



**UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE POSTGRADO**

VALORACIÓN DE GRUPO MELO, S.A.

**ACTIVIDAD FORMATIVA EQUIVALENTE A TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS**

NOMBRE DE ESTUDIANTE: ALEXIS O. MUÑOZ P.

DOCENTE GUÍA: FRANSISCO MARCET

Panamá, Panamá

2022

ÍNDICE GENERAL

RESUMEN EJECUTIVO	6
1. METODOLOGÍA.....	7
1.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	7
1.1.1 MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS	7
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	10
2.1 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.....	10
2.1.1 ANTECEDENTES DEL NEGOCIO E HISTORIA	11
2.1.2. PRINCIPALES ACCIONISTAS	14
2.1.3. FILIALES.....	15
2.2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA	16
2.2.1. ESTADO ACTUAL.....	17
2.2.2. REGULACIÓN Y FISCALIZACIÓN	18
2.2.3. EMPRESAS COMPARABLES	18
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	19
3.1 DEUDA FINANCIERA	19
3.2 PATRIMONIO ECONÓMICO.....	20
3.2 VALOR ECONÓMICO	21
3.3 ESTRUCTURA DE CAPITAL HISTÓRICA Y OBJETIVO	22
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL.....	23
4.1 COSTO DE LA DEUDA	23
4.2 BETA DE LA DEUDA	23
4.3 ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL.....	23
4.4 BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA	24
4.5 BETA PATRIMONIAL CON DEUDA.....	24
4.6 COSTO PATRIMONIAL.....	24
4.7 COSTO DE CAPITAL	24
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO	25
5.1 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA EMPRESA.....	25
5.2 ANÁLISIS DE LOS COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES	27
5.3 ANÁLISIS DE RESULTADO NO OPERACIONAL.....	29
5.4 ANÁLISIS DE MÁRGENES.....	31
5.5 ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS	33
5.5.1 ACTIVOS OPERACIONALES Y NO OPERACIONALES	33
5.5.2 CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO	34
5.5.3 INVERSIONES	36
5.6 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA	36

6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	43
6.1 INGRESOS OPERACIONALES PROYECTADOS	43
6.2 COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES PROYECTADOS.....	45
6.3. RESULTADO NO OPERACIONAL PROYECTADO	46
6.4. IMPUESTO CORPORATIVO PROYECTADO	47
6.5. ESTADOS DE RESULTADOS PROYECTADO	47
6.6. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO PORCENTUAL	49
7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	50
7.1 INVERSIÓN EN REPOSICIÓN	50
7.2 NUEVAS INVERSIONES DE CAPITAL.....	51
7.3 INVERSIÓN O LIBERACIÓN CTON	52
7.4 VALOR TERMINAL.....	53
7.5 FLUJOS DE CAJA LIBRE PROYECTADOS.....	53
8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	55
8.1 VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	55
8.2 DÉFICIT O EXCESO DE CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO	56
8.3 ACTIVOS PRESCINDIBLES Y OTROS ACTIVOS	57
8.4 VALORIZACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA.....	58
8.5 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD	60
CONCLUSIONES	61
BIBLIOGRAFÍA	62

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1. ANTECEDENTES DE GRUPO MELO, S.A.	13
TABLA 2. INGRESOS Y EBITDA DE GRUPO MELO S.A.	14
TABLA 3. ACCIONISTAS PRINCIPALES	15
TABLA 4. ASOCIADAS.....	15
TABLA 5. EMPRESAS COMPARABLES.....	18
TABLA 6. DEUDA FINANCIERA DE GRUPO MELO,S.A.....	19
TABLA 7. BONOS POR PAGAR.....	20
TABLA 8. PATRIMONIO ECONÓMICO DE GRUPO MELO,S.A.....	21
TABLA 9. VALOR ECONÓMICO DE GRUPO MELO,S.A.....	21
TABLA 10. ESTRUCTURA ECONÓMICA DE GRUPO MELO,S.A.....	22
TABLA 11. INGRESOS POR SEGMENTOS HASTA 2021	25
TABLA 12. PESO RELATIVO POR CADA SEGMENTO SOBRE EL TOTAL DE INGRESOS ..	26
TABLA 13. VARIACIÓN PORCENTUAL.....	27
TABLA 14. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES.....	28
TABLA 15. COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES CON RELACIÓN A LOS INGRESOS....	29
TABLA 16. EVOLUCIÓN HISTÓRICA RESULTADOS NO OPERACIONALES	30
TABLA 17. RESULTADOS NO OPERACIONALES CON RELACIÓN A LOS INGRESOS	30
TABLA 18. ESTADO DE RESULTADOS EN PORCENTAJES	31
TABLA 19. ESTADO DE RESULTADOS	32
TABLA 20. COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS AL 30 DE JUNIO 2020	33
TABLA 21. CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO HISTÓRICO DE GRUPO MELO	35
TABLA 22. INVERSIONES HISTÓRICAS DE GRUPO MELO	36
TABLA 23. INGRESOS PROYECTADOS 2021-2025.....	43
TABLA 24. COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES PROYECTADOS	45
TABLA 25. RESULTADOS NO OPERACIONALES PROYECTADOS.....	46
TABLA 26. IMPUESTOS SOBRE LA RENTA PROYECTADO	47
TABLA 27. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADOS	48
TABLA 28. ESTADO DE RESULTADOS EN PORCENTAJES	49

TABLA 29. INVERSIONES EN REPOSICIÓN PROYECTADA	50
TABLA 30. RELACIÓN PPE SOBRE INGRESOS	51
TABLA 31. PROYECCIÓN DE PPE	51
TABLA 32. INVERSIÓN O LIBERACIÓN DE CTON PROYECTADA.....	52
TABLA 33. FLUJOS DE CAJA LIBRE PROYECTADOS.....	53
TABLA 34. VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE PROYECTADOS	55
TABLA 35. EXCESO O DÉFICIT DE CAPITAL DE TRABAJO NETO.....	57
TABLA 36. ACTIVOS PRESCINDIBLES.....	57
TABLA 37. VALORACIÓN ECONÓMICA.....	58

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1. UNIDADES DE VIVIENDAS VENDIDAS 2013-2019	37
FIGURA 2. PRODUCCIÓN POLLO Y HUEVOS 2010-2020	38
FIGURA 3. CRECIMIENTO DE INGRESOS	39
FIGURA 4. INSCRIPCIÓN DE AUTOS NUEVOS PANAMÁ	40
FIGURA 5. PRODUCCIÓN DE AGRICULTURA Y CONSTRUCCIÓN.....	41
FIGURA 6. EVOLUCIÓN DE PRECIO	59
FIGURA 7. SENSIBILIDAD DEL PRECIO DE ACCIÓN CON RELACIÓN A PREMIO POR RIESGO.....	60

Resumen ejecutivo

Dentro del siguiente informe se encontrar la valoración de la empresa Grupo Melo, S.A. con corte al 30 de junio 2021 y todas las consideraciones utilizadas para determinar el precio de la acción a dicha fecha. Para calcular la valoración de la empresa fue utilizado el método de flujo de caja proyectados, siendo el método preferido a nivel mundial para realizar las valoraciones de las empresas. Las estimaciones realizadas acapararon los periodos comprendidos desde el segundo semestre 2021 hasta el año 2025 y se consideró como referencia el 2026 para estimar el valor terminal.

Grupo Melo es una empresa que mantiene operaciones por mucho tiempo en el mercado panameña participando en distintas industrias y siendo líder específicamente en las industrias avícola y agricultura. La empresa transa sus acciones en la Bolsa de valores de Panamá y transa bonos emitidos a través de su subsidiaria Empresas Melo.

Luego de realizar diferente análisis con la información conseguida y preparada sobre los comportamientos históricos de los estados de resultados, estructura de capital, inversión en capital de trabajo e inversión en capex, agregándole los supuestos de los movimientos futuros esperados acerca de las industrias en la cual participa la empresa, se calculó el valor de Grupo Melo, S.A y el precio por acción al 30 de junio 2021, consiguiendo obtener una estimación muy razonable a comparación del precio de la acción real transada en la bolsa de valores a la misma fecha, la variación entre precio real y precio estimado equivale a 11%.

Sección 1. Metodología

1. METODOLOGÍA

1.1 Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiples o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto et al., 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

1.1.1 Método de flujos de caja descontados

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, 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 (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda

estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieira y Espinosa, 2019).

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, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). 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 “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). 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 (en su parte operativa), 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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) 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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

Sección 2. Descripción de la empresa e industria

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1 Descripción de la empresa

Grupo Melo, S.A. fue fundado en agosto de 1977. Es un conglomerado de empresas que desarrollan actividades agroindustriales y comerciales a nivel nacional, desde Darién hasta Changuinola. Además, tiene una operación comercial en Costa Rica. Estos negocios son operados a través de una estructura interna, definida en dos grupos operativos y 8 divisiones.

El Grupo Comercial cuenta con 240 puntos de venta que forman parte del Grupo Alimentos y Grupo Comercial. Este último constituido por las divisiones de almacenes, maquinarias, restaurantes y bienes y raíces.

Grupo Alimentos: maneja la cadena integrada de operaciones avícolas, confirmada por las divisiones piensos, procesamiento/mercadeo y valor agregado.

El grupo alimentos cuenta con fincas de cría y engorde con capacidad para más de tres millones de pollos, dos plantas de incubación y huevos fértiles, dos plantas clasificadoras de huevos de mesa, un centro de investigación avícola tropical, plantas de procesamiento de aves, y dos plantas de valor agregado.

División almacenes: Está conformada por la cadena de almacenes agropecuarios más grande del país, la cadena de servicios y mascota y jardinería más grande del país, y la cadena de almacenes de materiales de construcción. Tiene a disposición 123 puntos de venta en todo el país de almacenes y 7 puntos de venta al por mayor. Igualmente 12 puntos de venta en Costa Rica donde opera los almacenes Pets Market.

División maquinarias: Representantes de las marcas John Deere Línea agrícola y construcción, de la marca Isuzu y MG, líder de ventas de camiones livianos al igual que la venta de llantas industriales y distribuye equipos industriales de marcas como Hyster, Sullair, Tennant, IGSA, ASCO y Yammar entre otras.

Opera 14 centros de ventas en donde también se brindan servicios de reparación y mantenimiento a flotas y clientes particulares.

División restaurantes: Tiene bajo su responsabilidad las operaciones de la cadena líder Pío Pío cuenta con 77 puntos de venta en todo el país. Los restaurantes Pío Pío ofrecen amplio y variado menú a base de pollo. Reconocido por su combinación de precio calidad, es uno de los restaurantes más populares a nivel nacional.

División de bienes y raíces: Se encarga del desarrollo, promoción y venta de lotificaciones campestres en ambientes frescos de montaña cercanos al área metropolitana. Sus proyectos Los Altos de Cerro Azul y Altos del Maria lideran las opciones de lotes y residencias de descanso familiar en tierras de alturas en Panamá.

