28%
Misceláneos	\$199,982	0.18%	\$198,221	0.17%	\$196,802	0.16%	\$209,823	0.20%	\$207,114	0.26%
Partes y repuestos	\$293,988	0.27%	\$224,603	0.19%	\$196,159	0.16%	\$430,333	0.41%	\$336,077	0.42%
Aseo y limpieza	\$143,385	0.13%	\$161,828	0.13%	\$174,615	0.14%	\$140,139	0.13%	\$113,853	0.14%
Provisión para productos obsoletos	\$256,562	0.23%	\$157,170	0.13%	\$122,256	0.10%	\$87,404	0.08%	\$592,932	0.75%
Uniformes	\$58,441	0.05%	\$77,087	0.06%	\$69,058	0.06%	\$59,280	0.06%	\$37,653	0.05%
Amortización intangibles	\$61,012	0.06%	\$0	0.00%	\$51,891	0.04%	\$101,118	0.10%	\$87,893	0.11%
Gastos no deducibles	\$88,218	0.08%	\$143,669	0.12%	\$30,035	0.02%	\$163,517	0.15%	\$37,027	0.05%
Dietas	\$14,911	0.01%	\$18,500	0.02%	\$18,500	0.01%	\$13,000	0.01%	\$11,500	0.01%
Donaciones	\$6,629	0.01%	\$10,100	0.01%	\$8,500	0.01%	\$7,500	0.01%	\$2,042	0.00%
Total Cuentas No Operacionales (Gastos)	\$7,117,296	6.48%	\$7,716,891	6.43%	\$7,362,195	5.87%	\$7,626,636	7.18%	\$5,800,880	7.33%

Debido a que TAGA es una empresa altamente apalancada, tiene gastos financieros elevados. Los costos que asume por faltantes y daños a la mercancía son altos pero manejables en el contexto del negocio.

Análisis de Activos.

Según la relación de cada activo con la operación y su papel en la generación de ingresos, se clasificaron en Operacionales y No Operacionales.

Activos Operacionales	Jun-17
Caja Menuda	\$7,950
Cuentas por Cobrar - comerciales	\$10,344,519
Mercancía en Bodega	\$12,514,598
Inventario en Tránsito	\$1,823,510
Terrenos (valor de compra)	\$1,697,288
Mobiliario y equipo	\$639,559
Equipo rodante	\$435,180
Registros Sanitarios	\$5,326
Impuesto sobre la renta diferido	\$164,685
Total Activos Operacionales	\$27,632,615

Activos No Operacionales	Jun-17
Cuentas Corrientes	\$970,333
Cuentas de Ahorro	\$860,349
Depósito a Plazo Fijo	\$3,000,000
Cuentas por Cobrar - comerciales parte relacionada	\$1,195,738
Provisión para cuentas de cobros dudosos	-\$289,051
Provisión para notas de crédito	-\$189,314
Cuentas por Cobrar - empleados	\$16,001
Cuentas por Cobrar - proveedores	\$1,071,574
Pagos Anticipados	\$91,526
Gastos pagados por anticipado	\$83,066
Fondo de cesantía	\$1,034,403
Depósitos en garantías y otros activos	\$216,380
Activos Intangibles	\$46,984
Inversiones disponibles para la venta	\$5,058
Impuestos pagados por adelantado	\$1,848,815
Terrenos (plusvalía)	\$6,010,160
Mejoras a la propiedad	\$1,158,737
Propiedades de inversión	\$9,275,000
Total Activos No Operacionales	\$26,405,759

51% de los activos totales son Operacionales, 49% son No Operacionales (Prescindibles).

Estado de Flujos de Efectivo.

	2013	Δ	2014	Δ	2015	Δ	2016	Δ	Jun-17
Flujos de efectivo de las actividades de operación									
Utilidad (pérdida) neta	-\$667,985	-121%	\$141,374	-212%	-\$158,233	2421%	-\$3,988,688	-28%	-\$2,890,806
Ajustes para conciliar de la utilidad (pérdida) neta con el efectivo neto (utilizado en) por las actividades de operación:									
Depreciación	\$1,326,140	17%	\$1,545,672	-3%	\$1,494,868	-12%	\$1,319,295	-42%	\$761,359
Deterioro reconocido en las cuentas por cobrar - comerciales	\$231,784	62%	\$375,515	-86%	\$51,891	95%	\$101,118	-13%	\$87,893
Pérdida en venta y descarte de mobiliario y equipo	\$0		\$14,902	2952%	\$454,868	-93%	\$32,356	601%	\$226,950
Impuesto sobre la renta reconocidos en ganancias o pérdidas	-\$17,308	-168%	\$11,855	-92%	\$930	91%	\$1,772	3538%	\$64,461
Deterioro de inventarios	\$0		\$157,170	-30%	\$109,495	-20%	\$87,404	578%	\$592,931
Costos financieros reconocidos en ganancias o pérdidas	\$1,309,205	-7%	\$1,211,298	3%	\$1,247,485	3%	\$1,280,055	-30%	\$900,982
Cambios netos en activos y pasivos de operación:									
(Aumento) disminución en cuentas por cobrar - comerciales y otras	\$283,888	-1271%	-\$3,324,723	-171%	\$2,370,727	-48%	\$1,226,838	-46%	\$665,206
(Aumento) disminución en inventarios	\$2,630,509	-267%	-\$4,387,790	-129%	\$1,285,936	-183%	-\$1,064,821	-295%	\$2,078,443
Disminución (aumento) en otros activos	-\$202,674	-142%	\$85,536	-705%	-\$517,912	-177%	\$398,691	-219%	-\$474,124
(Aumento) disminución en cuentas por pagar comerciales y otras	-\$2,481,434	-324%	\$5,548,562	-161%	-\$3,371,046	-99%	-\$28,155	-4527%	\$1,246,339
(Disminución) aumento en prestaciones laborales por pagar	\$285,233	-106%	-\$17,243	-577%	\$82,184	-76%	\$19,570	100%	\$39,191
Pago de Intereses	-\$957,511	11%	-\$1,064,548	5%	-\$1,119,264	3%	-\$1,148,323	-30%	-\$803,010
Efectivo neto provisto por las actividades de operación	\$1,739,847	-83%	\$297,580	549%	\$1,931,929	-191%	-\$1,762,888	-242%	\$2,495,815
Flujos de efectivo de las actividades de inversión									
Producto de la venta de activo fijo	\$0		\$17,147		\$0		\$0		\$0
Compra de propiedades, mobiliario, equipo y mejoras a la propiedad	-\$2,891,730	-63%	-\$1,082,930	-21%	-\$852,092	-23%	-\$655,245	-83%	-\$112,649
Efectivo utilizado en las actividades de inversión	-\$2,891,730	-63%	-\$1,065,783	-20%	-\$852,092	-23%	-\$655,245	-83%	-\$112,649
Como % de Ventas	2.63%		0.90%		0.68%		0.62%		0.14%
Flujos de efectivo de las actividades de financiamiento									
Producto de préstamos	\$3,754,806	-87%	\$500,000	1812%	\$9,562,456	-57%	\$4,150,000	-3%	\$4,045,345
Pago de préstamos	-\$1,000,000	-55%	-\$446,415	2120%	-\$9,912,292	-67%	-\$3,311,028	71%	-\$5,667,187
Aumento (disminución) préstamos a partes relacionadas	-\$169,273	-229%	\$217,766	-217%	-\$255,856	-100%	-\$593	2060%	-\$12,806
Producto de arrendamientos financieros	\$116,599	187%	\$334,741	18%	\$396,520	-100%	\$0	n/a	\$11,500
Pago de arrendamientos financieros	-\$5,329	2915%	-\$160,693	-33%	-\$108,120	23%	-\$133,030	1%	-\$134,337
Impuesto complementario	-\$10,336	-88%	-\$1,284	993%	-\$14,034	-90%	-\$1,448	4%	-\$1,500
Efectivo neto provisto por las actividades de financiamiento	\$2,686,467	-83%	\$444,115	-175%	-\$331,326	-312%	\$703,901	-350%	-\$1,758,985
(Disminución) aumento neto de efectivo y equivalentes de efectivo	\$1,534,584	-121%	-\$324,087	-331%	\$748,511	-329%	-\$1,714,232	-136%	\$624,181
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año	\$969,675	158%	\$2,504,259	-13%	\$2,180,172	34%	\$2,928,683	-59%	\$1,214,451
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año	\$2,504,259	-13%	\$2,180,172	34%	\$2,928,683	-59%	\$1,214,451	51%	\$1,838,632

La principal observación es que las inversiones en propiedades, mobiliario y mejoras a la propiedad disminuyeron consistentemente, no solo en valor absoluto, sino también como porcentaje de las ventas. En el análisis de Nuevas Inversiones en Activo Fijo se ampliará mas sobre esto.

