



**VALORACIÓN GRUPO MELO S.A.  
MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO (FDC)**

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

**Alumno: Andrés Enrique Méndez Cela**

**Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin**

**Panamá, Marzo de 2018**

## **Dedicatoria**

El presente trabajo es dedicado principalmente a Dios y luego a mis padres quienes me apoyaron en este camino importante como profesional.

A mis compañeros de clases quienes nos han compartido su conocimiento y experiencias durante este año y medio, donde juntos estuvimos apoyándonos y logrando que se cumpliera esta meta.

## **Agradecimientos**

Agradecemos mi profesor guía, Mauricio Jara, por su valiosa disposición y ayuda en la elaboración de la tesis.

## Contenido

<b>1. Resumen Ejecutivo</b> .....	5
<b>2. Metodología</b> .....	6
<b>3. Descripción de la empresa, industria y estructura de capital</b> .....	8
3.1. Descripción de la Empresa e Industria .....	8
3.2. Descripción del Financiamientos de la Empresa .....	12
3.3. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa .....	12
3.3.1. Deuda Financiera de la Empresa .....	13
3.3.2. Patrimonio Económico de la Empresa.....	13
3.3.3. Estructura de Capital Objetivo .....	13
<b>4. Análisis y Proyección de Estados de Resultados</b> .....	15
4.1. Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	15
4.1.1. Análisis de Crecimiento .....	15
4.1.2. Análisis de Costos de Operación .....	16
4.1.3. Análisis de Cuentas No Operacionales .....	17
4.1.4. Análisis de Activos.....	19
4.2. Proyección de Estados de Resultados.....	21
4.2.1. Proyección de Ingresos de Operación .....	21
4.2.2. Proyección de Costos de Operación.....	21
4.2.3. Proyección de Resultado No Operacional.....	23
<b>5. Valoración de la Empresa por Flujo de Caja Descontado</b> .....	26
5.1. Depreciación del Ejercicio y Amortización.....	26
5.2. Inversión de Reposición .....	26
5.3. Nuevas Inversiones (Activo Fijo) .....	27
5.4. Inversión en Capital de Trabajo.....	28
5.5. Activos Prescindibles.....	29
5.6. Deuda Financiera .....	29
5.7. Valor Terminal .....	29
5.8. Valorización Económica de la Empresa y de su Precio de Acción .....	30
<b>Bibliografía</b> .....	31
<b>Anexo</b> .....	32

## 1. Resumen Ejecutivo

El objetivo principal de este documento es analizar, evaluar y finalmente dar una conclusión sobre la valoración económica de Grupo Melo, S.A. Para comenzar con esta evaluación definimos y presentamos la historia de esta empresa, su misión y visión dentro de las industrias en la que se enfoca su productividad. El grupo es muy reconocido en el país de Panamá por su vasta trayectoria de 67 años en el mercado panameño, en las diferentes industrias donde enfocan su productividad. Principalmente su enfoque es en actividades de producción, procesamiento, distribución y comercialización de alimentos.

El análisis se hace para el periodo de junio 2017, donde usamos todos los datos financieros obtenidos de sus estados financieros consolidados publicados. Como empresa pública y cotizando en la bolsa de valores de Panamá, también evaluamos sus estados financieros de los últimos años, enfocándonos principalmente en su estructura de capital (patrimonio, deuda y valor de la empresa), porcentajes de crecimiento de crecimiento previamente vistos y los proyectados.

Para esta evaluación usamos un método de valoración de empresa:

- Valoración de Empresa por Flujos de Caja Descontados

Parte esencial para obtener una evaluación correcta es obtener datos de la industria, los cuales podremos usar para comparar a los del Grupo Melo. Para este trabajo, utilizamos la empresa Tyson Food, Inc. como representación de compañía comparativa en la industria.

Finalmente, al obtener el valor de la empresa y precio de la acción según ambos métodos, comparamos estos resultados versus el precio actual al cual se cotiza la acción de la empresa en la Bolsa de Valores de Panamá. La empresa resulta estar sobrevalorada según método

## **2. Metodología**

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables.

En este trabajo nos concentraremos en los métodos de flujos de caja descontados, tomando en cuenta que el método de flujo de caja descontado es cada vez más utilizado, ya que considera a la compañía como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

### **Método de Flujos de Caja Descontados**

El método de Flujo de Caja Descontado tiene su fundamento teórico en el artículo de Modigliani y Miller (1961), está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad”. Entonces, un flujo de caja descontado será altamente sensible a la tasa de descuento.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad.

Cuando se determina una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa, en un contexto de una valoración por el método de flujo de caja descontada, hablamos del costo de capital. Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así,

al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa, que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Al aplicar este método para valorar la empresa, la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

### 3. Descripción de la empresa, industria y estructura de capital

#### 3.1. Descripción de la Empresa e Industria

Grupo Melo, S.A. (en adelante “La Empresa”) es una empresa de capital panameño y uno de los mayores empleadores en el país. A 67 años de su fundación, bajo la dirección de Don Arturo D. Melo Sarasqueta y con aproximadamente 6,000 colaboradores en toda la geografía nacional, se ha posicionado como actor fundamental en el desarrollo económico y social de Panamá. Con un modelo de negocios altamente eficiente ha logrado su permanencia en el mercado y ha consolidado un sólido desarrollo industrial y comercial.



de

#### Misión

Mantener y responder a la confianza que les han proporcionado sus clientes a lo largo de los años, y continuar aportando de manera activa a la economía nacional.

#### Visión

Asumir el liderazgo en todas y cada una de sus actividades agroindustriales y comerciales, y contribuir al crecimiento sostenido del país.

<b>Razón Social</b>	Grupo Melo, S.A.
<b>Ruc</b>	1020-524-21223
<b>Nemotécnico</b>	MELO
<b>Industria</b>	Conglomerado. Agro-Industrial y Comercial
<b>Regulación</b>	Bolsa de Valores de Panamá, S.A. y Superintendencia del Mercado de Valores

Grupo Melo es un conglomerado de negocios agro-industriales y comerciales en la República de Panamá. Además, tiene una operación comercial en Costa Rica. Realiza actividades de producción, procesamiento, distribución y comercialización de alimentos; se dedica al comercio a través de restaurantes de comida rápida, almacenes agropecuarios, de materiales de construcción, mascotas y jardinería; distribuye una amplia gama de maquinarias para la agricultura y construcción, prestigiosas líneas de automóviles y camiones; desarrolla y promociona propiedades inmobiliarias. La compañía se divide en 2 grupos principalmente: Grupo Alimentos y Grupo Comercial. El grupo comercial tiene las siguientes divisiones: División Almacenes (agropecuarios), división maquinarias, división restaurantes

y división bienes y raíces. El grupo alimentos está conformado por la División Producción, División Piensos, División Procesamiento/Mercadeo, y División Valor Agregado.