Las subsidiarias que conforman la empresa son: Empresas Melo, S.A, Altos de Vistamares, Melval,S.A, Estrategias y Restaurantes S.A., Inversiones Chicho S.A.,Comercial Avícola, S.A., Inmobiliaria Los libertadores, S.A., Fuerza automotriz S.A., Embutidos y conservas de pollos S.A, Bolmesa S.A.,Turin Motors, S.A., Franquicias Multinacionales S.A. (Grupo Melo, S.A., 2020).

2.1.1 Antecedentes del negocio e historia

Grupo Melo inicio operaciones en 1948, hace más de 60 años abrió su primer almacén agropecuario Melo en la Ciudad Panamá.

Grupo Melo es una empresa pública registrada en la Superintendencia de Mercado de Valores, cuyas acciones están listadas y se negocian a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.

Al 31 de diciembre del 2020 Grupo Melo, S.A. es propietaria 100% de las acciones emitidas y en circulación de las sociedades operativas que conforman la corporación denominada Grupo Melo.

A pesar de los desafíos de las condiciones del mercado local, el último año Grupo Melo reportaron resultados positivos. El 2020 se reportaron un total de \$365 millones de ingresos y costos de ventas de \$198.6 millones. El margen bruto resultó en 45.6% vs 46.4% del periodo anterior (2019), el margen se mantuvo muy similar dado a que en el 2020 se realizaron reducciones de gastos operativos, disminuyendo \$29.9 millones o 18% con respecto al periodo anterior.

La utilidad neta se fijó en \$10.3 millones. El EBITDA en 2020 alcanzó \$37.4 millones, representando un margen de 10.2% y el 2019 el EBITDA fue de \$40.9 millones con un margen de 9.5%

La división avícola-alimentos fueron satisfactorios. En el 2020 se incrementaron las ventas de libras de pollos para consumo de los hogares en un 14%, mientras que hubo reducción de 33% en restaurantes y franquicias y de 48% en hoteles. En cuanto a los productos de valor agregado, se capitalizó la evolución de las tendencias para consumir productos que representan los conceptos de salud, bienestar y facilidad en la preparación generando incremento en ventas.

División almacenes obtuvo crecimiento del 14% en ventas, llegando a su máximo histórico. La cadena de almacenes agropecuarios continua su liderazgo al ofrecer paquetes de tecnología que mejoran los ciclos de producción desde siembra hasta cosecha. La diversificación de materiales de COMASA pudo mantener la oferta al público. Por parte de los almacenes de Jardinería y Mascotas mejoraron por la migración del comercio electrónico.

El segmento automotriz superó expectativas para final de año luego de un periodo prolongado de cierre. En el sector de maquinaria se mantiene el liderazgo en tractores.

La cadena de restaurantes Pío Pío continuo con limitaciones por las restricciones. Hubo incremento en las ventas a domicilio a través de las diversas plataformas.

La actividad de bienes y raíces tuvo comportamiento positivo para el cierre de año con un repunte en la cantidad de separaciones y lotes vendidos. Se observa un renovado interés por parte de los consumidores por propiedades conectados con la naturaleza (Grupo Melo, S.A., 2020).

En la tabla 1 se presenta un resumen de los antecedentes de la empresa Grupo Melo, S.A.

Tabla 1. Antecedentes de Grupo Melo, S.A.

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	MELO
Clase de acción	Acciones comunes
Derechos de cada clase	Con valor nominal y derecho a voto
Mercado donde transa sus acciones	Mercado panameño
Descripción de la empresa (<i>perfil</i>)	Conglomerado de negocios agroindustriales y comerciales. 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.
Rubros y países donde opera	Grupo Melo, S.A. opera en los segmentos de: Bienes y Raíces, Restaurantes, Maquinaria, Almacenes y Avícola. País de operación: Panamá.

Fuente: Página oficial de Bolsa de Valores de Panamá

Como se puede observar en la tabla 1, los tipos de acciones de Grupo Melo son comunes y las operaciones son dentro del país de Panamá donde tiene participación en distintas industrias, siendo las principales el sector Avícola y almacenes.

Las acciones son transadas en la bolsa de valores de Panamá.

En la tabla 2 se presentan los Ingresos y EBITDA de Grupo Melo S.A. dividido por segmentos correspondiente al periodo 2020.

Tabla 2. Ingresos y EBITDA de Grupo Melo S.A.

Países y rubros donde opera	Ingresos	%	EBITDA	%
Para el año 2020	(en miles)		(en miles)	
Panamá				
Avícola	152,831	42%	15,497	41%
Almacenes	146,253	40%	15,906	43%
Maquinarias	41,138	11%	2,861	8%
Restaurantes	19,763	5%	(1,546)	-4%
Bienes y raíces	4,483	1%	184	0%
Otros	542	0%	4,501	12%
Total	365,010	100%	37,403	100%

Fuente: Estados Financieros 2020 de Grupo Melo, S.A.

Como se puede observar en la tabla 2, al cierre del periodo 2020 los segmentos con mayor importancia de acuerdo con los Ingresos y el EBITDA de Grupo Melo son los segmentos Avícola y Almacenes, entre ambos representan el 82% sobre el total de los ingresos y 84% sobre el total EBITDA. Los ingresos generados por el Grupo en el 2020 fueron de 365 millones y las ganancias antes de impuestos, intereses y depreciación fueron de 37 millones, esto quiere decir que cerró con una rentabilidad EBITDA del 10%.

2.1.2. Principales accionistas

El accionista mayoritario de Grupo Melo, S.A. es la sociedad Tenmel, S.A con un total de 1,521,091 acciones y cuyo accionista principal es la Fundación Libertaria en donde los beneficiarios son la familia Melo, Arturo D. Melo K, Laury Melo de Alfaro, Marylin Melo de Simons y Margarita Endara de Melo. (Grupo Melo, S.A., 2020).

En la tabla 3 se muestra la composición de los accionistas principales.

Tabla 3. Accionistas principales

Grupo de acciones	Número de acciones	% del número de acciones	Número de accionistas	% del número de accionistas
1 – 10,000	424,466	17.92%	281	95.25%
10,001-100,000	422,864	17.85%	13	4.41%
Más de 100,000	1,521,091	64.22%	1	0.34%
Totales	2,368,421	100%	295	100%

Fuente: Informe de actualización anual 2020 de Grupo Melo, S.A.

Como se puede observar en la tabla 3, la familia Melo son los dueños del 64% de la empresa los cuales mantienen la inversión a través de la Fundación Libertaria, son propietarios de 1,521,091 sobre las 2,368,421 acciones emitidas que hay la fecha.

2.1.3. Filiales

El Grupo Melo, S.A. mantiene inversión en acciones de compañías que forman parte del consolidado, ya que no el Grupo no es propietaria mayoritaria. Estas inversiones son valorizadas de acuerdo con el método de participación según lo establecido en las normas internacionales de información financiera.

En la tabla 4 se detalla el nombre de las asociadas y % de participación del Grupo Melo, S.A.

Tabla 4. Asociadas

Asociadas	% de participación	2020	2019
Procesadora Moderna S. A	50%	315,885	315,885
Recuperación de Proteínas, S.A.	50%	2,109,022	1,939,149
Atlantic Grain Terminal, S.A.	25%	2,764,317	2,885,756
Bolsa Nacional de Productos, S.A.	6%	44,558	44,558
Total		5,233,782	5,185,348

Fuente: Estados Financieros 2020 de Grupo Melo, S.A.

Como se puede observar en la tabla 4, el Grupo mantiene inversión en cuatro compañías de la cual no es propietaria mayoritaria y como tal no forman parte del Grupo por lo tanto no son consolidadas, al cierre del periodo 2020 estas inversiones estaban valorizadas en \$5,233,782.

2.2. Descripción de la industria

Para el segundo semestre del 2021 se mantiene expectativas positivas respecto a la dinamización de las diversas industrias en la que compete el Grupo Melo, S.A., aun manteniendo la incertidumbre que caracteriza los tiempos actuales.

Los consumidores panameños mantienen sus preferencias por los productos avícolas (huevos, pollo y productos de valor agregado) como fuentes proteínas relevante dentro de la canasta familiar. Las dinámicas del mercado comienzan a favorecer a la industria. Los precios de los bienes genéricos se estabilizan. Respecto al consumo de huevos continua su tendencia creciente. (Grupo Melo, S.A., 2020)

El sacrificio de carne de aves registro un crecimiento del 19.4% y una disminución en la producción de huevos del 7.4% al cierre del segundo trimestre 2021. (Contraloría General, 2021)

La División Almacenes, exhibe un crecimiento significativamente positivo respecto al año anterior. El mercado de piensos ha tenido una demanda estable y se espera que este comportamiento se consolide en el segundo semestre del año. Las ventas de soluciones de paquetes agrícolas (protección y nutrición vegetal) crecieron en términos de cultivo de arroz y durante el segundo semestre se espera iniciar con la venta de insumos para la siembra de maíz. (Grupo Melo, S.A., 2020)

El cultivo de arroz y maíz aumentaron en 5.2% y 7.7% respectivamente al segundo trimestre del 2021. (Contraloría General, 2021)

Ha habido un comportamiento creciente en los servicios de veterinarios (clínicas y peluquerías caninas) y también hay una demanda incremental de productos de jardinería. (Grupo Melo, S.A., 2020)

Los almacenes de construcción se mantienen operativos y generando rentabilidad. (Grupo Melo, S.A., 2020)

La actividad de construcción creció en el segundo trimestre un 489.5% debido a la reactivación de las obras de ingeniería civil, mostrando una recuperación que fue impactada por la crisis sanitaria. (Contraloría General, 2021)

La industria automotriz ha recuperado paulatinamente su crecimiento, actualmente las rutas de comercio provenientes de Asia se encuentran ralentizadas y se evidencia una leve contracción en la capacidad de oferta de la industria. En el 2021 se perfila como un año de recuperación moderada en ventas de automóviles. (Grupo Melo, S.A., 2020)

De acuerdo con la Asociación de Restaurantes de Panamá, se reporta una continua reducción de locales abiertos a disposición del público como consecuencia de las duras condiciones de cierres que se dieron durante los picos más significativos de la pandemia.

Los ingresos de los restaurantes crecieron en 99.9% en comparación al segundo trimestre del 2020 dado a que esta actividad estuvo parcial o totalmente cerrada. (Grupo Melo, S.A., 2020)

La actividad inmobiliaria registro un crecimiento de 15.3% mostrando un comportamiento positivo. (Contraloría General, 2021).

2.2.1. Estado actual

Al 30 de junio 2021 las ventas se fijaron en \$207.13 millones lo que representa un 24.26% mayor al periodo 2020. Las líneas de negocio más exitosas han sido los almacenes agropecuarios a través de la amplia oferta de soluciones integrales para el agricultor, la cadena Pet & Garden a través de su amplia red de atención veterinaria y la venta de productos para mascotas, así como la creciente demanda de productos de jardinería. La división avícola ha mantenido su posición de liderazgo en el mercado y ha visto reforzada su participación a través de los productos de valor agregado.