Proyección de Estado de Resultados.

Tabla de Supuestos utilizados.

Los supuestos aplicados a los ingresos deben ser interpretados como tasas de crecimiento, empezando con el último año explícito (2016). Para proyectar los costos y gastos de Jul – Sep 2017 se utilizaron las proporciones de las ventas observadas entre Ene - Jun 2017.

Ingresos	Sep. 2017	2018	2019	2020	2021
Ventas Netas	3.30%	3.47%	3.64%	3.82%	4.01%
Otros Ingresos	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%
Costo de Venta					
Compra de mercancía	83.58%	80.14%	80.14%	80.14%	80.14%
Cambios en el Inventario de Mercancía	-3.38%	0.92%	0.92%	0.92%	0.92%
Mercancía dañada	0.97%	0.66%	0.66%	0.66%	0.66%
Faltantes en Inventario	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
Costo de Distribución					
Fletes y almacenajes	0.95%	0.92%	0.92%	0.92%	0.92%
Combustible	0.54%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
Partes y Repuestos	0.42%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
Gasto de Administración					
Gastos de Salarios y Beneficios a Empleados	10.96%	10.96%	10.96%	10.96%	10.96%
Alquileres	1.15%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
Viajes	0.86%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%
Agua, luz y energía	0.62%	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%
Seguridad	0.70%	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%
Mantenimiento	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%
Útiles de oficina	0.34%	0.28%	0.28%	0.28%	0.28%
Provisión para cuentas malas	0.29%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
Anuncios y propagandas	1.14%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%
Honorarios profesionales	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%
Telecomunicaciones	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%
Impuestos generales	0.28%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%
Misceláneos	0.26%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
Aseo y limpieza	0.14%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
Seguros	0.15%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
Provisión para productos obsoletos	0.75%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
Uniformes	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
Gastos no deducibles	0.05%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
Dietas	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
Donaciones	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Gasto de Depreciación y Amortización					
Gasto de Depreciación	0.96%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%
Amortización intangibles	0.11%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
Gasto Financiero					
Costos Financieros	1.14%	1.11%	1.11%	1.11%	1.11%
Total Gastos	104.24%	101.93%	101.93%	101.93%	101.93%

Explicación de los Supuestos utilizados.

Supuesto de Crecimiento en Ingresos.

Considerando que:

- TAGA sufrió una disminución de ventas en el año 2016 por la pérdida/abandono de las marcas de Mondelez, y esto afecta el promedio de variación inter anual.
- Después de hacer distintos ejercicios estadísticos (regresiones y análisis de Pearson) entre los ingresos de TAGA vs el PIB Panamá (incluyendo un análisis específico al sector de Venta al por Menor/Mayor), no se infiere una relación consistente ni una tendencia definida

Se concluye:

Argumentar un crecimiento muy conservador, respaldado en un análisis realizado por Juan Gabriel González, en el Foro de Perspectivas Económicas de Panamá presentado por la Asociación Panameña de Ejecutivos de Empresa (APEDE)¹², grupo que tiene información valiosa de sus afiliados, en donde se muestra que el sector de Ventas al por Mayor/Menor tuvo un crecimiento de 3.3% en 2016, y este dato es el que se ha tomado para fundamentar el crecimiento anual de ingresos, adicional a un empuje de 5% en cambio de tasa de crecimiento, para simular un estímulo proyectado en las expectativas de discutidas en este mismo foro, para los años siguientes.

Supuesto de Eficiencia.

Los supuestos basados en eficiencia histórica se refieren a que las respectivas cuentas, expresadas como % de Ventas, a través de los años tuvieron distintos niveles (porcentaje de venta). Dicho esto, en las cuentas que podrían ser sujetas a eficiencia, se tomó el valor mínimo en vez del promedio. El supuesto de ser eficiente es razonable, considerando que la empresa lo logró en algún momento.

¹² Perspectivas Económicas para Panamá 2018 APC Buró, S.A., Juan Gabriel González, julio 2017

Resultados negativos.

Al hacer el ejercicio de proyectar el Estado de Resultados, las utilidades de los periodos reales muestran totales negativos. Esto se debe a que históricamente los Costos y Gastos han sobrepasado los ingresos, exceptuando el año 2014 cuando las utilidades (positivas) representaron el 0.12% de los ingresos totales.

	2013	2014	2015	2016
	<i>Expresado como porcentaje de Ingresos Totales</i>			
Costos (mercancía + distribución)	83%	82%	82%	83%
Gastos de Administración	15%	15%	16%	18%
Gastos de Depreciación y Amortización	1%	1%	1%	1%
Gasto Financiero	1%	1%	1%	1%
Costos y Gastos Totales (porcentaje de Ingresos)	100.62%	99.87%	100.12%	103.74%
<i>Resultado</i>	<i>Pérdida</i>	<i>Ganancia</i>	<i>Pérdida</i>	<i>Pérdida</i>

Como se explicó anteriormente, TAGA sufrió una disminución de ventas en el año 2016 por la pérdida/abandono de las marcas de Mondelez, y esto afecta el promedio de variación inter anual. Esto pudo haber sido el motivo por el cual los Costos y Gastos sobrepasaron en casi 4% a los Ingresos Totales.

Se proyectaron los Estados de Resultados, consistentemente con estos hechos.

Proyección de Estado de Resultados.