### **Filiales**

Empresas Melo, S.A.: su negocio se divide en dos grandes grupos: alimentos y comercial. El Grupo de Alimentos se dedica a la venta al por mayor y al por menor de mercancía seca, y a la cría, engorde, procesamiento y venta de aves de corral. El Grupo Comercial se dedica a la venta de maquinaria agrícola e industrial, vehículos y artículo automotriz, venta de productos agropecuarios, herramientas, materiales para la construcción, ferretería básica, jardinería, mascotas y artículos para mascotas y el hogar, entre otros. También se especializan en la venta de comida rápida, ofreciendo una gama de productos de pollo y acompañamientos al estilo panameño.

(Cifras expresadas en miles)	
<b>Activos</b>	\$ 164,898
<b>Ingresos</b>	\$ 205,187
<b>EBITDA</b>	\$ 8,683

Altos de Vistamares, S.A.: Es una empresa pionera en el desarrollo de proyectos de montañas. La misma desarrolla lotificaciones campestres para el descanso familiar y como residencias permanentes.

(Cifras expresadas en miles)	
<b>Activos</b>	\$ 13,587
<b>Ingresos</b>	\$ 3,684
<b>EBITDA</b>	\$ 361

Embutidos y Conservas de Pollos, S.A.: Es una gran organización en la industria en el sacrificio y procesamiento de aves de corral ubicada en la Ciudad de Panamá.

(Cifras expresadas en miles)	
<b>Activos</b>	\$ 2,477
<b>Ingresos</b>	\$ 394
<b>EBITDA</b>	\$ 18

Estrategias y Restaurantes, S.A.: Es una empresa encargada de los restaurantes Pío Pío en la provisión de Chiriquí, República de Panamá.

(Cifras expresadas en miles)	
<b>Activos</b>	\$ 794
<b>Ingresos</b>	\$ 2,763
<b>EBITDA</b>	\$ 56

Inversiones Chicho, S.A.: Es un negocio de alquiler.

(Cifras expresadas en miles)	
<b>Activos</b>	\$ 9
<b>Ingresos</b>	-
<b>EBITDA</b>	\$ 2

Comercial Avícola, S.A.: Es un negocio de importación de maíz para la producción.

Inmobiliaria Los Libertadores, S.A. y Fuerza Automotriz, S.A.: Es una lotificación que alquila Grupo Melo.

(Cifras expresadas en miles)	
<b>Activos</b>	\$ 179
<b>Ingresos</b>	-
<b>EBITDA</b>	\$ 1

### **Accionistas**

La Compañía Holding Grupo Melo, S.A. es propiedad del 100% de las acciones emitidas y en circulación de las sociedades operativas que conforman la corporación de empresas denominada Grupo Melo.

La sociedad Tenmel, S.A. es el accionista mayoritario de Grupo Melo, S.A. con un total de 1,521,091 acciones y cuyo accionista principal es la Fundación Libertaria en donde el fundador y primer beneficiario es el Sr. Arturo D. Melo S.

	<b>Número de Acciones</b>	<b>% del Número de Acciones</b>	<b>Número de Accionistas</b>
	26,599	1.12%	115
	29,595	1.25%	43
	74,332	3.14%	53
	161,755	6.83%	52
	132,185	5.58%	18
	181,054	7.64%	10
	241,810	10.21%	3
	1,521,091	64.22%	1
<b>Total</b>	<b>2,368,421</b>	<b>100%</b>	<b>295</b>

### **Empresas Comparables**

#### **Tyson Food, Inc.**

<b>Ticker o Nemo-técnico</b>	TSN
<b>Clase de Acción</b>	Clase A
<b>Derechos de cada Clase</b>	152,290 acciones
<b>Mercado donde Transa sus acciones</b>	Bolsa de Nueva York (NYSE)
<b>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</b>	Procesamiento de Alimentos

### **Descripción de la Empresa (profile)**

Tyson Food, Inc. es una empresa de alimentos moderna, multinacional y centrada en las proteínas con más de 122,000 empleados. Produciendo 1 en 5 libras de pollo, carne de res y cerdo en los EE. UU., Lo que la convierte en los líderes del mercado en los Estados Unidos. Están detrás de algunas de las marcas más reconocidas en los estantes de las tiendas de comestibles de hoy. Su cartera de marcas líderes incluye Tyson®, Jimmy Dean®, Hillshire Farm®, Ball Park®, Wright Brand®, Golden Island®, Aidells® y State Fair®.

Tyson Foods también es el principal proveedor de proteínas para muchas cadenas nacionales de restaurantes, incluidos los restaurantes de servicio rápido, informal, de mediana escala y de alta cocina.

### **Negocios en que se encuentra**

Tyson Food, Inc. al 30 de septiembre de 2017, presenta un EBITDA de \$ 3,648 Millions. El negocio de la empresa se enfoca principalmente producción, venta y distribución de productos avícolas, carne y puerco.

### **3.2. Descripción del Financiamientos de la Empresa**

Al 30 de junio de 2017, la Empresa mantiene bonos por pagar por B/. 79, 992,000. Adicionalmente, la Empresa también mantiene Valores Comerciales Negociables (V.C.N.). La Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá autorizó la emisión de VCN por un máximo de B/. 30,000,000. Estos valores tienen un plazo de vencimiento máximo de 360 días. Al 30 de junio de 2017, la empresa mantiene colocado en el mercado de valores un total de B/. 20,500,000. Al 30 de junio de 2017 las tasas de intereses anuales de los Valores Comerciales Negociables (V.C.N.) estaba entre 2.50%. Los intereses se pagan trimestralmente.

Véase detalles de estos Bonos por pagar y Valores Comerciales Negociables (V.C.N.) en Anexo.

### **3.3. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa**

Para estimar la estructura de capital de la Empresa Grupo Melo, S.A. debemos calcular primero la deuda financiera que mantiene la empresa entre los años 2013-2016 y al 30 de junio de 2017, adicionalmente calcular el patrimonio económico para obtener finamente la estructura de capital objetivo.

### 3.3.1. Deuda Financiera de la Empresa

La deuda financiera de la Empresa se extrajo de los estados financieros correspondientes. A continuación, se detalla la deuda financiera por año:

Deuda Financiera					
(Cifras expresadas en miles)	2013	2014	2015	2016	30-jun-17
Préstamos que devengan intereses (corriente)	\$ 36,543	\$ 27,704	\$ 25,688	\$ 39,190	\$ 31,000
Otros Pasivos Financieros (corriente)	\$ 18,379	\$ 18,000	\$ 17,500	\$ 20,000	\$ 20,500
Otros Pasivos Financieros (no corriente)	\$ 69,851	\$ 69,992	\$ 69,992	\$ 69,992	\$ 79,992
<b>Total Deuda Financiera</b>	<b>\$ 124,773</b>	<b>\$ 115,696</b>	<b>\$ 113,180</b>	<b>\$ 129,182</b>	<b>\$ 131,492</b>

### 3.3.2. Patrimonio Económico de la Empresa

El patrimonio económico de Grupo Melo, S.A., se calculó a partir del número de acciones vigentes y el precio de mercado de la acción el cual se detalla a continuación:

Patrimonio Económico					
	2013	2014	2015	2016	30-jun-17
Acciones Comunes*	2,363,621	2,368,421	2,368,421	2,368,421	2,368,421
Valor por Acción**	\$ 58.00	\$ 71.70	\$ 78.25	\$ 98.50	\$ 92.00
<b>Total Patrimonio Económico</b>	<b>\$137,090,018</b>	<b>\$169,815,786</b>	<b>\$185,328,943</b>	<b>\$233,289,469</b>	<b>\$217,894,732</b>

(\*) Cifras extraída de los estados financieros de los periodos anuales y el 30 de junio 2017.