Al cierre del Q2-2021 la compañía cerró con una utilidad neta de 9,447 millones, es decir un 46% de rentabilidad.

El EBITDA a junio 2021 alcanzó \$24.58 millones y aumentó 89% respecto a lo registrado en junio 2020. (Grupo Melo, S.A., 2020)

2.2.2. Regulación y fiscalización

Grupo está conformada bajo las leyes de la República de Panamá por lo tanto este objeto al pago de impuestos según el Código fiscal de Panamá y sujeta a revisión por las autoridades fiscales de Panamá.

La tarifa general de impuesto sobre la renta aplicable a la compañía es del 25%.

Adicional, dado a que la compañía transa en Bolsa de Valores tiene obligación de presentar información financiera Trimestral y Anual, y es fiscalizada por la Superintendencia de Valores (Grupo Melo, S.A., 2020).

2.2.3. Empresas comparables

Para seleccionar empresas comparables se debe considerar distintas características, tales como: Sector en que opera, presencia o ámbito geográfico, negocio, perfil de riesgo, tamaño, márgenes, expectativas de crecimiento, entre otros.

En la tabla 5 se presenta un resumen de empresas consideradas comparables al Grupo Melo.

Tabla 5. Empresas Comparables

Asociadas	Calificación	Ingresos 2020 (en miles)	Margen de EBITDAR %	Flujo de fondo libre (en miles)	Deuda total/EBITDA
Grupo Melo S. A	A+(pan)	\$368,965	10.1	\$18,276	4.6
Supermercado Xtra S.A.	A+(pan)	\$777,501	9.6	\$-9,596	5.0
Rey Holding Corp. y Subsidiarias	A (pan)	\$686,214	6.0	\$-50,396	6.9

Fuente: Informe de calificación a Grupo Melo S. A.

Como se puede observar en la tabla 5, podríamos decir que las empresas comparables definidas por *Fitchrating* fueron seleccionadas de acuerdo con la semejanza de ciertos criterios como: calificación de crédito, negocio (diversificación de ingresos), los márgenes y el peso de la deuda.

Sección 3. Financiamiento y estructura de capital

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1 Deuda financiera

Las deudas financieras de la compañía están conformadas por: préstamos con entidades bancarias, valores comerciales negociables, pasivos por arrendamiento y bonos por pagar.

En los periodos desde diciembre 2017 hasta junio 2021 los bonos por pagar han representado en promedio el 45% de los pasivos de la compañía (Grupo Melo, S.A., 2020).

En la tabla 6 se muestra la composición de la deuda financiera en los últimos 4 años y el primer semestre del 2021.

Tabla 6. Deuda financiera de Grupo Melo,S.A

Miles de dólares \$	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Corriente					
Préstamos por pagar	24,006	28,343	20,156	13,097	5,000
Valores comerciales negociables	20,500	14,715	20,370	28,240	20,360
Pasivos por arrendamiento	-	-	4,754	4,280	3,980
No corriente					
Bonos por pagar	79,992	87,992	85,992	81,649	74,157
Pasivos por arrendamiento	-	-	17,400	16,546	14,911

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros

Como se puede observar en la tabla 6, los bonos por pagar durante los últimos 4 años y el primer semestre del 2021 se han mantenido entre \$80 millones a \$86 millones de dólares y es el componente más representativo de los pasivos del Grupo Melo. Los bonos por pagar han representado a través de los años un promedio del 44% del total de los pasivos.

En la tabla 7 se muestra la composición de los bonos por pagar al 30 de junio 2021.

Tabla 7. Bonos por pagar

Vencimiento	Tasa	2021
Agosto 2025	5.00%	3,657,000
Agosto 2026	5.50%	5,000,000
Agosto 2027	5.50%	5,000,000
Marzo 2028	5.00%	12,500,000
Noviembre 2029	5.75%	15,000,000
Marzo 2030	5.25%	18,000,000
Marzo 2032	5.50%	15,000,000
Promedio / Total	5.36%	74,157,000

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros

Como se puede observar en la tabla 7, al 30 de junio 2021 Grupo Melo tiene siete bonos por pagar vigentes que en total suman \$74 millones, los cuales generan interés entre un rango de 5% a 5.75%. Para el análisis de valoración de la empresa se estará considerando el bono con mayor plazo de vencimiento, el mismo vence en marzo 2032 y genera una tasa cupón del 5.50% y a junio 2021 la tasa mercado de este bono equivale a la tasa cupón.

3.2 Patrimonio económico

El capital emitido por Grupo Melo es de 2,365,580 acciones en circulación, el precio según mercado es de \$56.00, por lo tanto, el patrimonio económico equivale a \$132,472,480 al 30 de junio 2021.

En la tabla 8 se muestra el patrimonio económico en los últimos 4 años y el primer semestre del 2021.

Tabla 8. Patrimonio económico de Grupo Melo,S.A

En miles	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Número de acciones	2,368	2,368	2,368	2,366	2,366
Precio de la acción	84.90	67.90	60.00	40.00	56.00
Total	201,079	160,816	142,105	94,637	132,472

Fuente: Elaboración propia a partir de la Bolsa de Valores de Panamá

Como se puede observar en la tabla 8, el precio de la acción a través de los últimos años ha ido disminuyendo, la peor caída del precio de la acción fue en el 2020 debido a la incertidumbre que hubo por la situación de la pandemia, en el primer semestre del 2021 se ha visto una recuperación en las operaciones por lo que hubo un incremento en el precio de la acción a comparación del periodo 2020.

3.2 Valor económico

El valor económico de una compañía es la suma del patrimonio económico más el valor de la deuda financiera, al cierre del segundo trimestre del 2021 el valor económico de Grupo Melo, S.A. según el punto 3.1 y 3.2 equivale a \$207 millones

En la tabla 9 se muestra el valor económico durante los últimos 4 años y el primer semestre del 2021.

Tabla 9. Valor económico de Grupo Melo,S.A

En miles de dólares \$	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Valor deuda financiera (B)	79,992	87,992	85,992	81,649	74,157
Patrimonio económico (P)	201,079	160,816	142,105	94,637	132,472
Total	281,071	248,808	228,097	176,286	206,629

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros y Bolsa de valores de Panamá

Como se puede observar en la tabla 9, el valor económico de la compañía se ha mantenido alrededor de los \$200 millones a excepción del 2020 debido a las irregularidades de las operaciones producto a las restricciones que surgieron de la pandemia.

3.3 Estructura de capital histórica y objetivo

Para definir la estructura de capital objetivo del Grupo Melo se ha analizado la proporción porcentual de la deuda financiera y el patrimonio económico sobre el valor económico de la compañía, tomando como referencia la información según la tabla 8 y.9.

En la tabla 10 se muestra la estructura de capital de los últimos 4 años y el primer semestre del 2021.

Tabla 10. Estructura económica de Grupo Melo,S.A

En %	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21	Promedio
B/V	28.46%	35.37%	37.70%	46.32%	35.89%	36.75%
P/V	71.54%	64.63%	62.30%	53.68%	64.11%	63.25%
B/P	39.78%	54.72%	60.51%	86.28%	55.98%	58.09%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros y Bolsa de valores de Panamá

Como se puede observar en la tabla 10, dentro de los periodos analizados que va desde diciembre 2017 hasta junio 2021, la estructura de capital se ha mantenido estándar, aunque diciembre 2017 se ve que el valor de patrimonio tuvo mayor participación (72%) sobre el valor económico, y en diciembre 2020 la participación de la deuda financiera (46%) y el patrimonio (54%) fueron más equitativa, consideramos que los efectos de ambos periodos igualan a la estructura de capital de los periodos 2018,2019 y 2021, por lo tanto, se hace razonable establecer como estructura objetiva el promedio porcentual que va desde el año 2017 al 2021.

La estructura de capital objetiva sería B/V= 36.75% y P/V=63.25%.

Sección 4. Estimación del costo del capital promedio ponderado

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

4.1 Costo de la deuda

Para estimar el costo del capital promedio ponderado vamos a utilizar la tasa de interés del bono con mayor vencimiento el cual mencionamos en el punto 3.1 deuda financiera, el mismo devenga una tasa de 5.50% y vence en marzo 2032.

4.2 Beta de la deuda

El beta de la deuda se obtuvo a través del modelo de CAPM, el cual explica el costo de deuda a partir de un instrumento libre de riesgo más un diferencial compuesto por el premio de mercado y el beta de la deuda. Para esta estimación utilizamos los bonos del tesoro de la República de Panamá a 10 años con tasa promedio de 4.23% como instrumento libre de riesgo y el premio de mercado de Panamá promedio de los últimos 5 años corresponde a 7.46% obtenido de la página de Damodarán.

Para calcular el beta de la deuda utilizamos la siguiente formula:

$$\beta_d = K_b - R_f \div PRM$$

$$\beta_d = 5.50\% - 4.23\% \div 7.46\%$$

$$\beta_d = 0.17$$

4.3 Estimación del beta patrimonial

Para calcular el beta patrimonial de la empresa se requiere obtener los rendimientos de las acciones de Grupo Melo y el rendimiento del índice de mercado de Panamá de manera periódica, sin embargo, nos encontramos con limitantes para obtener dicha información, por lo tanto, para el ejercicio de valorización de la empresa estaremos utilizando un promedio del beta patrimonial sin deuda de las distintas industria en la cual participa la empresa: Bienes y raíces, procesamiento de alimento, autos & tractores, retail y restaurantes, la información fue obtenida de la página web de Damodarán, el promedio calculado equivale a 0.86.

4.4 Beta patrimonial sin deuda

Como se mencionó en el punto anterior el β patrimonial sin deuda que se utilizará para realizar cálculos posteriores será el promedio de las distintas industrias en la cual participa la empresa.