	REAL				2017		PROYECTADO			
	2013	2014	2015	2016	a Jun 2017	2017 completo	2018	2019	2020	2021
	Ventas Netas	\$109,918,725	\$119,938,060	\$125,429,816	\$106,224,781	\$79,095,866	\$109,730,199	\$113,532,350	\$117,662,941	\$122,157,856
Otros Ingresos	\$397,743	\$464,871	\$164,703	\$176,442	\$408,651	\$412,022	\$426,299	\$441,809	\$458,687	\$477,085
Total Ingresos	\$110,316,468	\$120,402,931	\$125,594,519	\$106,401,223	\$79,504,517	\$110,142,221	\$113,958,649.11	\$118,104,749.66	\$122,616,543.01	\$127,534,901.77
Costo de Venta										
Compra de mercancía	\$90,537,704	\$90,891,061	\$101,078,938	\$83,263,356	\$66,110,714	\$91,715,815	\$90,985,443	\$94,295,721	\$97,897,970	\$101,824,825
Cambios en el Inventario de Mercancía	-\$2,630,509	\$4,230,620	-\$1,395,431	\$977,417	-\$2,671,375	-\$3,706,016	\$1,044,658	\$1,082,665	\$1,124,025	\$1,169,111
Mercancía dañada	\$1,013,295	\$1,125,275	\$823,878	\$1,476,139	\$767,266	\$1,064,433	\$745,730	\$772,862	\$802,386	\$834,571
Faltantes en Inventario	\$472,614	\$604,248	\$578,398	\$513,777	\$275,984	\$382,874	\$396,141	\$410,554	\$426,237	\$443,334
Total Costo de Venta	\$89,393,104	\$96,851,204	\$101,085,783	\$86,230,689	\$64,482,589	\$89,457,106	\$93,171,971.98	\$96,561,801.25	\$100,250,618.97	\$104,271,842.35
Costo de Distribución										
Fletes y almacenajes	\$1,045,944	\$1,200,163	\$1,148,752	\$1,225,590	\$755,312	\$1,047,849	\$1,039,789	\$1,077,619	\$1,118,786	\$1,163,662
Combustible	\$611,175	\$899,156	\$686,262	\$527,239	\$423,715	\$587,823	\$563,510	\$584,011	\$606,322	\$630,642
Partes y Repuestos	\$293,988	\$224,603	\$196,159	\$430,333	\$336,077	\$466,242	\$177,553	\$184,012	\$191,042	\$198,705
Total Costo de Distribución	\$1,951,108	\$2,323,922	\$2,031,173	\$2,183,162	\$1,515,104	\$2,101,913	\$1,780,850.98	\$1,845,642.79	\$1,916,149.34	\$1,993,009.36
Gasto de Administración										
Gastos de Salarios y Beneficios a Empleados	\$10,402,945	\$11,335,326	\$12,683,648	\$12,630,314	\$8,670,297	\$12,028,358	\$12,445,141	\$12,897,926	\$13,390,648	\$13,927,770
Alquileres	\$1,004,454	\$904,701	\$1,093,996	\$1,204,276	\$906,080	\$1,257,011	\$856,382	\$887,540	\$921,445	\$958,406
Viajes	\$832,962	\$897,430	\$923,889	\$929,912	\$676,693	\$938,781	\$836,255	\$866,680	\$899,788	\$935,881
Agua, luz y energía	\$632,025	\$720,217	\$742,551	\$653,406	\$490,179	\$680,028	\$652,803	\$676,554	\$702,399	\$730,574
Seguridad	\$638,027	\$649,351	\$676,395	\$734,476	\$556,136	\$771,531	\$612,237	\$634,511	\$658,751	\$685,174
Mantenimiento	\$504,541	\$719,489	\$674,546	\$418,462	\$292,939	\$406,396	\$420,478	\$435,776	\$452,423	\$470,571
Útiles de oficina	\$367,782	\$340,409	\$511,418	\$398,096	\$268,209	\$372,088	\$322,228	\$333,952	\$346,709	\$360,616
Provisión para cuentas malas	\$265,590	\$372,765	\$454,868	\$32,356	\$226,950	\$314,849	\$34,582	\$35,840	\$37,209	\$38,702
Anuncios y propagandas	\$565,881	\$327,883	\$409,453	\$579,726	\$900,753	\$1,249,620	\$310,371	\$321,663	\$333,951	\$347,347
Honorarios profesionales	\$326,483	\$503,627	\$322,452	\$348,388	\$190,940	\$264,892	\$274,071	\$284,042	\$294,893	\$306,722
Telecomunicaciones	\$251,749	\$328,606	\$284,925	\$243,551	\$184,571	\$256,057	\$257,899	\$267,282	\$277,492	\$288,623
Impuestos generales	\$263,669	\$301,821	\$281,050	\$282,861	\$218,690	\$303,390	\$254,391	\$263,647	\$273,719	\$284,698
Misceláneos	\$199,982	\$198,221	\$196,802	\$209,823	\$207,114	\$287,331	\$178,135	\$184,616	\$191,668	\$199,356
Aseo y limpieza	\$143,385	\$161,828	\$174,615	\$140,139	\$113,853	\$157,949	\$148,099	\$153,487	\$159,350	\$165,742
Seguros	\$136,957	\$149,406	\$158,836	\$133,495	\$119,588	\$165,905	\$141,426	\$146,572	\$152,171	\$158,275
Provisión para productos obsoletos	\$256,562	\$157,170	\$122,256	\$87,404	\$592,932	\$822,578	\$93,417	\$96,816	\$100,514	\$104,546
Uniformes	\$58,441	\$77,087	\$69,058	\$59,280	\$37,653	\$52,236	\$54,046	\$56,013	\$58,152	\$60,485
Gastos no deducibles	\$88,218	\$143,669	\$30,035	\$163,517	\$37,027	\$51,368	\$27,186	\$28,175	\$29,252	\$30,425
Dietas	\$14,911	\$18,500	\$18,500	\$13,000	\$11,500	\$15,954	\$13,894	\$14,400	\$14,950	\$15,550
Donaciones	\$6,629	\$10,100	\$8,500	\$7,500	\$2,042	\$2,833	\$2,931	\$3,038	\$3,154	\$3,280
Total Gasto de Administración	\$16,961,193	\$18,317,606	\$19,837,793	\$19,269,982	\$14,704,146	\$20,399,155	\$17,935,972.27	\$18,588,527.78	\$19,298,639.75	\$20,072,741.12

Proyección de Estado de Resultados.

Gasto de Depreciación y Amortización										
Gasto de Depreciación	\$1,326,140	\$1,545,672	\$1,494,868	\$1,319,295	\$761,359	\$1,056,238	\$1,337,765	\$1,386,436	\$1,439,400	\$1,497,137
Amortización intangibles	\$61,012	\$0	\$51,891	\$101,118	\$87,893	\$121,935	\$68,844	\$71,349	\$74,074	\$77,046
Total Gasto de Depreciación y Amortización	\$1,387,152	\$1,545,672	\$1,546,759	\$1,420,413	\$849,252	\$1,178,173	\$1,406,608.56	\$1,457,784.50	\$1,513,474.24	\$1,574,182.27
Gasto Financiero										
Costos Financieros	\$1,309,205	\$1,211,298	\$1,247,485	\$1,280,055	\$900,982	\$1,249,938	\$1,257,874	\$1,303,638	\$1,353,440	\$1,407,728
Total Gasto Financiero	\$1,309,205	\$1,211,298	\$1,247,485	\$1,280,055	\$900,982	\$1,249,938	\$1,257,873.90	\$1,303,638.50	\$1,353,439.61	\$1,407,728.38
Ganancia Antes de Impuestos	-\$685,293	\$153,229	-\$154,474	-\$3,983,078	-\$2,947,556	-\$4,244,065	-\$1,594,628.58	-\$1,652,645.16	-\$1,715,778.89	-\$1,784,601.71
Impuesto sobre la renta	\$17,308	-\$11,855	-\$3,759	-\$5,609	\$56,750	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
Ganancia (Pérdida)	-\$667,985	\$141,374	-\$158,233	-\$3,988,687	-\$2,890,806	-\$4,244,065	-\$1,594,629	-\$1,652,645	-\$1,715,779	-\$1,784,602
REAL										
	2013	2014	2015	2016	Jun. 2017	Sep. 2017	PROYECTADO			
	<i>Expresado como porcentaje de Ingresos Totales</i>					<i>Expresado como porcentaje de Ingresos Totales</i>				
Costos (mercancia + distribución)	83%	82%	82%	83%	83%	83%	83%	83%	83%	83%
Gastos de Administración	15%	15%	16%	18%	18%	19%	16%	16%	16%	16%
Gastos de Depreciación y Amortización	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Gasto Financiero	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Costos y Gastos Totales (porcentaje de Ingresos)	100.62%	99.87%	100.12%	103.74%	103.71%	103.85%	101.40%	101.40%	101.40%	101.40%
<i>Resultado</i>	<i>Pérdida</i>	<i>Ganancia</i>	<i>Pérdida</i>	<i>Pérdida</i>	<i>Pérdida</i>					

Estimación del periodo Julio – Septiembre 2017.