(\*\*) Datos extraídos de la Bolsa de Valores de Panamá (BVP).

### 3.3.3. Estructura de Capital Objetivo

Al obtener la deuda financiera y el patrimonio económico de la Empresa, se puede obtener el valor de los activos (valor de la empresa) al realizar la sumatoria de ambos resultados obtenidos en los puntos 1.3.1 y 1.3.2. A continuación se detalla el valor de los activos a continuación

Valor de los Activos						
(Cifras expresadas en miles)	2013	2014	2105	2016	30-jun-17	Promedio
Deuda	\$ 124,773	\$ 115,696	\$ 113,180	\$ 129,182	\$ 131,492	\$ 122,865
Patrimonio	\$ 137,090	\$ 169,816	\$ 185,329	\$ 233,289	\$ 217,895	\$ 188,684
<b>Total del Valor de los Activos</b>	<b>\$ 261,863</b>	<b>\$ 285,512</b>	<b>\$ 298,509</b>	<b>\$ 362,471</b>	<b>\$ 349,387</b>	<b>\$ 311,548</b>

A partir de los resultados obtenidos del valor de los activos, deuda financiera y patrimonio económico de la Empresa, se calculó la estructura de capital para cada uno de los años analizados. A continuación, se presentan los resultados obtenidos:

Estructura de Capital Objetivo						
	2013	2014	2015	2016	30-jun-17	Promedio*
<b>B/V</b>	0.48	0.41	0.38	0.36	0.38	0.40
<b>P/V</b>	0.52	0.59	0.62	0.64	0.62	0.60
<b>B/P</b>	0.91	0.68	0.61	0.55	0.60	0.67

**B:** Deuda Financiera, **V:** Valor de los Activos y **P:** Patrimonio Económico

(\*) Utilizamos el promedio simple de los datos.

## 4. Análisis y Proyección de Estados de Resultados

### 4.1. Análisis Operacional del Negocio e Industria

En esta sección analizaremos el crecimiento de la empresa. Primero se realizará una estimación de las tasas de crecimiento reales de las ventas de la empresa, posteriormente, se calcularán las tasas de crecimiento reales de la industria para los años 2013-2017 y un análisis de las perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2017-2021.

#### 4.1.1. Análisis de Crecimiento

Para realizar un análisis de crecimiento de la empresa, primero se realizará una estimación de las tasas de crecimiento reales de las ventas de la empresa, posteriormente, se calcularán las tasas de crecimiento reales de la industria para los años 2013-2017 y un análisis de las perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2017-2021.

Para el análisis de crecimiento de las ventas del Grupo Melo, utilizamos el estado de resultados por división de la empresa. Como hemos mencionado anteriormente, el grupo tiene 6 divisiones principales y cada una con sus ventas respectivas. Para el año 2017 solo teníamos las ventas hasta junio, así que procedimos a proyectar el resto de los meses viendo el crecimiento que hubo de junio a diciembre en el 2016.

#### Tasas de Crecimiento por División - Grupo Melo

Grupo Melo, S.A. y Subsidiarias	División	División	División	División	División	División	
Ventas Anuales	Bienes Raíces	Restaurantes	Maquinaria	Servicios	Almacenes	Avícola	Total
Año terminado el 31 de diciembre de 2017 - Proyectado	-3%	2%	-8%	75%	5%	16%	6%
Año terminado el 31 de diciembre de 2016	-20%	5%	9%	12%	7%	-3%	3%
Año terminado el 31 de diciembre de 2015	25%	6%	0%	34%	3%	6%	4%
Año terminado el 31 de diciembre de 2014	5%	12%	4%	60%	4%	8%	6%
Promedio de Crecimiento de Ventas	2%	6%	1%	45%	5%	6%	5%

Grupo Melo se caracteriza por ser un conglomerado de diferentes empresas, y con participación en diferentes divisiones en el mercado. También es reconocida como una empresa líder en el país. Por estos motivos, procedimos a analizar el crecimiento del país para luego comparar este crecimiento con el del Grupo. Abajo un resumen del crecimiento del PIB de Panamá y su proyección hasta el 2021.

#### Datos Panamá

	Año	PIB (en billones de \$)	Crecimiento PIB real
Proyectado	2021	82.9	6.00%
	2020	76.4	6.10%
	2019	70.4	6.30%
	2018	64.6	6.10%
	2017	59.5	5.80%
Real	2016	55.1	5.00%
	2015	52.1	5.80%
	2014	49.2	6.10%
	2013	44.9	6.60%

#### 4.1.2. Análisis de Costos de Operación

Los costos de operación de la empresa Grupo Melo son los siguientes:

**a) Cambios en el inventario de mercancía, productos terminados y en proceso**

Cambios en el inventario de mercancía, productos terminados y en proceso comprende aquellos costos de ventas relacionados al inventario para la producción del producto.

**b) Mercancía comprada para la venta**

Mercancía comprada para la venta corresponde al costo de venta correspondiente a la mercancía distribuida en las tiendas Melo de tipo agrícola para su venta.

**c) Materia prima y materiales usados**

Materia prima y materiales usados corresponde a todos los materiales mantenidos por la empresa para la producción.

**d) Terrenos utilizados en la venta**

Terrenos utilizados en la venta correspondiente a aquellos terrenos que serán utilizados para la venta de bienes raíces.

**e) Gastos Generales y administrativos**

Los gastos generales y administrativos comprenden aquellos gastos con los que incurre la empresa para sus operaciones normales, así como también los beneficios y pagos a empleados. Los Gastos generales y administrativos se dividen en:

- (a) Beneficios a empleados: está compuesto por todos aquellos gastos incurridos a empleados de la empresa como: sueldos, comisiones y premios, prestaciones laborales y atención y alimentación a empleados.
- (b) Publicidad, propaganda y anuncios: está compuesto por gastos incurridos en promocionar la empresa y darla a conocer en el mercado en sus diferentes segmentos.
- (c) Otros gastos: está compuesto por diferentes cuentas que son: Luz, teléfono y agua, entrega, flete y acarreo, mantenimiento y reparación, gasolina, diésel, lubricantes y grasas, alquileres, gastos de ventas, envases, cartuchos y papelería, honorarios profesionales y legales, aseo y limpieza, viajes, viáticos y transporte, gastos de impuestos de transferencias de bienes muebles y servicios, suministros y materiales, misceláneos, gastos de oficina, mantenimiento y repuestos de vehículos, impuestos nacionales y municipales, gastos en tecnología, gastos en promoción, deterioro de documentos y cuentas por cobrar, seguros, fumigación y medicamentos, camadas y gastos bancarios.