4.5 Beta patrimonial con deuda

Obtenida la información del β sin deuda (0.86) y la estructura de capital objetivo de Grupo Melo según el punto 3.4. Utilizamos la siguiente fórmula para para calcular β con deuda:

$$\beta p_a^c = \beta p_a^s \cdot \left[1 + (1 - tc) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta d \cdot (1 - tc) \cdot \frac{B}{P}$$

$$\beta p_a^c = 0.86 \cdot \left[1 + (1 - 25\%) \cdot \frac{36.75\%}{63.25\%} \right] - 0.17 \cdot (1 - 25\%) \cdot \frac{36.75\%}{63.25\%}$$

$$\beta p_a^c = 1.16$$

4.6 Costo Patrimonial

El costo patrimonio se refiere al rendimiento exigido por los inversionistas de la empresa, para obtener el costo patrimonial del Grupo Melo estaremos utilizando la siguiente formula:

$$Kp = Rf + \beta p_a^c \cdot PRM + \text{Liquidity risk premium}$$

$$Kp = 4.23\% + 1.16 \cdot 7.46\% + 1\%$$

$$Kp = 13.89\%$$

4.7 Costo de Capital

El costo de capital corresponde a tasa de descuento o costo de las fuentes de financiamiento de una empresa, para la valorización de Grupo Melo y descontar los flujos de caja proyectados vamos a calcular el costo de capital utilizando la siguiente formula:

$$WACC = K0 = Kp \cdot \left(\frac{P}{V} \right) + Kb \cdot (1 - tc) \cdot \left(\frac{B}{V} \right)$$

$$WACC = K0 = 13.89\% \cdot 63.25\% + 5.50\% \cdot (1 - 25\%) \cdot 36.75\%$$

$$WACC = K0 = 10.30\%$$

Sección 5. Análisis del negocio

5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

5.1 Análisis de crecimiento de la empresa

El Grupo Melo se caracteriza por ser una empresa robusta, estable y con diversificación de sus ingresos, y que ha estado en el mercado panameño por más de 70 años.

A junio 2021 la empresa ha generado más de 200 millones de dólares de ingresos en los distintos segmentos en los que opera.

Los niveles de importancia de los segmentos sobre el total de los ingresos durante los últimos 4 años y primer semestre del 2021 se han mantenido constantes, siendo los segmentos de Avícola y almacenes los de mayor significación; en cambio el crecimiento anual de los ingresos por segmento ha tenido muchas fluctuaciones a través de los periodos y más en el 2020 por consecuencia de la pandemia.

En la tabla 11 se muestra la evolución de los ingresos en los últimos 4 años y el primer semestre del 2021.

Tabla 11. Ingresos por segmentos hasta 2021

Segmento	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Bienes y raíces	6,297,346	5,863,681	6,216,336	4,483,315	3,394,108
Restaurantes	52,759,431	50,215,032	50,054,021	19,763,080	11,845,332
Maquinarias	79,992,565	73,114,622	75,166,266	41,137,584	30,886,343
Almacenes	138,021,871	132,894,405	133,146,702	146,253,310	82,226,824
Avícola	160,059,352	164,588,531	165,760,596	152,831,445	78,536,297
Otros	2,932,038	3,508,439	4,504,880	4,496,015	2,441,999
Total	440,062,603	430,184,710	434,848,801	368,964,749	209,330,903

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros anuales y semestrales

Como se puede observar en la tabla 11, los ingresos en términos monetarios del Grupo Melo dentro de los años 2017 y 2019 se pueden decir que sostienen niveles consistentes, y luego en el año 2020 los ingresos cayeron en \$65 millones, siendo la causa principal el Covid-19 que afectaron la operación de la empresa, inicialmente los segmentos de Restaurantes y Maquinarias donde los ingresos cayeron en \$30 millones y \$34 millones respectivamente.

En la tabla 12 se muestra la evolución de los ingresos en los últimos 4 años y el primer semestre del 2021

Tabla 12. Peso relativo por cada segmento sobre el total de ingresos

Segmento	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Bienes y raíces	1.43%	1.36%	1.43%	1.22%	1.62%
Restaurantes	11.99%	11.67%	11.51%	5.36%	5.66%
Maquinarias	18.18%	17.00%	17.29%	11.15%	14.75%
Almacenes	31.36%	30.89%	30.62%	39.64%	39.28%
Avícola	36.37%	38.26%	38.12%	41.42%	37.52%
Otros	0.67%	0.82%	1.04%	1.22%	1.17%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros anuales y semestrales

Como se puede observar en la tabla 12, la tendencia del peso relativo por cada segmento se mantiene lineal desde el 2017 hasta el 2019. En el año 2020 y el primer semestre del 2021 podemos ver que el peso relativo tuvo cambios importantes específicamente en el segmento Restaurantes que pasó de tener una participación en los ingresos de alrededor del 12% y se redujo a 6%, esto debido a que la industria de restaurantes a nivel internacional fue uno de los más afectados por las restricciones y normas que impusieron los Gobiernos para controlar la pandemia. Otro segmento que tuvo cambio considerable es el de Almacenes que pasó de tener una participación promedio de 31% y subió a 40%, este sector mantuvo e incrementaron sus niveles de venta.

En la tabla 13 se muestra la variación porcentual de los ingresos en los últimos 4 años y el primer semestre del 2021.

Tabla 13. Variación porcentual

Segmento	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21*
Bienes y raíces	-12.66%	-6.89%	6.01%	-27.88%	75.66%
Restaurantes	-1.02%	-4.82%	-0.32%	-60.52%	1.59%
Maquinarias	-13.19%	-8.60%	2.81%	-45.27%	87.07%
Almacenes	3.90%	-3.71%	0.19%	9.84%	29.75%
Avícola	-4.67%	2.83%	0.71%	-7.80%	7.58%
Otros	-15.23%	19.66%	28.40%	-0.20%	25.69%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros anuales y semestrales

*Variación porcentual junio 2021 vs junio 2020.

Como se puede observar en la tabla 13, desde el año 2017 al primer semestre del 2021 los crecimientos de los ingresos por cada segmento han sido bastante fluctuantes, inclusive en algunos años y segmentos ha habido crecimientos negativos, siendo 2020 el peor año. Los segmentos de Almacenes y Otros son los que han conseguido mantener un crecimiento positivo a través de los años; por otra parte, en el primer semestre del 2021 se observa un crecimiento a comparación del periodo 2020, sin embargo, la mejor manera de interpretar esta variación es considerarlo como una recuperabilidad de los segmentos, debido a que en el 2020 los niveles de ingresos fueron irregulares.

5.2 Análisis de los costos y gastos operacionales

Dentro de los periodos analizados que va desde el año 2017 al primer semestre del 2021, los costos y gastos operacionales de la empresa han guardado un comportamiento lineal en cuanto a la importancia que tiene cada rubro sobre el total de los gastos y el total de ingresos.

En la tabla 14 se muestra la evolución de los costos y gastos en los últimos 4 años y el primer semestre del 2021.

Tabla 14. Evolución histórica de costos y gastos operacionales

Rubro (en miles)	Dic-17	%	Dic-18	%	Dic-19	%	Dic-20	%	Jun-21	%
Costo de Ventas	233,333	56%	224,157	55%	231,001	56%	198,630	52%	115,269	56%
Gastos de personal	86,198	21%	87,828	21%	87,941	21%	71,007	22%	37,215	20%
Depreciación y amortización	16,794	4%	17,593	4%	21,646	5%	20,708	6%	9,508	6%
Otros gastos	77,140	19%	81,656	20%	74,979	18%	61,925	20%	32,269	18%
Total	413,465	100%	411,235	100%	415,566	100%	352,271	100%	194,261	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros anuales y semestrales

Como se puede observar en la tabla 14, el Grupo Melo tiene una composición de los costos y gastos bien definida que a través de los años prácticamente han mantenido el mismo peso relativo de cada rubro sobre el total de los gastos, siendo siempre el de mayor importancia los Costos de ventas, que corresponden a los gastos directos para la generación de los ingresos, como segundo rubro con mayor importancia son los gastos de personal que van relacionados a los salarios y beneficios a los empleados,

En la tabla 15 se muestra el comportamiento de los costos y gastos operacionales en relación con los ingresos

Tabla 15. Costos y gastos operacionales con relación a los ingresos

Segmento	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	-53.02%	-52.11%	-53.12%	-53.83%	-55.07%
Gastos de personal	-19.59%	-20.42%	-20.22%	-19.24%	-17.78%
Depreciación y amortización	-3.82%	-4.09%	-4.98%	-5.61%	-4.54%
Otros gastos	-17.53%	-18.98%	-17.24%	-16.78%	-15.42%
Total	-93.96%	-95.59%	-95.57%	-95.48%	-92.80%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros anuales y semestrales

Como se puede observar en la tabla 15, los costos y gastos operacionales siguen una tendencia lineal con relación a los ingresos, en promedio el total de los costos y gastos representan el 94% del total de los ingresos, adicional con esto podemos decir que el Grupo Melo mantiene bajo supervisión y control, la relación de los costos y gastos sobre los ingresos, cuidando el margen operativo histórico.

5.3 Análisis de resultado no operacional

Los resultados no operacionales están compuestos por los Costos financieros netos y resultados por participación en asociadas.

Estos dos elementos son recurrentes y han mantenido una evolución constante a través del tiempo.

En la tabla 16 se muestra la evolución histórica de los resultados no operacionales hasta junio 2021.

Tabla 16. Evolución Histórica Resultados No Operacionales

	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Costos financieros, netos	(5,320,246)	(4,527,521)	(5,910,368)	(6,352,392)	(2,625,584)
Participación en resultados integrales asociadas	501,788	652,638	319,667	414,379	509,405
Total	(4,818,458)	(3,874,883)	(5,590,701)	(5,938,013)	(2,116,179)

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros anuales y semestrales

Como se puede observar en la tabla 16, los resultados no operacionales totalizan \$2,116,179 a junio 2021 y su comportamiento anual tiende a ser muy similar para cada periodo, los costos financieros netos rondan entre \$5 a \$6 millones anuales, y los ingresos por participación en asociadas van desde \$300 mil a \$700 mil.

En la tabla 17 se muestra la relación histórica de los resultados no operacionales sobre los ingresos.

Tabla 17. Resultados No Operacionales con relación a los ingresos

	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Costos financieros, netos	-1.21%	-1.05%	-1.36%	-1.72%	-1.25%
Participación en resultados integrales asociadas	0.11%	0.15%	0.07%	0.11%	0.24%
Total	-1%	-1%	-1%	-2%	-1%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros anuales y semestrales

Como se puede observar en la tabla 17, los resultados no operacionales en promedio solo representan el 1% del total de ingresos y se mantienen de manera recurrente.

5.4 Análisis de márgenes

Una vez analizada la información histórica de los ingresos y gastos de la empresa, pudimos ver que los gastos van en función del comportamiento de los ingresos, por lo que quiere decir que los márgenes a través de los años se mantienen similares.

El Grupo Melo ha generado utilidades desde el año 2017 hasta el primer semestre del 2021, aun cuando la operación del año 2020 fue irregular.

En la tabla 18 se muestra el Estado de resultados en porcentajes hasta junio 2021.