A partir del último año completo observado (2016), se proyectó el año 2017 y luego se sustrajo el plazo observado del año 2017 (que terminó en Junio 2017), dando como resultado los valores de Julio a Septiembre 2017:

	a Jun 2017	Jul - Sep 2017	2017 completo
Ventas Netas	\$79,095,866	\$30,634,333	\$109,730,199
Otros Ingresos	\$408,651	\$3,371	\$412,022
Total Ingresos	\$79,504,517	\$30,637,704	\$110,142,221
Costo de Venta			
Compra de mercancía	\$66,110,714	\$25,605,101	\$91,715,815
Cambios en el Inventario de Mercancía	-\$2,671,375	-\$1,034,641	-\$3,706,016
Mercancía dañada	\$767,266	\$297,167	\$1,064,433
Faltantes en Inventario	\$275,984	\$106,890	\$382,874
Total Costo de Venta	\$64,482,589	\$24,974,517	\$89,457,106
Costo de Distribución			
Fletes y almacenajes	\$755,312	\$292,537	\$1,047,849
Combustible	\$423,715	\$164,108	\$587,823
Partes y Repuestos	\$336,077	\$130,165	\$466,242
Total Costo de Distribución	\$1,515,104	\$586,809	\$2,101,913
Gasto de Administración			
Gastos de Salarios y Beneficios a Empleados	\$8,670,297	\$3,358,061	\$12,028,358
Alquileres	\$906,080	\$350,931	\$1,257,011
Viajes	\$676,693	\$262,088	\$938,781
Agua, luz y energía	\$490,179	\$189,849	\$680,028
Seguridad	\$556,136	\$215,395	\$771,531
Mantenimiento	\$292,939	\$113,457	\$406,396
Útiles de oficina	\$268,209	\$103,879	\$372,088
Provisión para cuentas malas	\$226,950	\$87,899	\$314,849
Anuncios y propagandas	\$900,753	\$348,867	\$1,249,620
Honorarios profesionales	\$190,940	\$73,952	\$264,892
Telecomunicaciones	\$184,571	\$71,486	\$256,057
Impuestos generales	\$218,690	\$84,700	\$303,390
Misceláneos	\$207,114	\$80,217	\$287,331
Aseo y limpieza	\$113,853	\$44,096	\$157,949
Seguros	\$119,588	\$46,317	\$165,905
Provisión para productos obsoletos	\$592,932	\$229,646	\$822,578
Uniformes	\$37,653	\$14,583	\$52,236
Gastos no deducibles	\$37,027	\$14,341	\$51,368
Dietas	\$11,500	\$4,454	\$15,954
Donaciones	\$2,042	\$791	\$2,833
Total Gasto de Administración	\$14,704,146	\$5,695,009	\$20,399,155
Gasto de Depreciación y Amortización			
Gasto de Depreciación	\$761,359	\$294,879	\$1,056,238
Amortización intangibles	\$87,893	\$34,042	\$121,935
Total Gasto de Depreciación y Amortización	\$849,252	\$328,921	\$1,178,173
Gasto Financiero			
Costos Financieros	\$900,982	\$348,956	\$1,249,938
Total Gasto Financiero	\$900,982	\$348,956	\$1,249,938

Proyección de Flujos de Caja Libre.

Para hacer la proyección de Flujo Libre de Caja, se requieren de los elementos que se presentan a continuación.

Estado de Resultado Proyectado, ajustado.

La construcción del Flujo Libre de Caja necesita primero de los datos que aparecen en el Estado de Resultados. Con el propósito de organizar las cuentas que aparecen en el Estado de Resultados, se agruparon de la siguiente manera para mejor comprensión del lector.

	PROYECTADO				
	Jul - Sep 2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos de actividades ordinarias	30,634,333	113,532,350	117,662,941	122,157,856	127,057,816
Costo de ventas	24,974,517	93,171,972	96,561,801	100,250,619	104,271,842
Ganancia bruta	5,659,815	20,360,378	21,101,140	21,907,237	22,785,974
Otros ingresos	3,371	426,299	441,809	458,687	477,085
Costos de distribución	586,809	1,780,851	1,845,643	1,916,149	1,993,009
Gasto de administración	5,695,009	17,935,972	18,588,528	19,298,640	20,072,741
Otras ganancias (pérdidas)					
Costos financieros	\$348,956	\$1,257,874	\$1,303,638	\$1,353,440	\$1,407,728
Diferencias de cambio					
Resultados por unidades de reajuste					
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	-967,588	-188,020	-194,861	-202,305	-210,419
Gasto por impuestos a las ganancias (26%)					
Ganancia (pérdida)	-967,588	-188,020	-194,861	-202,305	-210,419
Gasto de Depreciación	\$294,879	\$1,337,765	\$1,386,436	\$1,439,400	\$1,497,137
Amortización intangibles	\$34,042	\$68,844	\$71,349	\$74,074	\$77,046
Depreciación + Amortización	\$1,178,173	\$1,406,609	\$1,457,784	\$1,513,474	\$1,574,182
Ganancia (pérdida) después de Depreciación + Amortización	-\$2,145,760.98	-\$1,594,628.58	-\$1,652,645.16	-\$1,715,778.89	-\$1,784,601.71

Inversión de Reposición.

Destinada a reponer los activos actuales, no permite aumentar capacidad, ni inversiones para nuevos productos o nueva tecnología. Es básicamente la inversión requerida para continuar la operación con las mismas condiciones.

Consideraciones:

- El promedio de las Tasas Históricas de Inversión de Reposición se ve sesgado por los primeros periodos (2013: **218%**; 2014: **70.1%**)
- La Tasa de Inversión de Reposición ha reducido en los últimos periodos, pero en junio 2017 tuvo la reducción más drástica: -70%.
- Para justificar el incremento en Ventas, tiene que haber reinversiones. Esto implica que las Tasas de Inversión de Reposición no pueden ser cero.

- d. Conservadoramente, se toma la última Tasa de Inversión de Reposición como base para proyectar como constante para los próximos periodos una nueva Tasa de Reinversión.

	Inversiones	Depreciación	Inversión en Reposición (%)	Reducción en Inversión de Reposición
2013	\$2,891,730	\$1,326,140	218.1%	
2014	\$1,082,930	\$1,545,672	70.1%	-68%
2015	\$852,092	\$1,494,868	57.0%	-19%
2016	\$655,245	\$1,319,295	49.7%	-13%
Jun-17	\$112,649	\$761,359	14.8%	-70%
		Promedio	81.9%	-42.4%

Última Tasa de Inversión	14.8%
Tasa de Reposición Proyectada	8.52%

La Inversión en Reposición está calculada como un porcentaje de la Depreciación, de la siguiente manera:

1. Los *ratios* históricos, denominados **Inversión en Reposición (%)**, que se determinan dividiendo Inversión/Depreciación, no son consistentes interanualmente, porque varían de manera no uniforme
2. En la columna **Reducción en Inversión de Reposición**, se determinó la *rapidez* con la que decrece la (tasa de) Inversión en Reposición, para poder determinar cuál sería la siguiente (tasa de) **Inversión en Reposición**.
3. Esta rapidez se determinó calculando:

$$\left(\text{Inversión en Reposición}_{t+1} \text{ menos Inversión en Reposición}_t \right) \text{ entre Inversión en Reposición}_t$$
 El promedio de estas tasas de decrecimiento fue -42.4%

4. La última tasa conocida de **Inversión en Reposición** fue 14.8%

5. Considerando que la última conocida de **Inversión en Reposición** es 14.8% y que, anualmente en promedio, la tasa de Inversión en Reposición varía en -42.4%

6. Calculando $14.8 \% \times (1 - 42.4 \%) = 8.52 \%$ (esta es la **tasa proyectada** de Inversión en Reposición, que luego es multiplicada por la Depreciación de cada año, que es la misma para cada periodo proyectado).

Nuevas Inversiones en Activo Fijo.

Destinada a compra de nuevos activos fijos, que permitan aumentar la capacidad instalada actual, nuevos productos o nueva tecnología.

El **Valor del Activo Fijo** analizado no incluye el Terreno, pues el incremento en Ventas no se ha visto impulsado por este activo en específico. Es decir, las Ventas no se ven afectadas por el valor o adquisición de nuevas propiedades.