**f) Depreciación y amortización**

Las depreciaciones y amortizaciones de la empresa Grupo Melo se dividen en:

- (a) Depreciación y amortización propiedades, equipo y mejoras: corresponde a la depreciación y amortización de los activos fijos que mantiene la empresa para sus operaciones. Los activos fijos mantienen una vida útil establecida por la empresa que se va depreciando dependiendo de su vida útil, el cual se va depreciando a medida que transcurre su vida normal, debido a que éstos lo hacen de forma natural por el paso del tiempo, por su uso, por el desgaste propio del tiempo que se use ese activo y por obsolescencia, de forma que se refleje su valor más ajustado posible, o a amortizar los gastos a largo plazo.
- (b) Depreciación de equipo para arrendamiento: corresponde la depreciación de equipo para arrendamiento de la empresa que está compuesto por montacargas, equipo de construcción y equipo agrícola para alquilar a terceros.

**4.1.3. Análisis de Cuentas No Operacionales**

A continuación, se identificará si alguna de las cuentas no operacionales (que no pertenecen al negocio principal) en el estado de resultados de empresas Grupo Melo, son de carácter recurrente para los años 2013 a junio 2017.

**a) Intereses y cargos financieros**

Los Intereses y cargos financieros de la compañía corresponden a los gastos incurridos por la empresa por concepto de intereses por préstamos por pagar, valores comerciales negociables y bonos por pagar. Grupo Melo, S.A. mantiene facilidades de crédito con doce bancos hasta por B/. 131,000 según las cláusulas contractuales acordadas. Los mismos mantienen tasas de entre 2.5% a 2.75% con fechas de vencimiento al 2017 al 2018. Todas las compañías subsidiarias de Grupo Melo, S.A. usan estas facilidades colectivas.

Los Valores Comerciales Negociables (VCN) tienen un plazo máximo de vencimiento de hasta 360 días renovables contados a partir de la fecha de su emisión, la tasa de interés se fija al momento de la emisión. Al 30 de junio 2017, las tasas de intereses anuales de los Valores Comerciales Negociables (VCN) estaba entre 2.50% y 2.75% respectivamente. Los intereses se pagan trimestralmente.

Los bonos de Grupo Melo, S.A. fueron emitidas por la subsidiaria de Empresas Melo, S.A. manteniendo diez series de bonos vigentes al 30 de junio de 2017.

**b) Intereses ganados**

Los Intereses ganados de la compañía corresponden al efectivo mantenido en algunas cuentas corrientes que devengan un interés basado en las tasas diarias determinadas por los bancos correspondientes.

**c) Participación en utilidades de asociadas**

En este rubro se contabiliza el resultado de los negocios conjuntos y asociados que mantiene la compañía. Compañía de Grupo Melo mantiene inversiones son:

Asociadas	Actividad	% de Participación
Procesadora Moderna, S.A.	Procesamiento de aves	50%
Atlantic Grain Terminal, S.A.	Trasiego de granos	25%
Recuperación de Proteínas, S.A.	Procesadora de harina para alimentos de animales	50%

El Grupo tiene la inversión del 25% en Atlantic Grain Terminal, S.A., cuyos únicos activos son asociados de la empresa Desarrollo Posicional, S.A., lo que representa para el Grupo una participación neta del 18.1% sobre el capital.

Las asociadas no tienen pasivos contingentes ni compromisos de capital al 30 de junio de 2017 y 2016.

#### **4.1.4. Análisis de Activos**

Para realizar el análisis de los activos de la empresa se procedió a clasificarlos como operacionales y no operacionales a junio de 2017.

##### **a) Activos Operacionales**

- Efectivo
- Documentos y cuentas por cobrar, neto
- Inventarios
- Proyectos Inmobiliarios corrientes
- Adelantos para compras de inventarios y granos
- Activos no financieros corrientes
- Documentos por cobras, neto de porción corriente
- Proyectos Inmobiliarios no corrientes
- Propiedades, equipos y mejoras
- Equipo para arrendamiento
- Activos no financieros no corrientes

##### **b) Activos No Operacionales**

- Gastos pagados por adelantados
- Impuestos sobre la renta pagado por adelantado
- Inversión en asociadas
- Inversión forestal
- Fondo de Cesantía
- Impuesto sobre la renta diferido

Para continuar con el análisis se detallará cada uno de los activos no operacionales que mantiene la compañía al 30 de junio de 2017:

- Gastos pagados por adelantados

El Grupo registra todos aquellos gastos con los que incurre la compañía que son pagados por anticipado.

- Impuestos sobre la renta pagado por adelantado

El Grupo calcula el impuesto a las utilidades aplicado a la utilidad antes del impuesto sobre la renta los ajustes de ciertas partidas que afectan o no al impuesto, de conformidad con las regulaciones tributarias vigentes. El impuesto corriente, correspondiente al período presente y a los anteriores, es reconocido por el Grupo como un pasivo en la medida en que no haya sido liquidado. Si la cantidad ya pagada, que corresponda al período presente y a los anteriores, excede el importe a pagar por esos períodos, el exceso es reconocido como un activo.

- Inversión en asociadas

Una asociada es una entidad en la que el Grupo tiene influencia significativa y no es una subsidiaria. La influencia significativa es el poder de intervenir en las decisiones de política financiera y de operación de la participación, sin llegar a tener el control ni el control conjunto de ésta. Las inversiones en entidades asociadas están registradas utilizando el método de la participación.

Bajo el método de la participación, la inversión en una asociada es registrada inicialmente al costo reconociendo posteriormente los incrementos o disminuciones de su importe en libros de la porción que corresponde al Grupo en los resultados obtenidos por la entidad participada, después de la fecha de adquisición. Cuando sea necesario la realización de ajustes para reconocer los cambios que sufra la participación proporcional en la asociada participa como consecuencia de cambios en otro resultado de la asociada, el Grupo reconoce tales cambios en su propio resultado.

- Inversión forestal

El Grupo registra como inversión forestal los costos de reforestación, los desembolsos realizados por la ejecución del plan de desarrollo forestal, manejo y todos los gastos corrientes y administrados para la operación y mantenimiento de la reforestación. Las ganancias por el crecimiento físico de los árboles son registradas en los resultados.

- Fondo de Cesantía

Las leyes laborales panameñas establecen que los empleadores deben tener un fondo de cesantía para pagar al trabajador al cesar la relación de trabajo, cualquiera que sea la causa, una prima de antigüedad y además una indemnización en casos de despidos injustificados. El Grupo cotiza al fondo de cesantía en base al 2.25% del total de las remuneraciones pagadas. El fondo de cesantía se encuentra depositado en una entidad financiera autorizada.