Tabla 18. Estado de Resultados en Porcentajes

	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-53%	-52%	-53%	-54%	-55%
Gastos de personal	-20%	-20%	-20%	-19%	-18%
Depreciación y amortización	-4%	-4%	-5%	-6%	-5%
Otros gastos	-18%	-19%	-17%	-17%	-15%
Ganancia (pérdida) operativa	6%	4%	4%	5%	7%
Costos financieros, netos	-1%	-1%	-1%	2%	1%
Participación en resultados integrales asociadas	0%	0%	0%	0%	0%
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	5%	4%	3%	3%	6%
Impuesto sobre la renta	-1%	-1%	0%	0%	-2%
Utilidad (pérdida) neta	4%	3%	3%	3%	5%
EBITDA	10%	9%	9%	10%	12%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros anuales y semestrales

Como se puede observar en la tabla 18, el Grupo Melo ha generado utilidades entre el 3% a 5% en los años que va desde el 2017 hasta el primer semestre 2021. Para los casos de las ganancias operativas de la compañía, menos interés, impuestos y depreciación, el Grupo ha mantenido un

EBITDA promedio de 10%. Los Márgenes de la empresa no ha tenido fluctuaciones significativas en ningún año, por lo que la empresa no ha realizado cambios en sus operaciones o realizado transacciones inusuales que afectaran la rentabilidad.

En la tabla 19 se muestra el Estado de resultados hasta junio 2021.

Tabla 19. Estado de Resultados

En miles	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Ingresos	440,063	430,185	434,849	368,965	209,331
Costo de ventas	233,333	224,157	231,001	198,630	115,269
Gastos de personal	86,198	87,828	87,941	71,007	37,215
Depreciación y amortización	16,794	17,593	21,646	20,708	9,508
Otros gastos	77,140	81,656	74,979	61,925	32,269
Ganancia (pérdida) operativa	26,598	18,950	19,282	16,694	15,069
Costos financieros, netos	5,320	4,528	5,910	6,352	2,626
Participación en resultados integrales asociadas	502	653	320	414	509
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	21,779	15,075	13,692	10,756	12,953
Impuesto sobre la renta	4,924	3,314	1,689	450	3,476
Utilidad (pérdida) neta	16,854	11,761	12,003	10,306	9,477
EBITDA	43,893	37,196	41,248	37,817	25,086

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros anuales y semestrales

Como se puede observar en la tabla 19, el año en que la empresa obtuvo mejor rentabilidad fue el 2017, alcanzando a generar \$17 millones de utilidad y \$44 millones de EBITDA.

En el primer semestre del 2021 se puede notar que los niveles de rentabilidad se están recuperando y faltando 1 semestre se podría decir que Grupo Melo finalizara con resultados mucho mejores al del 2020.

5.5 Análisis de los activos

5.5.1 Activos operacionales y no operacionales

Los activos operacionales de una empresa son aquellos que son necesarios para que las operaciones puedan funcionar y son fuentes esenciales para generar ingresos.

Los activos no operaciones serían aquellos que no juegan un rol para la generación de ingresos y no tienen implicación en la actividad principal de la empresa.

En la tabla 20 se muestra la clasificación de activos operacionales y no operacionales.

Tabla 20. Composición de los activos al 30 de junio 2020

Tipo de activo	Jun-21	%	Operacional	No Operacional
Efectivo	27,365,410	7%	X	
Documentos y cuentas por cobrar, neto	49,614,262	13%	X	
Inventarios	71,541,757	19%	X	
Inventario de materiales, piezas y repuestos	4,414,437	1%	X	
Lote disponible para la venta	8,319,093	2%	X	
Activos biológicos	9,780,398	3%	X	
Adelanto de compras de inventarios y granos	7,755,467	2%	X	
Gastos pagados por adelantado	2,390,533	1%	X	
Impuesto sobre la renta pagado por adelantado	1,374,710	0%	X	
Otros activos	282,562	0%	X	
Total, de activos corrientes	182,838,629	49%		
Documentos por cobrar, neto	12,266,862	3%	X	
Inventario de materiales, piezas y repuestos	291,101	0%	X	

Inmuebles, mobiliarios, equipos y mejoras, neto	123,830,170	33%	X
Equipo para arrendamiento, neto	2,565,973	1%	X
Activos por derecho de uso	16,610,193	4%	X
Propiedades de inversión	9,807,072	3%	
Otras inversiones	615,566	0%	X
Inversión en asociadas	5,017,491	1%	X
Activos biológicos	7,737,923	2%	X
Fondo de cesantía	9,101,998	2%	X
Impuesto sobre la renta diferido	1,059,350	0%	X
Otros activos	565,118	0%	X
Total de activos no corrientes	189,468,817	51%	
Total de activos	372,307,446	100%	

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros anuales y semestrales

Como se puede observar en la tabla 20, al 30 de junio 2021 tiene dos activos no operacionales que corresponden a inversiones en asociadas e inversiones en instrumento de patrimonio los cuales generan ingresos no operacionales, son activos que no están relacionados a la actividad principal de la empresa.

5.5.2 Capital de trabajo operativo neto

Para calcular el capital operativo neto consideraremos exclusivamente aquellos activos corrientes que intervienen directamente en la generación de recursos como son las cuentas por cobrar, inventarios, lote disponible para venta y activos biológicos, menos las cuentas por pagar.

En la tabla 21 se muestra el capital de trabajo operativo neto, desde 2017 hasta junio 2021.

Tabla 21. Capital de trabajo operativo neto histórico de Grupo Melo

	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Activos operacionales:					
Documentos y cuentas por cobrar, neto	52,848,205	56,439,631	55,433,254	51,599,484	49,614,262
Inventarios	86,104,317	90,453,626	86,355,683	75,811,791	71,541,757
Inventario de materiales, piezas y repuestos	2,967,334	2,788,650	3,177,922	3,878,667	4,414,437
Lote disponible para la venta	8,464,993	8,291,299	7,988,984	8,253,784	8,319,093
Activos biológicos	7,163,991	8,945,855	9,963,713	7,574,902	9,780,398
Total	157,548,840	166,919,061	162,919,556	147,118,628	143,669,947
Pasivos operacionales:					
Cuentas por pagar proveedores	36,752,690	36,938,400	27,603,620	19,583,773	30,472,821
Cuentas por pagar compañías relacionadas	101,460	388,791	192,647	50,075	180,955
Total	36,854,150	37,327,191	27,796,267	19,633,848	30,653,776
Capital de trabajo operativo neto	120,694,690	129,591,870	135,123,289	127,484,780	113,016,171
Ingresos operacionales	440,062,603	430,184,710	434,848,801	368,964,749	209,330,903
Razón de capital de trabajo operativo neto	27%	30%	31%	35%	54%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros anuales y semestrales

Como se puede observar en la tabla 21, la razón de capital de trabajo operativo neto promedia 31% desde el 2017 al 2020, a junio 2021 la razón del CTON es 54%, sin embargo, no es razonable analizar en conjunto con los años anteriores debido a que en el 2021 solo estamos considerando los ingresos a seis meses, para nuestra valorización estaremos utilizando el promedio de los últimos 4 años.

5.5.3 Inversiones

El Grupo Melo en los 4 últimos años no ha hecho grandes inversiones relacionadas a expansión de negocios o incorporación a nuevas industrias. La empresa ha querido mantenerse con las mismas operaciones que le ha brindado estabilidad en cuanto a rentabilidad de negocio.

En la tabla 22 se muestra las inversiones en propiedad, planta y equipo histórico.

Tabla 22. Inversiones históricas de Grupo Melo

	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Compras de propiedad, planta y equipos	23,258,520	21,663,244	12,966,264	7,092,247	3,842,201
Compra de equipo de equipo de arrendamiento	1,941,667	1,575,197	594,031	1,609,677	146,420
Total, de inversión	25,200,187	23,238,441	13,560,295	8,701,924	3,988,621
Ingresos operacionales	440,062,603	430,184,710	434,848,801	368,964,749	209,330,903
% inversiones sobre los ingresos	6%	5%	3%	2%	2%
Depreciación y amortización	16,793,500	17,593,409	21,646,018	20,708,062	9,507,533
% dep. y amor. sobre inversiones	67%	76%	160%	238%	238%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros anuales y semestrales

Como se puede observar en la tabla 22, las inversiones han ido disminuyendo a través de los años, a junio 2021 el total de inversiones solo representa el 2% de los ingresos y la depreciación duplica el valor que se invierte. Cabe mencionar que la reducción de inversiones puede ser producto de la pandemia y sus afectaciones operacionales, sin embargo, desde el periodo 2017 al 2019 se nota una tendencia de disminución. La empresa solo ha optado en realizar ampliación y mejoras de los ya existentes almacenes, restaurantes y planta de embutidos.

5.6 Análisis de crecimiento de la industria

El Grupo Melo está involucrado en distintas industrias debido a su diversificación de operación.

Segmento bienes y raíces

El sector inmobiliario en Panamá siempre ha sido un sector con mucha movilidad y que aporta medianamente al producto interno bruto del país.

El Estado panameño ha implementado nuevas leyes de interés preferencial para que el sector se vaya recuperando debido a que estaba sufriendo caídas en las ventas dentro de los años 2017 y 2018.

En la figura 1 se muestra las variaciones porcentuales de unidades vendidas desde el 2013 al 2019.

Figura 1. Unidades de viviendas vendidas 2013-2019



AÑO	VENTAS	UNIDADES	VARIACIÓN
2013	B/.815,513,716.02	7,627	7.54 %
2014	B/.826,904,912.39	7,721	1.23 %
2015	B/.845,823,541.10	8,232	6.62 %
2016	B/.792,830,459.14	8,864	7.68 %
2017	B/.821,544,099.45	7,219	-18.56 %
2018	B/.554,724,417.00	6,181	-14.38 %
2019	B/.875,825,490.00	8,034	29.98 %

Fuente: Resultados 2019 Convivienda

Como se puede observar en la figura 1, durante los años 2017 y 2018 el sector inmobiliario sufrió caídas en cuanto a las ventas debido a que los posibles clientes no estaban teniendo accesos a los financiamientos por los estrictos requisitos que los bancos han estado imponiendo, tales como: el % del nivel de endeudamiento, salarios/ingresos mínimos, subidas de tasas de interés, entre otras.

A partir del 2019 el sector inmobiliario se había estado recuperando debido a que el nuevo gobierno optó por ampliar la tasa preferencial hasta las viviendas con precios de \$180,000, lo

que permite a la población dispuesta a adquirir inmuebles tener la posibilidad de cumplir con los requisitos impuestos por las entidades bancarias.

Segmento avícola

La avicultura en Panamá es una de las actividades más dinámicas del mercado agropecuario y de mayor consumo gracias a su estabilidad de los precios, siendo más económico que los otros tipos de carnes.

El mercado avícola cuenta una participación significativa de competidores desde pequeños, medianos, a grandes productores; dentro de los principales productores en Panamá están: Grupo Melo, Productos Toledano y Empresas Arces.

En la figura 2 se muestra la producción anual de pollo y huevos en unidades desde el 2010 al 2020.

Figura 2. Producción pollo y huevos 2010-2020



Fuente: Página web de Anavip

Como se puede observar en la figura 2, la producción de pollo y huevos ha mantenido una tendencia de crecimiento dentro de los años 2010-2020 a excepción del último año para el caso

de producción de pollo, el cual disminuyó 15 millones de unidades a comparación del 2019, es decir disminuyó un 14%.