Por otra parte, el crecimiento en Ventas si se afecta por las Inversiones en Mejoras a la Propiedad, Mobiliario y Equipo y, por último, Equipo Rodante. Esto aparece en el **Estado de Flujo de Efectivo, a continuación, el extracto en dónde aparece:**

Flujos de efectivo de las actividades de inversión	2013	2014	2015	2016	Jun-17
Compra de propiedades, mobiliario, equipo y mejoras a la propiedad	-\$2,891,730	-\$1,082,930	-\$852,092	-\$655,245	-\$112,649

Análisis de Activo Fijo, histórico.

Valor en Libros

	2013	*2014	2015	2016	Junio 2017
Terrenos (incluye plusvalía)	\$12,972,448	\$7,707,448	\$7,707,448	\$7,707,448	\$7,707,448
<i>Variación en el valor(%)</i>		-41%	0%	0%	0%
Mejoras a la Propiedad	\$2,396,849	\$1,736,922	\$1,590,105	\$1,380,307	\$1,158,737
<i>Variación en el valor(%)</i>		-28%	-8%	-13%	-16%
Mobiliario y Equipo	\$1,919,348	\$1,522,289	\$985,793	\$900,516	\$639,559
<i>Variación en el valor(%)</i>		-21%	-35%	-9%	-29%
Equipo Rodante	\$1,002,472	\$996,965	\$1,036,572	\$665,825	\$435,180
<i>Variación en el valor(%)</i>		-1%	4%	-36%	-35%
Total, Activo Fijo	\$18,291,117	\$11,963,624	\$11,319,918	\$10,654,096	\$9,940,924

*Entre 2013 y 2014 se transfirieron \$5,265,000 a Propiedades de Inversión (Balance General)

Activo Fijo Total, menos Terreno	\$5,318,669	\$4,256,176	\$3,612,470	\$2,946,648	\$2,233,476
---	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

	*Activo Fijo	Ventas	Inversión en Activo Fijo (%)	Variación en Inversión de Activo Fijo
2013	\$5,318,669	\$109,918,725	4.84%	
2014	\$4,256,176	\$119,938,060	3.55%	-26.7%
2015	\$3,612,470	\$125,429,816	2.88%	-18.8%
2016	\$2,946,648	\$106,224,781	2.77%	-3.7%
Jun-17	\$2,233,476	\$79,095,866	2.82%	1.8%
		Promedio	3.4%	-11.8%

*Activo Fijo, sin considerar Terreno.

Última Tasa de Inversión	2.8%
Tasa de Inversión Proyectada	2.49%

La proyección de nuevas inversiones está detallada como **Inversión en Capital Físico (Activos Fijos)**.

Se determinó de la siguiente manera:

1. Los *ratios* históricos, denominados **Inversión en Activo Fijo (%)**, que se determinan dividiendo Activo Fijo/Ventas, no decrecen linealmente.
2. Además, en **Activo Fijo**, se omitió el activo Terreno porque la empresa no ha comprado más terrenos con propósitos operacionales en los últimos 5 años.
3. Se determinó la “rapidez” con la que decrece la (tasa de) Inversión en Activo Fijo, para poder determinar cuál sería la siguiente (tasa de) Inversión en Activo Fijo.
4. Esta rapidez se determinó calculando:
(Inversión en Activo Fijo $_{t+1}$ *menos* Inversión en Activo Fijo $_t$) *entre* Inversión en Activo Fijo $_t$
El promedio de estas tasas de decrecimiento fue -11.8%
5. La última tasa conocida de Inversión en Activo Fijo fue 2.82%
6. Considerando que la última conocida de Inversión en Activo Fijo es 2.82% y que, anualmente en promedio, la tasa de Inversión en Activo Fijo varía en -11.8%
7. Calculando **2.82 % x (1 - 11.8 %) = 2.49 %** (esta es la tasa proyectada de Inversión en Activo Fijo, que luego es multiplicada por la Venta de cada año).

Inversión en Capital de Trabajo.

Se calculó el Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON):

Inventarios + Cuentas por Cobrar *menos* (Proveedores + Acreedores Varios + Cuentas por Pagar)

Luego se consiguió la Tasa de Capital de Trabajo (RCTON) Promedio, calculado como CTON entre Ventas Netas, en función a la cantidad periodos analizados.

En el análisis del Capital de Trabajo se concluye que el RCTON (o tasa de inversión en capital de trabajo) promedio de los periodos observados es **9.76%**

	2013	2014	2015	2016	Jun 2017
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes (incluye partes relacionadas)	14,268,730	17,217,938	14,392,343	13,133,149	12,240,993
Inventarios	13,196,876	17,427,496	16,032,065	17,009,482	14,338,108
Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar	\$16,789,274.00	\$21,916,884.00	\$18,674,060.00	\$18,698,376.00	\$19,990,411.00
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
CTON	10,676,332	12,728,550	11,750,348	11,444,255	6,588,690
Ventas Netas	\$109,918,725	\$119,938,060	\$125,429,816	\$106,224,781	\$79,095,866
RCTON	9.71%	10.61%	9.37%	10.77%	8.33%
				Promedio	9.76%
RCTON en dias (360)	35	38	34	39	30

Tomando el RCTON promedio, se proyecta el Capital de Trabajo aplicando dicho porcentaje (RCTON promedio) a la diferencia entre $Venta_{t+i}$ menos $Venta_t$

	Jul - Sep 2017	2018	2019	2020	2021	∞
CTON	2,989,741	11,080,128	11,483,251	11,921,930	12,400,138	12,400,138
Ventas Netas	\$30,634,333	\$113,532,350	\$117,662,941	\$122,157,856	\$127,057,816	\$127,057,816
RCTON	9.76%	9.76%	9.76%	9.76%	9.76%	9.76%
RCTON en días (360)	35	35	35	35	35	35

Detalle de Proyección de CTON.

	<i>Observado</i>	<i>Proyectados</i>					<i>Residual</i>
	a Jun 2017	Jul - Sep 2017	2018	2019	2020	2021	∞
Ventas	\$79,095,866.00	\$30,634,332.77	\$113,532,350.16	\$117,662,940.89	\$122,157,856.43	\$127,057,816.49	\$127,057,816.49
CTON	\$6,588,690.00	\$2,989,741.04	\$11,080,127.96	\$11,483,250.71	\$11,921,929.55	\$12,400,138.49	\$12,400,138.49
		Jun vs Sep 2017	2017 - 2018	2018 - 2019	2019 - 2020	2020 - 2021	2021 - ∞
Diferencia en Ventas, entre periodos		-\$48,461,533.23	\$82,898,017.39	\$4,130,590.73	\$4,494,915.54	\$4,899,960.05	\$0.00

Resultado del cálculo de Inversión en Capital de Trabajo (CTON Δ).

A partir del Capital de Trabajo necesario para cada periodo proyectado, se calculó la diferencia entre un periodo y el siguiente. Es decir, la Inversión en Capital de Trabajo que se requiere.

Inversión en Capital de Trabajo (CTON Δ)	Ene - Jun 2017	Jul - Sep 2017	2018	2019	2020	2021 - ∞
	-\$3,598,948.96	\$8,090,386.92	\$403,122.76	\$438,678.84	\$478,208.94	\$0.00

Para efectos de la valoración, se toma la Inversión en Capital de Trabajo necesaria a final de junio 2017, se calculó como la diferencia entre el primer CTON proyectado (diciembre 2017) menos el último CTON observado (junio 2017). La **Inversión en Capital de Trabajo** necesaria es \$8,090.386.92

Proyección de Inversiones.

Fundamentado en los cálculos explicados para cada tipo de inversión, se resume a continuación los siguientes supuestos:

La tasa de **Inversión en Reposición** se estimó en **8.52%**, que para la proyección se le aplica al total de **Depreciación y Amortización** del periodo respectivo.

La tasa de **Inversión en Activo Fijo** se estimó en **2.49%**, que para la proyección se le aplica al total de **Ventas** del periodo respectivo.

La tasa de **Inversión en Capital de Trabajo** se estimó en **9.76%**, que para la proyección se le aplica al total de **Ventas** del periodo respectivo.