- Impuesto sobre la renta diferido

El impuesto sobre la renta diferido es determinado utilizando el método pasivo aplicado sobre todas las diferencias temporarias que existan entre la base fiscal de los activos, pasivos y patrimonio neto y las cifras registradas para propósitos financieros a la fecha del estado consolidado de situación financiera. El impuesto sobre la renta diferido es calculado considerando la tasa de impuesto que se espera aplicar en el período en que se estima que el activo se realizará o que el pasivo se pagará. Los activos por impuestos diferidos se reconocen solo cuando existe una probabilidad razonable de su realización.

## 4.2. Proyección de Estados de Resultados

### 4.2.1. Proyección de Ingresos de Operación

Para la proyección de ingreso de operación, utilizamos los datos obtenidos en la sección 3.1. Tenemos el crecimiento de ventas por división y el crecimiento del PIB del país del año 2013 al 2017. Después calculamos un promedio de crecimiento de cada división y lo comparamos con el crecimiento promedio del PIB que hubo durante los mismos años.

Luego utilizamos la proyección del crecimiento del PIB para los años 2018 al 2021 y aplicamos la sensibilidad de las ventas respecto al PIB para proyectar los ingresos en cada división, en base a su crecimiento histórico con el PIB. Abajo los porcentajes de crecimiento aplicados para cada división por año proyectado. En promedio, es un crecimiento de 4.9% por año.

### 4.2.2. Proyección de Costos de Operación

Tasas de Crecimiento de Ventas por Division - Grupo Melo							
Proyeccion de Ventas	División	División	División	División	División	División	
	Bienes Raices	Restaurantes	Maquinaria	Servicios	Almacenes	Avícola	Total
Año 2021	1.8%	6.2%	1.1%	46.1%	4.7%	6.6%	4.8%
Año 2020	1.8%	6.3%	1.2%	46.9%	4.8%	6.7%	4.8%
Año 2019	1.9%	6.6%	1.2%	48.4%	5.0%	6.9%	5.0%
Año 2018	1.8%	6.3%	1.2%	46.9%	4.8%	6.7%	4.8%

Tomando en cuenta el análisis realizado de los costos de operación realizado en la 3.1, a continuación, detallamos los supuestos utilizados para cada uno de ellos para la realización de las proyecciones de los años 2017 a 2021.

Para los cambios en los inventarios de mercancía, productos terminados y en proceso, mercancía comprada para la venta, materia prima y materiales usados y terrenos utilizados en la venta se tomó el

porcentaje promedio como resultado del saldo de cada una de estas con respecto a los ingresos por ventas.

**Como porcentaje de las ventas 2013-2017:**

	2013	2014	2015	2016	Jun-2017	Promedio
<b>Cambios en el inventario de mercancía, productos terminados y en proceso</b>	-2.5%	2.0%	-1.0%	-3.8%	2.0%	0.7%
<b>Mercancía comprada para la venta</b>	45.9%	40.3%	39.5%	42.8%	36.6%	41%
<b>Materia prima y materiales usados</b>	15%	15%	15%	14%	12%	14%
<b>Terrenos utilizados en la venta</b>	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.5%

Estas cuentas como porcentaje de los ingresos se han mantenido relativamente constante en torno al promedio de los 3 primeros años de análisis, luego dándose un pequeño aumento en el año 2016. Dado lo anterior, se puede considerar que estas cuentas varían en el mismo sentido que los ingresos.

Según lo analizado como parte de la proyección de los costos de operación y considerando las proyecciones de las cuentas correspondientes a costo de venta, se ve que existe una estabilidad general en el precio del pollo en el mercado local, siendo el mercado avícola uno de los principales ingresos de la empresa, por lo que los efectos de las proyecciones podrían verse compensadas a futuro, por lo tanto se proyectará la estructura de costos como el promedio simple, quedando la proyección como sigue:

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Cambios en el inventario de mercancía, productos terminados y en proceso</b>	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>Mercancía comprada para la venta</b>	41%	41%	41%	41%	41%
<b>Materia prima y materiales usados</b>	14%	14%	14%	14%	14%

<b>Terrenos utilizados en la venta</b>	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
--	------	------	------	------	------

Para los gastos generales y administrativos se tomó el porcentaje promedio como resultado del saldo de cada una de estos con respecto a los ingresos por ventas.

**Como porcentaje de las ventas 2013-2017:**

<b>Gastos generales y administrativos</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Jun-2017</b>	<b>Promedio</b>
<b>Beneficios a empleados</b>	16%	17%	18%	19%	18%	18%
<b>Publicidad, propaganda y anuncios</b>	1%	1%	1%	1%	0.8%	1%
<b>Otros gastos</b>	15%	15%	16%	16%	16%	16%

Podemos observar que los gastos de beneficios a empleados es un gasto variable que se han mantenido en un rango de 16-19%. Por otro lado, la publicidad, propaganda y anuncios se ha mantenido constante en un 1%, mientras los otros gastos se han mantenido en un 15-16%.

Los gastos generales y administrativos se considerarán el promedio histórico del porcentaje sobre el ingreso por ventas, con base al análisis realizado, este varía con respecto a ciertas ventas, ya que necesita ciertos recursos para realizar sus operaciones.

**Proyección 2017-2021:**

<b>Gastos generales y administrativos</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Beneficios a empleados</b>	18%	18%	18%	18%	18%
<b>Publicidad, propaganda y anuncios</b>	1%	1%	1%	1%	1%
<b>Otros gastos</b>	16%	16%	16%	16%	16%

En cuanto la depreciación y amortización, se tomará el crecimiento histórico.

**Proyección 2017-2021:**

<b>Gastos generales y administrativos</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Depreciación y amortización propiedades, equipo y mejoras</b>	13%	13%	13%	13%	13%
<b>Depreciación de equipo para arrendamiento</b>	33%	33%	33%	33%	33%

**4.2.3. Proyección de Resultado No Operacional**

Se analizó que en la empresa existen las siguientes cuentas que componen resultado no operacional que se detallan a continuación:

- Intereses y cargos financieros
- Intereses ganados
- Participación en utilidad de asociadas

Debido a la naturaleza de estas cuentas y que son de flujos recurrentes el cual la empresa percibe a largo plazo, se proyectara utilizando el monto proyectado al 31 de diciembre de 2017. La proyección de estas cuentas queda de la siguiente forma:

**Proyección 2017-2021:**

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Intereses y cargos financieros</b>	\$ 6,837	\$ 6,837	\$ 6,837	\$ 6,837	\$ 6,837
<b>Intereses ganados</b>	\$ 1,679	\$ 1,679	\$ 1,679	\$ 1,679	\$ 1,679
<b>Participación en utilidad de asociados</b>	\$ 413	\$ 413	\$ 413	\$ 413	\$ 413

El cálculo de la utilidad antes de impuesto queda de la siguiente forma:

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Utilidad antes de impuesto</b>	\$ 44,447	\$ 33,560	\$ 33,841	\$ 33,767	\$ 33,305

Para el cálculo de impuesto sobre la renta se tomó el promedio de la tasa efectiva de impuesto sobre la renta. El mismo sería de un 19% sobre el cálculo de la utilidad antes de impuesto. Teniendo como resultado lo siguiente:

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Impuesto sobre la renta</b>	\$ 8,863	\$ 6,259	\$ 6,301	\$ 6,287	\$ 6,201

Con base a los análisis previamente realizados y las conclusiones obtenidas, a continuación, se muestra el estado de resultado proyectado anualmente.