De acuerdo con la información de la producción anual de pollo y huevos, dentro de los periodos comprendidos entre 2016-2019 el pollo mantuvo un crecimiento promedio del 2% y los huevos alcanzaron un promedio del 4%, por lo tanto, el crecimiento promedio entre los dos productos fue del 3%.

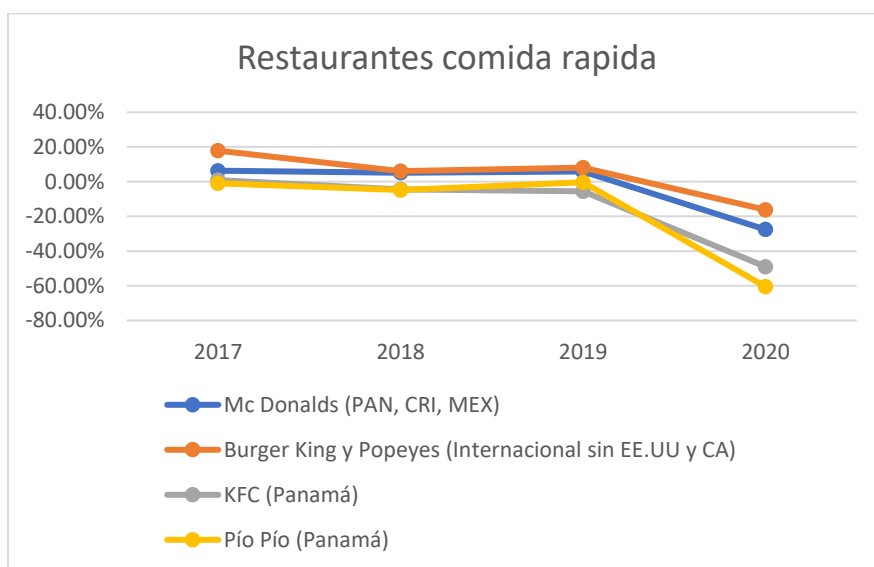
Ambos productos pertenecen a lista de la canasta básica de Panamá, por lo que el precio de ventas se encuentra regulado por el Gobierno panameño, desde el 2014 el precio máximo del pollo es \$2.60 por kilogramo y el precio máximo del huevo es \$0.16 cada unidad.

Segmento restaurante

El mercado de restaurantes de comida rápida en Panamá está conformado por una gran variedad de marcas internacionales, en lo que es relacionado a pollo en el país existe la presencia de marcas muy reconocidas como KFC, Popeyes y Mc Donalds.

En la figura 3 se muestra el crecimiento de los ingresos anuales de los principales restaurantes de comida rápida con presencia en Panamá.

Figura 3. Crecimiento de ingresos



Fuente: Elaboración propia a partir de los reportes financieros anuales

Como se puede observar en la figura 3, se tomó como referencia del mercado las principales marcas internacionales con presencia en Panamá y el restaurante Pío Pío que pertenece al Grupo Melo. Según el comportamiento de los ingresos, en la gráfica podemos notar que las ventas de las distintas marcas han tenido un decrecimiento simultaneo para cada año.

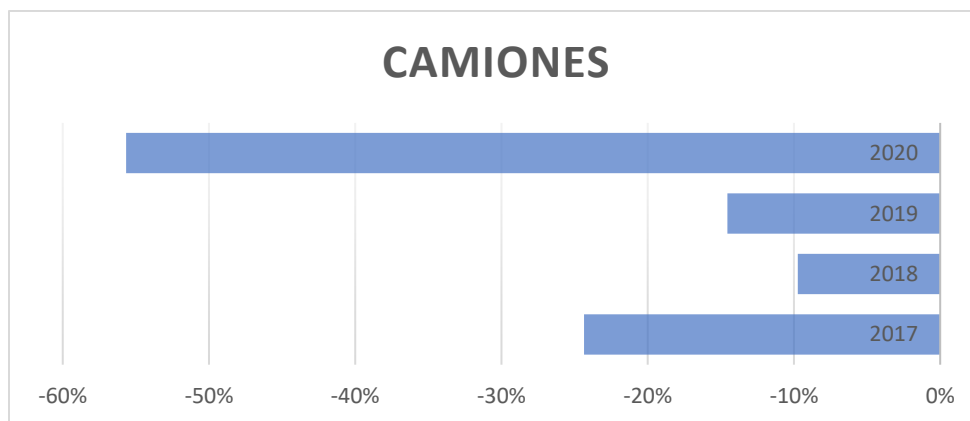
Las explicaciones del crecimiento negativo en las ventas de estos restaurantes se deben a que través de los años en panamá ha aumentado la competencia en el mercado de restaurantes de comida rápida y se han abierto a otras opciones de menú, adicional a que estos restaurantes mantenían ventajas por sus cantidades de sucursales a nivel nacional y siempre han tenido mayor alcance a las personas, pero con la entrada de las empresas de entrega a domicilio las competencias han reducido esa ventaja.

Segmento maquinaria

El mercado de venta de camiones en los últimos años se encuentra en un continuo decrecimiento, los niveles de venta cada vez son más bajos.

En la figura 4 se muestra el crecimiento de las inscripciones de autos nuevos desde el 2017 al 2020.

Figura 4. Inscripción de autos nuevos Panamá



Fuente: Elaboración propia a partir de informe de la Contraloría General de Panamá

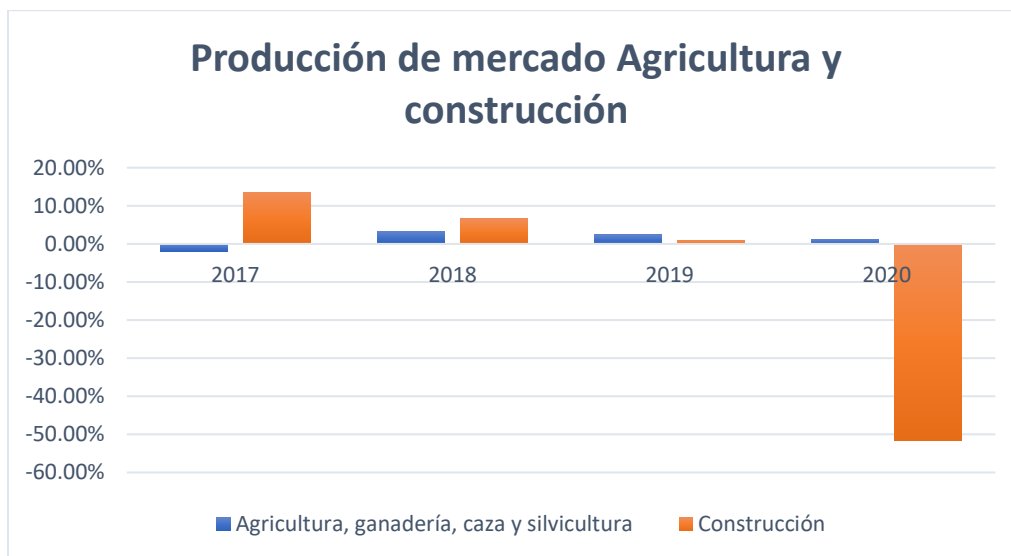
Como se puede observar en la figura 4, el mercado de venta de camiones nuevos ha tenido una tendencia de crecimiento negativo que ronda entre -10% a -20% anual, en el periodo 2020 la caída fue más del doble, disminuyendo un -56% a comparación del 2019, esto por causa de la pandemia mundial.

Segmento Almacenes

Dado a que el segmento de almacenes de Grupo Melo está dedicado a las ventas de insumos y equipos agrícolas, materiales de construcción, entre otros. Los mercados que influyen en el comportamiento de este segmento son el de producción de agricultura y construcción, dado a que dependiendo del movimiento de estas actividades se espera una tendencia semejante al consumo de en los almacenes.

En la figura 5 se muestra el crecimiento de las inscripciones de autos nuevos desde el 2017 al 2020.

Figura 5. Producción de agricultura y construcción



Fuente: Elaboración propia a partir de informe del Contralor 2020

Como se puede observar en la figura 5, la actividad de agricultura ha tenido un comportamiento de crecimiento el cual ronda un promedio del 1%; la actividad de construcción también ha ejercido una tendencia de incremento anual, sin embargo, el año 2020 tuvo una fuerte caída a causa de la pandemia, entre e 2017 a 2019 el promedio de crecimiento para la actividad de construcción alcanzaba los 7%.

Sección 6. Proyección del Estado de Resultados

6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

6.1 Ingresos operacionales proyectados

Actualmente el Grupo Melo se mantiene en un proceso de recuperación en cuanto a los niveles de ingresos y operación, durante el 2021 los diferentes segmentos han mejorado, ya que las restricciones que se mantenían en el país ahora son menos estrictas y esto ha permitido que el público opte a mayor consumo en comparación del 2020, aunque algunos segmentos han tenido una recuperación lenta, se espera que los niveles de ingresos en los próximos años se aproximen a los ingresos generados prepandemia.

De acuerdo con los resultados del primer semestre 2021 el cual pudimos observar en la sección 5, se puede notar que existe una tendencia de recuperación en los ingresos de la empresa y con miras a mejoras para el cierre del periodo.

En la tabla 23 se muestra las proyecciones de los ingresos operacionales.

Tabla 23. Ingresos proyectados 2021-2025

Segmento	2S-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Peso relativo
							Promedio
Bienes y raíces	2,335,659	5,729,767	5,844,362	5,961,250	6,003,568	6,046,186	1.41%
Restaurantes	25,639,064	37,484,396	38,234,084	38,998,765	39,275,613	39,554,426	9.24%
Maquinarias	32,710,905	63,597,248	64,869,193	66,166,577	66,636,285	67,109,328	15.67%
Almacenes	57,196,554	139,423,378	142,211,845	145,056,082	146,085,817	147,122,863	34.36%
Avícola	77,033,431	155,569,728	158,681,123	161,854,745	163,003,732	164,160,875	38.34%
Otros	1,537,058	3,979,057	4,058,638	4,139,811	4,169,199	4,198,796	0.98%
Total	196,452,671	405,783,574	413,899,245	422,177,230	425,174,214	428,192,473	100%
Crecimiento %		9.98%	2.00%	2.00%	0.71%	0.71%	

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 23, durante los siguientes periodos se espera que hayan crecimientos en los ingresos operacionales de la empresa, según el informe de calificación de *FitchRatings* las proyecciones del crecimiento del total de los ingresos de Grupo Melo para el 2021, 2022 y 2023 son 21%, 2% y 2% respectivamente; considerando que aún se mantienen en recuperación algunos segmentos como bienes y raíces, restaurantes y maquinarias que fueron de los más afectados durante la pandemia, vamos a utilizar una posición más conservadora con respecto a los crecimientos establecidos en el informe de *FitchRatings*, para estimar el crecimiento del año 2021 se calculó el promedio realizando una combinación entre el comportamiento histórico de 2020 y el primer semestre 2021 y el crecimiento esperado a diciembre 2021 según *FitchRatings*, dando como resultado 9.98%, para los años 2022 y 2023 se consideraron los mismos crecimientos según *FitchRatings* del 2%, y por último en los años 2024-2025 se estimaron crecimientos calculando un promedio de los crecimientos esperados entre 2022-2023 y los dos últimos años prepandemia, dando como resultado 0.71%, se considera razonable basados en que la empresa no tiene previstos proyectos significativos o ampliación del negocio a largo plazo que impacte a un crecimiento constante de la empresa, además de que el Grupo Melo se ha caracterizado por la consolidación de sus operaciones por muchos años en el mercado y que mantiene con rentabilidades estables.