Tipo de Inversión	Tasa	Aplicado a
Reposición	8.52%	Depreciación y Amortización
Activo Fijo	2.489%	Ventas Totales
Capital de Trabajo	9.76%	Ventas Totales

Inversiones Proyectadas.

	Jul - Sep 2017	2018	2019	2020	2021
- Inversión en Reposición	-25,132	-114,015	-118,163	-122,677	-1,497,137
- Inversión en Capital Físico (Activo Fijo)	-762,551.68	-2,826,054.17	-2,928,873.09	-3,040,760.80	-3,162,730.91
- Inversión en Capital de Trabajo	-8,090,386.92	-403,122.76	-438,678.84	-478,208.94	0.00
Inversión Total	-8,878,070.47	-3,343,191.52	-3,485,714.65	-3,641,646.47	-4,659,867.51

Flujos de Caja Libre, proyectados.

	Jul - Sep 2017	2018	2019	2020	2021	2022 - ∞
+ Ingresos de actividades ordinarias	30,634,333	113,532,350	117,662,941	122,157,856	127,057,816	127,057,816
- Costo de ventas	-24,974,517	-94,700,077	-98,145,502	-101,894,820	-105,981,995	-105,981,995
= Ganancia bruta	5,659,815	18,832,273	19,517,439	20,263,037	21,075,821	21,075,821
- Costos de distribución	-586,809	-1,780,851	-1,845,643	-1,916,149	-1,993,009	-1,993,009
- Gasto de administración	-5,695,009	-16,220,755	-16,810,906	-17,453,110	-18,153,184	-18,153,184
+ Otros ingresos, por función	3,371	188,580	195,441	202,907	211,046	211,046
- Otros gastos, por función						
+ Otras ganancias (pérdidas)						
+ Ingresos financieros						
- Costos financieros	-348,956	-1,257,874	-1,303,638	-1,353,440	-1,407,728	-1,407,728
+ Participación en las ganancias (pérdidas)						
+/- Diferencias de cambio						
+/- Resultados por unidades de reajuste						
= Ganancia (o pérdida) Antes de Impuestos	-967,588	-238,626	-247,308	-256,756	-267,054	-267,054
- Gasto por impuestos a las ganancias						
= Ganancia (pérdida)	-967,588	-238,626	-247,308	-256,756	-267,054	-267,054
AJUSTES						
+ Depreciación de Activo Fijo	294,879.19	1,337,764.51	1,386,435.73	1,439,399.83	1,497,136.61	1,497,137
+ Amortización de Activos Intangibles	34,041.52	114.35	118.51	123.04	127.97	128
- Otros ingresos, por función (después de Impuestos)	-2,494.81	-139,549.24	-144,626.39	-150,151.35	-156,174.18	-156,174
+ Otros gastos, por función (después de Impuestos)						
- Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)						
- Ingresos financieros (después de Impuestos)						
+ Costos financieros (después de Impuestos)	258,227.49	930,826.69	964,692.49	1,001,545.31	1,041,719.00	1,041,719
- Participación en las ganancias (pérdidas)						
-/+ Diferencias de cambio						
-/+ Resultados por unidades de reajuste						
= FLUJO DE CAJA BRUTO PERMANENTE	-382,935	1,890,530	1,959,312	2,034,161	2,115,755	2,115,755
INVERSIONES						
- Inversión en Reposición	-25,132	-114,015	-118,163	-122,677	-1,497,137	-1,497,137
- Inversión en Capital Físico (Activo Fijo)	-762,551.68	-2,826,054.17	-2,928,873.09	-3,040,760.80	-3,162,730.91	
- Inversión en Capital de Trabajo	-8,090,386.92	-403,122.76	-438,678.84	-478,208.94	0.00	
Inversión Total	-8,878,070.47	-3,343,191.52	-3,485,714.65	-3,641,646.47	-4,659,867.51	
= FLUJO DE CAJA LIBRE	-9,261,005.4	-1,452,661.4	-1,526,402.3	-1,607,485.2	-2,544,112.6	618,618.3

VALOR TERMINAL (2022 - ∞)

\$5,478,643.7

FLUJO DE CAJA LIBRE + VALOR TERMINAL	-\$9,261,005	-\$1,509,238	-\$1,585,037	-\$1,668,360	\$2,871,215
---	---------------------	---------------------	---------------------	---------------------	--------------------

Periodo Proyectado	1	2	3	4	5
Factor de Descuento	1.03	1.21	1.34	1.47	1.62
Valor Presente	-\$9,032,136	-\$1,244,231	-\$1,186,463	-\$1,133,904	\$1,771,838
	Jul - Sep 2017	2018	2019	2020	2021 - ∞

Activos Prescindibles.

Se detallan a continuación los activos que podrían ser vendidos por la empresa, de ser necesario, y que aún sin ellos, la operación puede seguir su curso.

TAGA posee Depósitos en Plazo Fijo con vencimiento mayor a 90 días, por lo que no se puede considerar como un Activo Corriente y por ende es prescindible para la operación.

Se analizó el valor de compra vs el valor en libros de los Terrenos, y la plusvalía (por reevalúo) se considera un activo prescindible.

Activos	Jun. 2017
Cuentas Corrientes	\$970,333
Cuentas de Ahorro	\$860,349
Depósito a Plazo Fijo	\$3,000,000
Cuentas por Cobrar - comerciales parte relacionada	\$1,195,738
Provisión para cuentas de cobros dudosos	-\$289,051
Provisión para notas de crédito	-\$189,314
Cuentas por Cobrar - empleados	\$16,001
Cuentas por Cobrar - proveedores	\$1,071,574
Pagos Anticipados	\$91,526
Gastos pagados por anticipado	\$83,066
Fondo de cesantía	\$1,034,403
Depósitos en garantías y otros activos	\$216,380
Activos Intangibles	\$46,984
Inversiones disponibles para la venta	\$5,058
Impuestos pagados por adelantado	\$1,848,815
Mejoras a la propiedad	\$1,158,737
Propiedades de inversión	\$9,275,000
*Plusvalía de Terreno	\$6,010,160
Total Activos Prescindibles	\$26,405,759

*Plusvalía de Terreno

Valor de Avalúo	\$7,707,448
Valor de Compra	<u>\$1,697,288</u>
Plusvalía	\$6,010,160

Valoración Económica.

Valor de los Activos Operacionales	-\$10,824,897
Activos Prescindibles (Balance General Junio 2017)	\$26,405,759
CTON Δ (Exceso en Capital de Trabajo) Entre Junio y Septiembre 2017	\$3,598,948.96
Valor Total de los Activos	\$19,179,811.38
Deuda Financiera (Balance General Junio 2017)	\$16,607,014.00
Patrimonio Económico	\$2,572,797.38

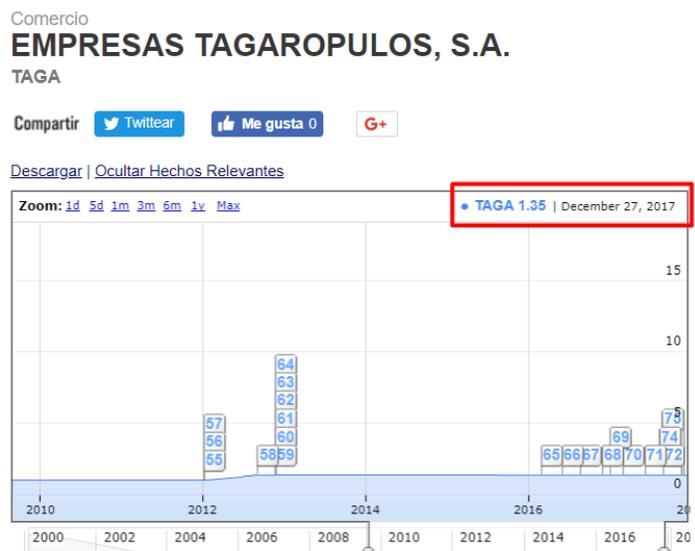
Número de Acciones	3,733,312
--------------------	-----------

Precio de la Acción (valoración)	\$0.69
---	---------------

Precio de la Acción en Bolsa de Valores de Panamá (Junio 2017)	\$1.35
---	---------------

Diferencia	-\$0.66
<i>Diferencia Porcentual (con respecto a precio de mercado)</i>	<i>-49%</i>

Movimiento de la Acción.¹³



El precio de la acción TAGA se ha mantenido estática de el 31 de agosto de 2012.