**Grupo Melo, S.A. y Subsidiarias**  
**Estado de Resultados Proyectados**  
**(Cifras expresadas en miles de balboas B/.)**

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Ingreso</b>					
Ventas netas	479,521	504,093	531,117	559,105	588,585
Otros ingresos	3,151	3,312	3,490	3,673	3,867
	482,672	507,405	534,607	562,779	592,452
Cambios en el inventario de mercancía, productos terminados y en proceso	-9,530	3,309	3,487	3,671	3,864
Mercancía comprada para la venta	-175,615	-206,806	-217,893	-229,375	-241,469
Materia prima y materiales usados	-58,288	-71,668	-75,510	-79,489	-83,680
Terrenos utilizados en la venta	-3,528	-2,720	-2,866	-3,017	-3,176
Beneficios a empleados	-86,998	-88,297	-93,031	-97,933	-103,097
Depreciación y amortización propiedades, equipo y mejoras	-15,917	-16,317	-17,192	-18,098	-19,052
Depreciación de equipo para arrendamiento	-1,209	-1,044	-1,100	-1,158	-1,219
Publicidad, propaganda y anuncios	-3,816	-4,964	-5,230	-5,505	-5,796
Otros gastos	-75,428	-78,399	-82,602	-86,954	-91,539
	-430,330	-466,905	-491,936	-517,859	-545,164
Intereses y cargos financieros	-6,837	-6,837	-6,837	-6,837	-6,837
Intereses ganados	1,679	1,679	1,679	1,679	1,679
Participación en utilidad de asociadas	413	413	413	413	413
Utilidad antes del impuesto sobre la renta	47,598	35,756	37,927	40,176	42,544
Impuesto sobre la renta	-8,863	-6,658	-7,062	-7,481	-7,922
Utilidad neta	38,735	29,098	30,865	32,695	34,622

## 5. Valoración de la Empresa por Flujo de Caja Descontado

Como primer paso para proyectar el Flujo de Caja Libre anual para los años 2017 - 2021, usamos el Estado de Resultados del Grupo proyectado. Ajustamos estos EERR a los valores que no influyen en la caja. Una vez ajustamos a estos valores, obtenemos el Flujo de Caja Bruto. Una vez tenemos el flujo de caja bruto calculamos la inversión en reposición, nueva inversión, y aumentos (disminuciones) del capital de trabajo. Después de ajustar estos valores obtendremos el flujo de caja libre.

A continuación, se presenta un listado con los ajustes necesarios para realizar la construcción del flujo de caja libre de empresa Grupo Melo con la finalidad de poder estimar el valor económico y el precio de la acción.

### 5.1. Depreciación del Ejercicio y Amortización

Para la depreciación se consideró un promedio histórico de los ingresos. Usamos el promedio histórico de los últimos 2 años, ya que el promedio aumento durante este periodo. Para la depreciación y amortización propiedades, equipos y mejoras un promedio de 3.2%, mientras que la depreciación de equipo para arrendamiento un promedio de 0.2%, quedando como resultado lo siguiente:

Depreciación (cifras en Miles)	2017	2018	2019	2020	2021
Depreciación y amortización propiedades, equipo y mejoras	\$ (15,917)	\$ (16,317)	\$ (17,192)	\$ (18,098)	\$ (19,052)
Depreciación de equipo para arrendamiento	\$ (1,209)	\$ (1,004)	\$ (822)	\$ (1,158)	\$ (1,219)

### 5.2. Inversión de Reposición

La inversión en reposición es aquella destinada a reponer los activos fijos actuales de la empresa. Utilizamos los registros históricos de la empresa Grupo Melo para realizar la estimación de esta inversión. Se realizó la estimación de inversión de reposición como porcentaje de la depreciación de la empresa.

Se estima como un 100% de reposición para reponer la depreciación anual. De igual manera, para efecto del cálculo de la perpetuidad, replicamos el valor visto en el año 2021 para el valor del 2022.

#### Inversión en Reposición (cifras en miles)

% de Inversión de Reposición 100%

	2017	2018	2019	2020	2021
Depreciación	\$ (17,126)	\$ (17,361)	\$ (18,292)	\$ (19,256)	\$ (20,271)
<b>Inversión en Reposición</b>	<b>\$ (17,126)</b>	<b>\$ (17,361)</b>	<b>\$ (18,292)</b>	<b>\$ (19,256)</b>	<b>\$ (20,271)</b>

### 5.3. Nuevas Inversiones (Activo Fijo)

Debido a que para la empresa Grupo Melo se desconoce el CAPEX, se proyectara una inversión en Activo Fijo en forma separada de la inversión de reposición.

Se estimó el valor de los activos fijos como porcentaje de las ventas en forma histórica y de esta forma proyectando el activo fijo necesario para la empresa basada en la proyección de ventas.

Proyección de Inversión en Activo Fijo	2016	2015	2014	2013	
Propiedades, equipos y mejoras	\$ 126,766	\$ 123,253	\$ 109,449	\$ 95,398	
Equipo para arrendamiento	\$ 2,765	\$ 2,123	\$ 1,489	\$ 1,512	
Total Activo Fijo	\$ 129,531	\$ 125,376	\$ 110,938	\$ 96,910	
Ingresos	\$ 453,439	\$ 442,264	\$ 424,836	\$ 399,829	<b>Promedio</b>
Activo Fijo (% Ventas)	29%	28%	26%	24%	27%

Con el promedio observado durante los años históricos procedemos a calcular el activo fijo proyectado, haciendo relación a los ingresos proyectados en los años 2017 al 2020. Y por último vemos la diferencia de activo fijo, año contra año, para obtener la nueva inversión de activo fijo de los años proyectados.

#### Proyección de Nuevas Inversiones (activo fijo en miles) 2017-2020:

	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos	\$ 479,521	\$ 504,093	\$ 531,117	\$ 559,105	\$ 559,105
Activo Fijo Proyectado	\$ 128,591	\$ 135,180	\$ 142,427	\$ 149,932	\$ 149,932

<b>Inversión en Activo Fijo Proyectado</b>	\$ 6,589	\$ 7,247	\$ 7,505	\$ 7,905	\$ -
--	----------	----------	----------	----------	------

#### 5.4. Inversión en Capital de Trabajo

Para el cálculo del CTON se consideró la resta entre los activos corrientes y pasivos corrientes que no devengan intereses para los periodos comprendidos entre los años 2013 a 2016, obteniéndose los siguientes resultados:

<b>Cálculo CTON (valores en Miles)</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	
Documentos y cuentas por cobrar, neto	\$ 56,046	\$ 51,662	\$ 45,466	\$ 41,835	
Inventarios, neto	\$ 108,215	\$ 92,336	\$ 87,112	\$ 95,792	
Valores comerciales negociables	\$ 20,000	\$ 17,500	\$ 18,000	\$ 18,379	
Cuentas por pagar comerciales	\$ 43,662	\$ 39,634	\$ 33,041	\$ 34,350	
<b>Total CTON</b>	<b>\$ 100,598</b>	<b>\$ 86,864</b>	<b>\$ 81,537</b>	<b>\$ 84,897</b>	
Ingreso	\$ 453,439	\$ 442,264	\$ 424,836	\$ 399,829	<b>Promedio</b>
CTON (% de Ventas)	22%	20%	19%	21%	<b>21%</b>
CTON (días Ventas)	81	72	70	78	75

Una vez determinado el CTON se calculó el promedio simple de capital de trabajo como porcentaje sobre las ventas, obteniendo el equivalente en días requerido para cada periodo, con la finalidad de estimar el CTON necesario para cada uno de los años a proyectar. El promedio da como resultado 21%; este es nuestro RCTON que luego se utiliza para proyectar el CTON.