Según las proyecciones del Banco Mundial se espera que el producto interno bruto de Panamá cierre con un crecimiento en el 2021 de 9.9%, para el 2022 aumente a 7.5% y el año 2023 el incremento sea de 5%. Las proyecciones de *FitchRatings* no están muy lejos de las estimaciones del Banco Mundial; por lo tanto, escogimos las estimaciones de *FitchRatings* tomando una posición más conservadora.

Para asignar los ingresos por segmentos hemos tomado como referencia el promedio del peso relativo que tiene cada segmento sobre el total de ingresos en los últimos 4 años y el primer semestre del 2021, suponiendo que la importancia de cada segmento continuara siendo igual de constantes como en los últimos periodos y esperando que las operaciones lleguen a su punto de normalidad, siendo los segmentos Avícola y almacenes los que mayor ingreso aportan a la compañía.

6.2 Costos y gastos operacionales proyectados

Los costos y gastos operacionales de la empresa a través de los años han seguido las mismas tendencias de crecimiento o decrecimiento de los ingresos, esto se debe a que la administración mantiene un control de los márgenes operacionales por lo que anualmente estos han sido entre 4% a 7%, es decir un promedio del 5%.

Nos esperan cambios sustanciales en cuanto a la composición y comportamiento de los costos y gastos operacionales debido a que se asume que la empresa mantendrá las mismas líneas de negocio y el mismo alcance en el mercado.

En la tabla 24 se muestra la proyección de los costos y gastos operacionales entre 2021-2025

Tabla 24. Costos y gastos operacionales proyectados

Rubro	2S-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Relación sobre ingresos promedio %
Costo de Ventas	101,542,427	216,811,837	221,148,074	225,571,035	227,172,336	228,785,004	-53.43%
Gastos de personal	41,710,027	78,925,525	80,504,035	82,114,116	82,697,034	83,284,090	-19.45%
Depreciación y amortización	9,189,405	18,696,938	19,070,877	19,452,294	19,590,384	19,729,453	-4.61%
Otros gastos	37,487,051	69,756,017	71,151,138	72,574,161	73,089,356	73,608,208	-17.19%
Total	189,928,910	384,190,317	391,874,124	399,711,606	402,549,109	405,406,755	-94.68%

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 24, se espera que los costos y gastos operacionales mantengan su comportamiento estable con la relación sobre los ingresos, por lo tanto, para determinar proyecciones se utilizó el promedio de la relación sobre los ingresos de los últimos 4 años y primer semestre del 2021, el cual equivale en total, el 94.68% sobre los ingresos proyectados de 2021 al 2025.

De acuerdo con la información histórica de la compañía, la relación sobre los ingresos no ha tenido importantes variaciones al igual que el peso relativo de cada rubro, para seguir los mismos

estándares se decidió no cambiar la composición de los costos y gastos operacionales de la compañía.

Los costos de ventas que corresponden a los gastos directos para la generación de ingresos se mantienen como el gasto operacional principal el cual representan el 53% del total de los ingresos para cada año proyectado.

6.3. Resultado no operacional proyectado

Los resultados no operacionales de la compañía este compuesto por dos conceptos, los costos financieros netos e ingresos por participación en empresas asociadas.

Estos dos conceptos han sido recurrentes durante los últimos 4 años y el primer semestre del 2021, esto quiere decir que no ha habido transacciones excepcionales que distorsionaran el comportamiento anual de estos rubros.

En la tabla 25 se muestra la evolución histórica de los resultados no operacionales hasta junio 2021.

Tabla 25. Resultados no operacionales proyectados

Concepto	2S-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Relación sobre ingresos promedio %
Costos financieros, netos	(2,727,973)	(5,353,557)	(5,460,628)	(5,569,840)	(5,609,380)	(5,649,200)	-1.32%
Participación en resultados integrales asociadas	54,559	563,964	575,243	586,748	590,914	595,108	0.14%
Total	(2,673,414)	(4,789,593)	(4,885,384)	(4,983,092)	(5,018,467)	(5,054,092)	-1.18%

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 25, los resultados no asignados se proyectaron con base a la relación sobre los ingresos promedio de los últimos 4 años y primer semestre del 2021, dado a que los mismos han sido recurrentes a través de los años sin tener desvíos inusuales en los periodos.

6.4. Impuesto corporativo proyectado

Según la legislación panameña la tasa de impuesto sobre la renta equivale al 25% sobre las ganancias netas de la compañía, excluyendo gastos no deducibles e ingresos no gravados de acuerdo con las normas legales o también se le puede aplicar el 25% de impuesto sobre el 4.67% de los ingresos gravables, sin embargo, Grupo Melo realizó solicitud frente a la entidad gubernamental para que no se le aplicase este escenario.

En la tabla 26 se muestra la proyección de los impuestos sobre la renta entre los años 2021 a 2025.

Tabla 26. Impuestos sobre la renta proyectado

Rubro	2S-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Relación sobre ingresos promedio %
Impuesto sobre la renta	(1,041,511)	2,434,489	2,483,178	2,532,842	2,550,822	2,568,930	1%

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 26, a pesar de que la tasa de impuesto sobre la renta equivale el 25% sobre las ganancias neta gravables, el promedio porcentual histórico que se paga como impuestos sobre la renta ha representado el 1% del total de los ingresos durante los últimos 4 años; por esta razón consideramos razonable y asumimos que esta relación se mantendrá a través de los años.

6.5. Estados de resultados proyectado

Considerando que el Grupo Melo es una empresa muy bien estructurada, consolidada con muchos años en el mercado y que han mantenido a flote la composición de sus fuentes de ingresos, se ha determinado continuar con la misma circunstancia de negocio en cuanto a la generación de utilidades.

Producto de la pandemia la empresa tuvo algunas caídas en la generación de utilidades, específicamente en el periodo 2020, por lo tanto, se hicieron ciertos cambios a nivel de operación

y mejoras en los destinos segmentos en los que opera la empresa; para mantener la competitividad en el mercado y la productividad, se fortaleció la venta en servicio a domicilio, lanzamiento de comercio electrónico, reestructuración en el negocio de materiales de construcción, cierre de locales no rentables e importante ajuste en la planilla de gastos, sin embargo, la estructura de los Estados de resultados se espera continúe en el mismo sentido.

En la tabla 27 se muestra los Estados de resultados proyectados entre 2021-2025

Tabla 27. Estado de Resultados proyectados

En miles	2S-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Ingresos	196,453	405,784	413,899	422,177	425,174	428,192
Costo de ventas	101.542	216,812	221,148	225,571	227,172	228,785
Gastos de personal	41,710	78,925	80,504	82,114	82,697	83,294
Depreciación y amortización	9,189	18,697	19,071	19,452	19,590	19,729
Otros gastos	37,487	69,756	71,151	72,574	73,089	73,608
Ganancia (pérdida) operativa	6,524	21,593	22,025	22,466	22,625	22,786
Costos financieros, netos	2,728	5,354	5,461	5,570	5,609	5.649
Participación en resultados integrales asociadas	55	564	575	587	591	595
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	3,850	16,804	17,140	17,483	17,607	17,732
Impuesto sobre la renta	(1,042)	2,434	2,483	2,533	2,551	2,569
Utilidad (pérdida) neta	4,892	14,369	14,657	14,950	15,056	15,163
EBITDA	15,713	40,290	41,096	41,918	42,215	42,515

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 27, también se espera que los márgenes incrementen a través de los años posteriores en consecuencia que se estima que los ingresos van a crecer durante los siguientes años producto a la recuperación de los mercados y del consumo/demanda. Entre los años 2024 y 2025 se logra identificar una desaceleración de los crecimientos esperando que los niveles de generación de utilidades alcancen su punto de equilibrio.

6.6. Estado de resultados proyectado porcentual

Históricamente todos los componentes de los Estados de Resultados guardan relación y van en la misma dirección que los comportamientos de los ingresos de la empresa, desde los costos y gastos operacionales hasta el comportamiento de los márgenes.

En la tabla 28 se muestra los Estados de resultados en porcentajes proyectados entre 2021-2025

Tabla 28. Estado de Resultados en Porcentajes

	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-53%	-53%	-53%	-53%	-53%
Gastos de personal	-19	-19%	-19%	-19%	-19%
Depreciación y amortización	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Otros gastos	-17%	-17%	-17%	-17%	-17%
Ganancia (pérdida) operativa	5%	5%	5%	5%	5%
Costos financieros, netos	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Participación en resultados integrales asociadas	0%	0%	0%	0%	0%
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	4%	4%	4%	4%	4%
Impuesto sobre la renta	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Utilidad (pérdida) neta	4%	4%	4%	4%	4%
EBITDA	10%	10%	10%	10%	10%

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 28, la representación porcentual de cada concepto del Estado de resultados durante los próximos años se van a mantener iguales, esto se debe a que basados en la información histórica siempre se ha conseguido mantener los niveles de margen para cada año en rangos muy estrechos y la participación porcentual de cada rubro sobre los ingresos también guardan una relación directa durante todos los años analizados, la mejor manera de proyectar los márgenes es utilizar de referencia el promedio histórico.

Sección 7. Proyección de los flujos de caja libre

7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

7.1 Inversión en reposición

De acuerdo con el análisis realizado en el punto 5.5.3 las compras de propiedad, planta y equipo a través de tiempo ha tenido una inclinación a disminuir y más en el último año que hubo reducción en la operación por la pandemia, en el periodo 2017 las compras superaron a la depreciación por 50% y para el último año 2020, las compras solo llegaron a representar 42% de la depreciación.

En la tabla 29 se muestra la proyección de las inversiones hasta 2025

Tabla 29. Inversiones en reposición proyectada

	2S-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Depreciación y amortización	9,189,405	18,696,938	19,070,877	19,452,294	19,590,384	19,729,453
% proyectados		52%	52%	79%	79%	100%
Inversión reposición	5,796,196	9,784,817	9,980,514	15,351,339	15,460,316	19,729,453

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 29, se espera que la compañía incremente compras de PPE debido a que se comenzara a restablecer las operaciones de los segmentos, se determinó utilizar el promedio (52%) de los dos últimos años para proyectar los periodos 2021-2022, para proyectar los periodos 2023-2024 se utilizará el promedio histórico (79%) de los últimos 3 años y para el periodo 2025 la inversión de reposición se estima que sea igual al gasto de depreciación debido a que se espera que los flujos del valor terminal se mantengan constantes.