¹³ Información extraída del sitio web de la Bolsa de Valores de Panamá (www.panabolsa.com)

Conclusiones.

Luego de hacer el ejercicio de valorizar a Empresas Tagarópulos, S.A. (TAGA: \$0.69, junio 2017), se concluye que su acción está sobrevalorada con respecto al último precio de acción registrado en la Bolsa de Valores de Panamá (\$1.35), una diferencia del 49% (- \$0.66).

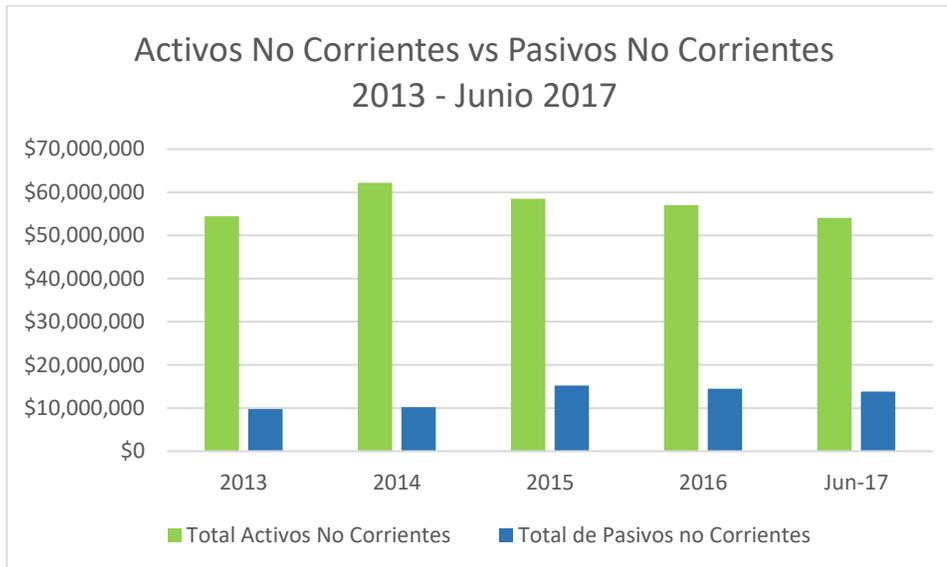
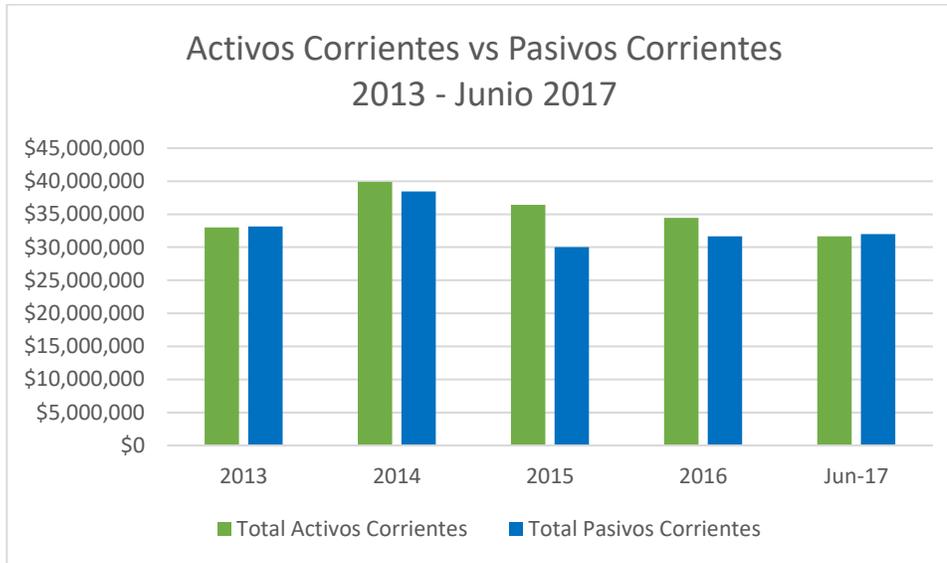
Los supuestos utilizados para la proyección (EERR y FLC), podrían ser considerados como conservadoramente optimistas, ya que se asumió que la operación sería eficiente (en gastos) para los años proyectados.

Adicionalmente, se asumieron criterios consistentes con los datos observados. Considerando que las utilidades históricas son en su mayoría negativas, no fue posible sustentar supuestos que proyectaran un resultado distinto.

Índice de Tablas.

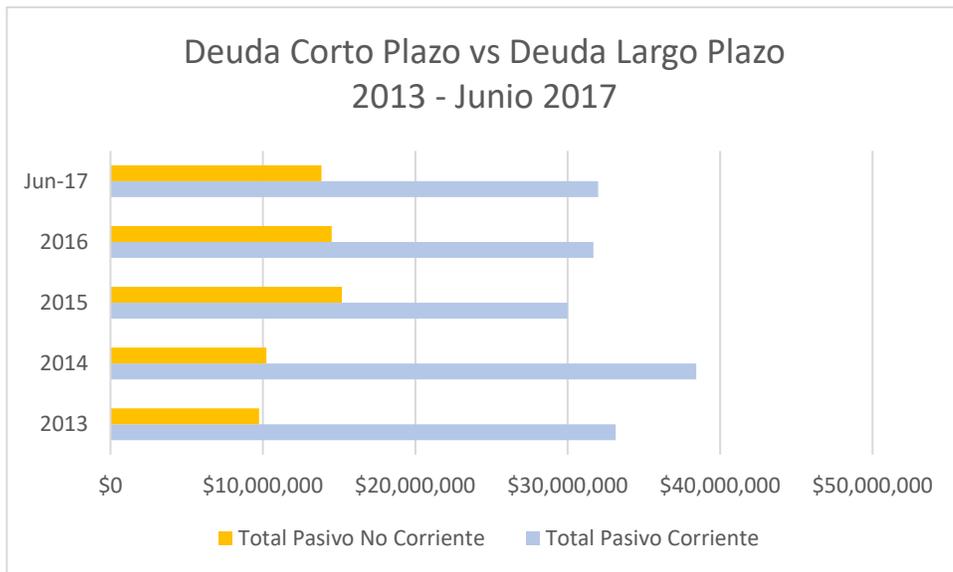
Descripción	Página
PIB Panamá, Industria, Ventas TAGA	7
Deuda a Parte Relacionada	9
Descripción del Financiamiento	10
Resumen del Financiamiento	10
Valores Comerciales Negociables (VCN)	11
Deuda Financiera	12
Precio de la Acción vs Patrimonio Económico	13
Estructura de Capital	14
Costo de la Deuda	15
Balance General, Activos (junio 2017)	18
Balance General, Pasivos y Capital (junio 2017)	19
Estado de Resultados (junio 2017)	20
Ventas por Segmento (junio 2017)	20
Otros Gastos (junio 2017)	21
Resumen y Ratios Financieros	22
Costos Operativos	23
Cuentas No Operacionales	24
Activos Operativos y No Operativos	25
Estado de Flujos de Efectivo	26
Tabla de Supuestos	27
Explicación de Resultados Negativos (costos, gastos)	29
Proyección de Estado de Resultados	31 - 32
Estado de Resultados proyectado	33
Estado de Resultados proyectado, ajustado	34
Tasa de Reposición	35
Flujos de Efectivo, Actividades de Inversión	36
Activo Fijo	37
Tasa de Inversión en Activo Fijo	37
Inversión en Capital de Trabajo	39 - 40
Proyección CTON	40
Inversión en CTON	41
Supuestos de Inversión	41
Inversiones Proyectadas	42
Flujo Libre de Caja proyectado	43
Activos Prescindibles	44
Valoración Económica	45
Movimiento de la Acción	46

Anexo 1 – Comparación de Activos y Pasivos según plazo.