Para el primer año proyectado vemos un déficit entre 2017 y 2016 de \$11,405. Luego calculamos la diferencia entre CTON de los años para obtener la inversión de capital de trabajo cada año.

<b>Cifras en Miles</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Ingresos	\$ 479,521	\$ 504,093	\$ 531,117	\$ 559,105	\$ 588,585
CTON	\$ 98,604	\$ 103,657	\$ 109,214	\$ 114,969	\$ 121,031
<b>Inversión en CTON</b>	<b>\$ (5,053)</b>	<b>\$ (5,557)</b>	<b>\$ (5,755)</b>	<b>\$ (6,062)</b>	<b>\$ -</b>

## 5.5. Activos Prescindibles

Se puede catalogar como activos prescindibles a aquellos que se encuentran dentro de la cuenta "Otros activos no financieros corrientes y no corrientes". A continuación, se detalla los activos prescindibles:

Activos Prescindibles (Cifras en Miles)	Jun - 2017
Inversión en asociados	\$ 4,410
Inversión forestal	\$ 6,606
Activos no financieros	\$ 1,105
<b>Total de Activos Prescindibles</b>	<b>\$ 12,121</b>

## 5.6. Deuda Financiera

La deuda financiera al 30 de junio de 2017 es la siguiente:

*(Cifras expresadas en miles de balboas B/.)*

	30-jun-17
<b>DEUDA FINANCIERA</b>	<b>\$131,492.00</b>

## 5.7. Valor Terminal

El valor terminal se calculó considerando el supuesto de perpetuidad sin tasa crecimiento utilizando la siguiente formula:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{\text{FCL año 2022}}{K_o}$$

$$\text{Valor Terminal} = \frac{\$35,663}{10.19\%}$$

$$\text{Valor Terminal} = \$349,980$$

En base a los supuestos anteriores, el flujo de caja proyectado es el siguiente:

### Estado de Resultados Proyectados (Cifras expresadas en miles de balboas B/.)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Flujo de Caja</b>						
Depreciación de Activo Fijo	17,126	17,361	18,292	19,256	20,271	20,271
Otros ingresos, por función (después de Impuestos)	(3,737)	(3,929)	(4,139)	(4,357)	(4,587)	(4,587)
Ingresos financieros (después de Impuestos)	(1,992)	(1,992)	(1,992)	(1,992)	(1,992)	(1,992)
Costos financieros (después de Impuestos)	8,110	8,110	8,110	8,110	8,110	8,110
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos)	(490)	(490)	(490)	(490)	(490)	(490)
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>57,752</b>	<b>48,158</b>	<b>50,645</b>	<b>53,221</b>	<b>55,934</b>	<b>55,934</b>
Inversión en Reposición	(17,126)	(17,361)	(18,292)	(19,256)	(20,271)	(20,271)

## 5.8. Valorización Económica de la Empresa y de su Precio de Acción

A partir del flujo de caja proyectado y, calculando el valor presente de los resultados con ajustes de los años 2017-2021, más el valor terminal de la perpetuidad se obtiene el valor económico de la empresa Grupo Melo al 30 de junio de 2017.

Adicionalmente se suma el exceso de CTON dando como resultado el valor total de la empresa por \$ 293,919.

Finalmente, se resta el valor de la deuda financiera a la fecha de la valoración \$ 131,492 y se obtiene el valor económico del patrimonio \$ 162,427. A continuación, se muestra un resumen con los resultados obtenidos.

### Valoración económica al 30 de junio de 2017:

<b>Valor de los Activos Operacionales (al 31/6/2017)</b>	<b>\$</b>	<b>293,203</b>
<b>Activos Prescindibles (al 31/12/2016)</b>	<b>\$</b>	<b>12,121</b>
<b>Exceso (déficit) en Capital de Trabajo Neto (al 31/6/2017)</b>	<b>\$</b>	<b>(11,405)</b>
<b>Valor Total de la empresa (al 31/6/2017)</b>	<b>\$</b>	<b>293,919</b>
<b>Deuda Financiera (al 31/12/2016)</b>	<b>\$</b>	<b>(131,492)</b>
<b>Patrimonio Económico (al 31/6/2017)</b>	<b>\$</b>	<b>162,427</b>

A partir del valor del patrimonio económico y el número de acciones suscritas y pagadas se obtiene el precio de la acción, el cual resulta ser de \$ 69.

<b>Patrimonio Económico (al 30/06/2017)</b>	<b>\$</b>	<b>162,427</b>
<b>Número de Acciones (al 30/06/2017)</b>		<b>2,368,421</b>
<b>Precio de la Acción</b>	<b>\$</b>	<b>69</b>

Este resultado con el método de flujo descontado indica que la acción de Grupo Melo está sobrevaluada, ya que el precio de la acción a junio 2017 es de \$92.

### **Bibliografía**

- [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- <https://grupomelo.com.pa/>
- <https://grupomelo.com.pa/#estados-financieros>
- <https://www.panabolsa.com/es/>
- <http://www.supervalores.gob.pa/>
- <https://www.tysonfoods.com/>
- <http://ir.tyson.com/investor-relations/default.aspx>
- <http://ir.tyson.com/investor-relations/financial-reports/resource-center/default.aspx>
- <http://toledano.com/estados-financieros/>

## Anexo

A continuación, se detallan los bonos de la empresa al 30 de junio de 2017:

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	A
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0550000823A
<b>Fecha de Emisión</b>	31-Aug-13
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 1,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	31-Aug-23
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (k<sub>d</sub>)</b>	5.50%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	40
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista debe

	hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k<sub>b</sub>)</b>	La tasa de colocación es de 5.5%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 1,000,000. El mismo se transó a la par. El valor más reciente transado es \$ 1,000,000 (fecha 1/8/2017)

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	B
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0600000825B
<b>Fecha de Emisión</b>	31-Aug-13
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 15,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	31-Aug-25
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (k<sub>d</sub>)</b>	6.00%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	48
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k<sub>b</sub>)</b>	La tasa de colocación es de 6%
<b>Precio de venta el día de la</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%

<b>emisión.</b>	
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 15,000,000. El mismo se transó a la par. El valor más reciente transado es \$ 15,000,000 (fecha 14/12/2016)