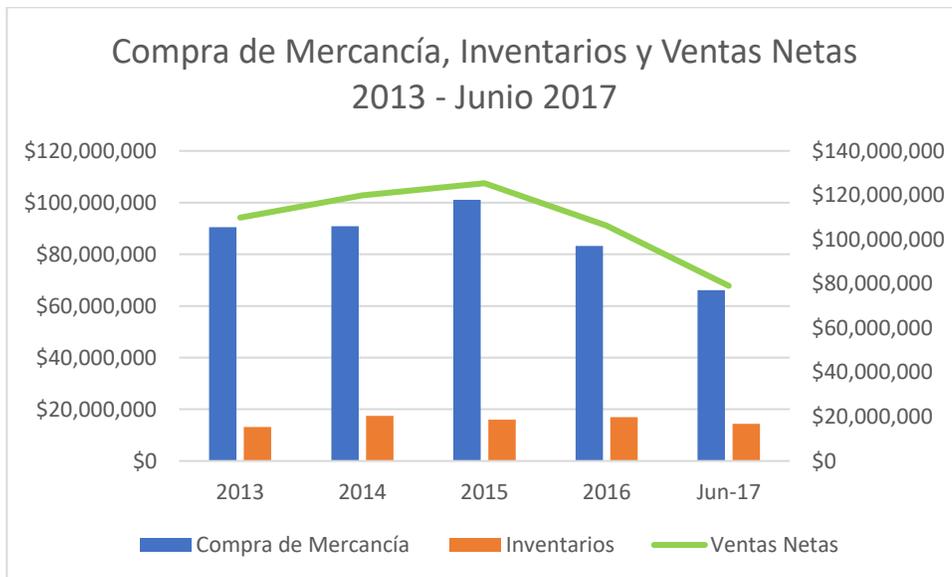
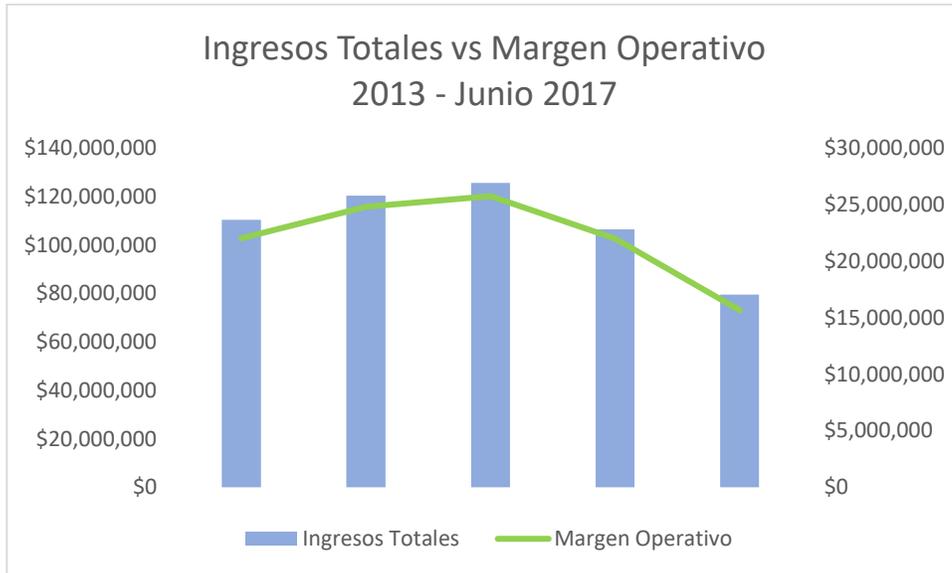
Se puede apreciar que la deuda de TAGA se encuentra acumulada mayoritariamente al corto plazo, esto debido principalmente a la Deudas Comerciales (Junio 2017: \$17,177,145.00) y a los Valores Comerciales Negociables (deuda rotativa corto plazo) por \$6,000.000.00. TAGA tiene estrecha maniobrabilidad al corto plazo, pero exceso de liquidez al largo plazo.

Anexo 2 – Concentración de la Deuda, según plazo.



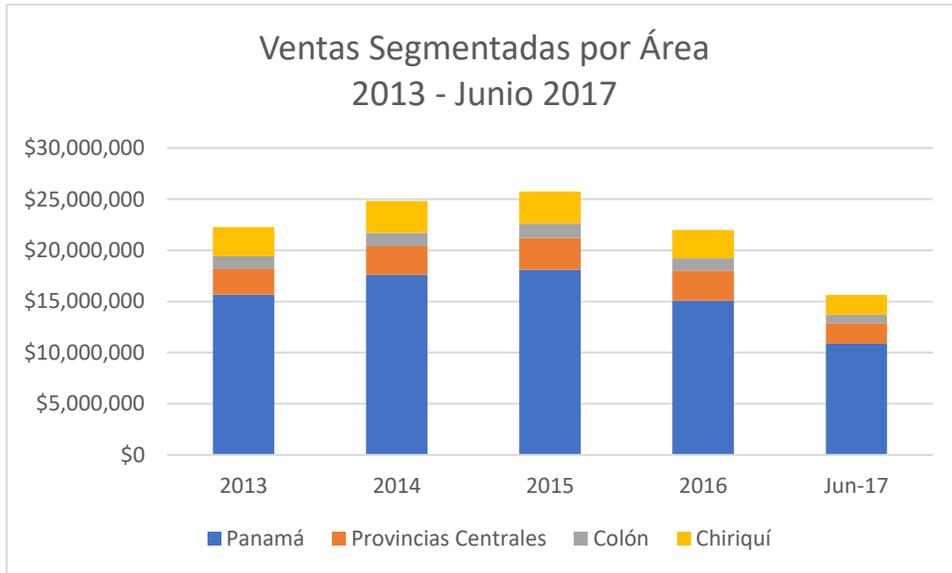
En promedio, la deuda total de TAGA se concentra en 70% al corto plazo (pasivo corriente).

Anexo 3 – Compras, Inventarios, Ventas y Margen Operativo.



El margen operativo aparece con un comportamiento (movimiento) consistente a los niveles de venta. La compra de mercancía (en promedio \$86,376,355) es convertida rápidamente en venta (en promedio, cada dos meses se rota el inventario) y en consecuencia los niveles de inventario se mantienen relativamente bajos.

Anexo 4 – Segmentos de Venta, por área.



El 70% de las ventas totales se concentra en la Provincia de Panamá ¹⁴(14% de la superficie total del país), donde habita aproximadamente el 48% de la población nacional. El otro 52% está esparcido en el resto del territorio (86%), sin embargo, la infraestructura de carreteras y accesos aún está en desarrollo y no existen todas las facilidades que se encuentran en la Provincia de Panamá.

¹⁴ Información Demográfica de Panamá, Contraloría General de la República de Panamá

Bibliografía.

Información Contable

Estados Financieros Empresas Tagarópulos, S.A. (año 2013)
Estados Financieros Empresas Tagarópulos, S.A. (año 2014)
Estados Financieros Empresas Tagarópulos, S.A. (año 2015)
Estados Financieros Empresas Tagarópulos, S.A. (año 2016)
Estados Financieros Empresas Tagarópulos, S.A. (30 de junio 2017)

Información de Mercado (doméstico e internacional)

Banco Mundial en Panamá, Panorama General Octubre, 2017
Aswath Damodaran, Stern School of Business, NYU
Contraloría General de la República de Panamá, PIB 2013 - 2016
Juan Gabriel González, Perspectivas Económicas para Panamá 2018 APC Buró, S.A., julio 2017
Bolsa de Valores de Panamá