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	C
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0675000828C
<b>Fecha de Emisión</b>	31-Aug-13
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 4,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	31-Aug-28
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	6.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	60
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 6.75%
<b>Precio de venta el día de la</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%

<b>emisión.</b>	
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 4,000,000. El mismo se transó a la par. El valor más reciente transado es \$ 4,080,000 (fecha 25/9/2017)

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	O
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0550000823A
<b>Fecha de Emisión</b>	31-Aug-16
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 1,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	31-Aug-23
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	5.50%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	28
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 5.5%
<b>Precio de venta el día de la</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%

<b>emisión.</b>	
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 1,000,000. El mismo se transó a la par. El valor más reciente transado es \$ 1,000,000 (fecha 1/8/2017)

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	P
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0625000827P
<b>Fecha de Emisión</b>	2-Aug-16
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 10,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	2-Aug-27
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	6.25%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	44
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 6.25%
<b>Precio de venta el día de la</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%

<b>emisión.</b>	
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 10,000,000. El mismo se transó a la par. El valor más reciente transado es \$ 10,000,000 (fecha 29/11/2016)

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	L
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0550001224L
<b>Fecha de Emisión</b>	15-Dec-14
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 7,500,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	15-Dec-24
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	5.50%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	40
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 5.5%

<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 7,500,000. El mismo se transó a la par. El valor más reciente transado es \$ 7,500,000 (fecha 13/7/2017)

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	M
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0600001226M
<b>Fecha de Emisión</b>	15-Dec-14
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 7,500,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	15-Dec-26
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	6.00%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	48
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado</b>	La tasa de colocación es de 6%

<b>el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 7,500,000. El mismo se transó a la par. El valor más reciente transado es \$ 7,500,000 (fecha 23/12/2016)

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	N
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0675001229N
<b>Fecha de Emisión</b>	15-Dic-14
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 15,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	15-Dec-29
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	6.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	74
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.

<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 6.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 15,000,000. El mismo se transó a la par. El valor más reciente transado es \$ 15,000,000 (fecha 19/4/2017)

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	D
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0575000526D
<b>Fecha de Emisión</b>	31-May-17
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 3,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	31-May-26
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	5.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	36
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista

	deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 5.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 3,000,000. El mismo se transó a la par. El valor más reciente transado es \$ 3,000,000 (fecha 29/5/2017)

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	E
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0650000528E
<b>Fecha de Emisión</b>	31-May-17
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 7,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	31-May-28
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	6.50%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	44
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago

	estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 6.5%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 7,000,000. El mismo se transó a la par. El valor más reciente transado es \$ 7,070,000 (fecha 10/10/2017)

La empresa mantiene al 30 de junio de 2017 colocado en el mercado Valores Comerciales Negociables (V.C.N.) un total de B/. 20,500,000. A continuación detallamos las emisiones de estos valores al 30 Junio de 2017:

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	Y
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0275000618Y
<b>Fecha de Emisión</b>	29-Jun-17
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 2,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	29-Jun-18
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_a</math>)</b>	2.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que

	proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 2,000,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión.

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	X
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0275000618X
<b>Fecha de Emisión</b>	1-Jun-17
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 2,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	1-Jun-18
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	2.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.

<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 2,000,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión.

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	W
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0275000418W
<b>Fecha de Emisión</b>	21-Apr-17
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 2,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	21-Apr-18
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	2.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista

	deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 2,000,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión.

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	U
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0275000318U
<b>Fecha de Emisión</b>	21-Mar-17
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 1,500,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	21-Mar-18
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	2.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago

	estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 1,500,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión.

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	T
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0275000218T
<b>Fecha de Emisión</b>	22-Feb-17
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 1,500,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	22-Feb-18
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	2.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión

	actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 1,500,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión.

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	S
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0275000118S
<b>Fecha de Emisión</b>	15-Jan-17
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 1,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	15-Jan-18
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_a</math>)</b>	2.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que

	proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 1,000,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión.

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	R
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0250001217R
<b>Fecha de Emisión</b>	2-Dec-16
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 1,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	2-Dec-17
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_a</math>)</b>	2.50%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.

<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.5%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 1,000,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión.

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	Q
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0275001117Q
<b>Fecha de Emisión</b>	16-Nov-16
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 1,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	16-Nov-17
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_a</math>)</b>	2.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de

	efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 1,000,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión.

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	P
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0275001017P
<b>Fecha de Emisión</b>	26-Oct-16
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 2,500,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	26-Oct-17
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	2.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores,

	cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 2,500,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión.

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	V
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0250001017V
<b>Fecha de Emisión</b>	7-Apr-17
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 500,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	4-Oct-17
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	2.50%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de

	necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.5%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 500,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión. Este VCN ya venció.

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	M
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0275001117M
<b>Fecha de Emisión</b>	15-Jul-16
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 2,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	15-Jul-17
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	2.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades

	evaluadas por el emisor tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 2,000,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión. Este VCN ya venció.

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	N
<b>Nemotécnico</b>	EMEL0275001117N
<b>Fecha de Emisión</b>	25-Aug-16
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 2,500,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	25-Aug-17
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	2.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación y administración financiera de acuerdo a las necesidades

	evaluadas por el emisor tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 2,500,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión. Este VCN ya venció.

	<b>Observaciones</b>
<b>Bono</b>	O
<b>Nemotécnico</b>	EMEL02750011170
<b>Fecha de Emisión</b>	21-Sep-16
<b>Valor Nominal (VN o D)</b>	\$ 1,000,000.00
<b>Moneda</b>	Dólar Americano (\$)
<b>Tipo de Colocación</b>	Nacional
<b>Fecha de Vencimiento</b>	21-Sep-17
<b>Tipo de Bono</b>	Francés
<b>Tasa Cupón (<math>k_d</math>)</b>	2.75%
<b>Periodicidad</b>	Trimestral
<b>Número de pagos (N)</b>	4
<b>Periodo de Gracia</b>	0
<b>Motivo de la Emisión</b>	La emisión de deuda se da para mantener una planificación

	y administración financiera de acuerdo a las necesidades evaluadas por la empresa tales como el financiamiento de necesidades de capital de trabajo, pago de proveedores, cuentas por cobrar, inventarios y necesidades de flujo de efectivo.
<b>Clasificación de Riesgo</b>	Esta emisión no cuenta con una calificación de riesgo que proporcione a la comunidad inversionista una opinión actualizada relativa al riesgo y a la capacidad de pago estimada de la emisión por lo tanto, cada inversionista deberá hacerse su propia opinión sobre el tema.
<b>Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (<math>k_b</math>)</b>	La tasa de colocación es de 2.75%
<b>Precio de venta el día de la emisión.</b>	El precio de venta el día de la emisión fue en un 100%
<b>Valor de Mercado</b>	El valor de mercado del bono el día de la emisión fue de \$ 1,000,000. El mismo se transó a la par. El Valor más reciente transado es el día de su emisión. Este VCN ya venció.