Se debe mencionar que la empresa debido a la pandemia tuvo que cerrar varios locales y por ende la inversión de reposición no estuvo en sus niveles regulares. Considerando la expectativa positiva de crecimiento y recuperación de la operación, se espera que los niveles inversión de reposición aumenten de acuerdo con la evolución de la operación y los ingresos.

7.2 Nuevas inversiones de capital

A la fecha no se obtuvo más información de los planes futuros de inversión de la compañía, por lo tanto, se tomará en consideración que Grupo Melo ya es una empresa con operaciones estables y consolidada, adicional a que la empresa mantiene un programa de CAPEX el cual se concentra en el mantenimiento y no se pretende realizar inversiones significativas a corto plazo.

En la tabla 30 se muestra la relación de propiedad, planta y equipo sobre los Ingresos

Tabla 30. Relación PPE sobre ingresos

	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21
Propiedad, planta y equipo	134,019,839	138,892,620	135,084,414	127,008,026	123,830,170
Ingresos	440,062,603	430,184,710	434,848,801	368,964,749	209,330,903
PPE / Ingresos (%)	30%	32%	31%	34%	59%
Promedio 2017- 2019	31%				

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros

Como se puede observar en la tabla 30, la relación de los saldos de propiedad, planta y equipo sobre los ingresos anuales de los años 2017-2019 equivale a 31%, consideramos solo estos tres años dado a que son años regulares donde la pandemia aún no había afectado las operaciones.

En la tabla 31 se muestra la proyección de nuevas inversiones hasta el año 2025

Tabla 31. Proyección de PPE

	2S-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Ingresos proyectados	405,783,574	413,899,245	422,177,230	425,174,214	428,192,473
PPE / Ingresos (%)	31%	31%	31%	31%	31%
Propiedad, planta y equipo	127,008,026	129,548,187	132,139,150	133,077,190	134,021,888
Variación (nuevas inversiones)	2,540,161	2,590,964	938,039	944,698	-

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 31, hemos asumido que el periodo 2021 cerrara con un saldo similar al periodo 2020, decidimos tomar una posición conservadora sobre las nuevas inversiones ya que según los planes de la administración no estaba realizar inversiones significativas de CAPEX; de acuerdo con la proyección al periodo 2021 la relación de PPE sobre ingresos es del 31%, por lo tanto, lo utilizamos como referencia para proyectar los siguientes años hasta el 2024, y el último año (2025) asumimos que la empresa no realizara inversiones dado a que no se espera mantener un crecimiento constante en los siguientes periodos.

7.3 Inversión o liberación CTON

De acuerdo con el punto 5.5.2 para analizar el comportamiento del capital de trabajo neto hemos tomado en consideración solo aquellos activos y pasivos corrientes básicos que lo componen, como las cuentas por cobrar, inventario y cuentas por pagar comerciales.

El promedio histórico de RCTON desde el periodo 2017 al 2020 resultó en 31%, el cual se definió como referencia para proyectar las inversiones futuras.

En la tabla 32 se muestra la proyección de las inversiones de capital de trabajo neto

Tabla 32. Inversión o liberación de CTON proyectada

	2S-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Ingresos proyectados	405,783,574	413,899,245	422,177,230	425,174,214	428,192,473
RCTON proyectado (%)	31%	31%	31%	31%	31%
CTON proyectado	125,792,908	128,308,766	130,874,941	131,804,006	132,739,667
Variación (inversión CTON)	(2,515,858)	(2,566,175)	(929,065)	(935,660)	-

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 32, utilizando como referencia el RCTON histórico promedio según análisis previos, se espera una continua inversión en capital de trabajo neto hasta el 2024, como no se estima un crecimiento posterior al periodo 2025, el CTON del periodo 2025 será igual a "0".

7.4 Valor terminal

Con base a todos los análisis previos realizados se considera que Grupo Melo mantendrá un flujo de caja estable posterior al 2025, es decir, no se espera crecimientos más allá de ese año debido a que la empresa no tiene dentro de sus objetivos incrementar sus flujos o hacer grandes inversiones que produzcan un crecimiento continuo.

Aun cuando Grupo Melo es líder en ciertos segmentos en los que pertenece, existen fuertes competidores en el mercado panameño lo cual influye en que no exista crecimiento con relación a factores como: aumento de la población, incremento de inflación, entre otro.

En consecuencia, de lo mencionado en los párrafos anteriores, los flujos de cajas desde el 2026 se asume que serán igual al año 2025, último flujo proyectado.

7.5 Flujos de caja libre proyectados

Después de proyectar los Estados de Resultados anuales en los próximos 5 años y proyectar las inversiones según los supuestos considerados en los puntos anteriores, para calcular los flujos de caja libre proyectados se utilizará como base el EBIT (después de impuestos), más depreciación y amortización, menos inversión de reposición, menos nuevas inversiones, menos inversión de capital de trabajo.

En la tabla 33 se muestra la proyección del flujo de caja hasta el 2026

Tabla 33. Flujos de caja libre proyectados

	2S-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
EBIT (después de impuestos)	6,523,761	22,025,122	22,465,624	22,625,105	22,785,718	22,785,718
+ Depreciación y amortización	9,189,405	19,070,877	19,452,294	19,590,384	19,729,453	19,729,453
- Inversión de reposición	(5,796,196)	(9,980,514)	(15,351,339)	(15,460,316)	(19,729,453)	(19,729,453)
- Nuevas inversiones	(2,540,161)	(2,590,964)	(938,039)	(944,698)	-	-
+/- Liberación (Inversión) de CTON	(2,515,858)	(2,566,175)	(929,065)	(935,660)	-	-
Flujos de caja libre	4,860,950	31,090,696	26,557,605	26,746,134	22,785,718	22,785,718

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 33, se espera que las proyecciones de flujos de caja libre para el 2021 cierre con \$25 millones, basados en que las operaciones tuvieron una recuperación de sus operaciones positiva, luego a entre el 2023 y el 2024 los flujos van a tener una caída debido a que se requerirá incrementar las inversiones para mantener la operación en los niveles históricos y a partir del 2025 se espera que se hayan restablecidos los flujos alcanzando generar \$27 millones al año ya que se asume que se mantengan los mismo flujos a perpetuidad.

Sección 8. Precio de la acción estimado

8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

8.1 Valor presente de los flujos de caja libre

Para conocer la valoración económica de una empresa es necesario calcular el valor presente de los flujos futuros a recibir a una determinada fecha; para el caso de la valoración del Grupo Melo estaremos calculado el valor presente de los flujos proyectados entre el 2021 al 2025 (incluido el valor terminal) con corte al 30 de junio 2021.

En la tabla 34 se muestra el cálculo del valor presente de los flujos proyectados hasta el 2025

Tabla 34. Valor presente de los flujos de caja libre proyectados

En miles	2S-21	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Ingresos	196,453	405,784	413,899	422,177	425,174	428,192
Costo de ventas	101,542	216,812	221,148	225,571	227,172	228,785
Gastos de personal	41,710	78,925	80,504	82,114	82,697	83,294
Depreciación y amortización	9,189	18,697	19,071	19,452	19,590	19,729
Otros gastos	37,487	69,756	71,151	72,574	73,089	73,608
Ganancia (pérdida) operativa	6,524	21,593	22,025	22,466	22,625	22,786
Costos financieros, netos	2,728	5,354	5,461	5,570	5,609	5,649
Participación en resultados integrales asociadas	55	564	575	587	591	595
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	3,850	16,804	17,140	17,483	17,607	17,732
Impuesto sobre la renta	(1,042)	2,434	2,483	2,533	2,551	2,569
Utilidad (pérdida) neta	4,892	14,369	14,657	14,950	15,056	15,163
EBITDA	15,713	40,290	41,096	41,918	42,215	42,515

- Depreciación y amortización	9,189	18,697	19,071	19,452	19,590	19,729
EBIT (después de impuestos)	6,524	22,025	22,466	22,625	22,786	22,786
+ Depreciación y amortización	9,189	18,697	19,071	19,452	19,590	19,729
- Inversión de reposición	(5,796)	(9,981)	(15,351)	(15,460)	(19,729)	(19,729)
- Nuevas inversiones	(2,540)	(2,591)	(931)	(945)	-	-
+/- Liberación (Inversión) de CTON	(2,516)	(2,566)	(929)	(936)	-	-
Flujos de caja libre	4,861	31,091	26,558	26,746	22,786	22,786
Valor terminal al 2025						221,149
Valor presente FCL	4,628	26,838	20,783	18,976	156,901	
Valor presente total	228,126					

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 34, el valor presente de los flujos de caja libre proyectados desde diciembre 2021 hasta 2025 más el valor terminal sin crecimiento es igual a \$228 millones, utilizando el costo de capital de 10.30% según el punto 4.7.

Los flujos de cajas proyectados corresponden a las estimaciones de los Estados de resultados, más eliminaciones de conceptos que no son generadores de caja e inclusiones de partidas de inversión desde el segundo semestre 2021 al año 2025, incluyendo un valor terminal sin crecimiento, es decir, que el flujo caja para el año 2026 en adelante se estiman que mantendrán los mismos valores que el periodo 2025.

8.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo

Debido a que hemos realizado proyección del capital de trabajo neto al 31 de diciembre 2021 y contamos con el capital de trabajo neto real al 30 de junio 2021, debemos determinar si a la fecha Grupo Melo se encuentran con un exceso o déficit para alcanzar a la estimación esperada.

En la tabla 35 se muestra el cálculo del exceso o déficit de capital de trabajo neto

Tabla 35. Exceso o déficit de capital de trabajo neto

CTON real al 30 de junio de 2021	113,016,171
CTON proyectado al 31 de diciembre de 2021	125,792,908
Exceso o Déficit de CTON	(12,776,737)

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 35, según el cálculo realizado obtuvimos un déficit del capital de trabajo de \$13 millones, considerando que el CTON a diciembre 2021 esperado es \$126 millones y a la fecha de la valoración había un CTON de \$113 millones. Esto quiere decir que la inversión del capital de trabajo neto está por debajo de lo proyectado.

8.3 Activos prescindibles y otros activos

Para la valoración de una empresa es importante identificar aquellos activos que pertenecen a la compañía pero que no son esenciales para generar flujos de caja o no son principales para las operaciones, y agregarlos como parte adicional del valor presente de los flujos de caja proyectado.

En la tabla 36 se muestra en resumen el valor de los activos prescindibles y otros activos

Tabla 36. Activos prescindibles

06/30/2021	
Otras inversiones	615,566
Inversión en asociadas	5,017,491
Activos prescindibles	5,633,057

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 36, el valor de los activos prescindibles al 30 de junio 2021 suma un total de \$6 millones, los cuales están conformados por las inversiones en asociadas y

otras inversiones según el Estado de Situación Financiera; los mismos no aportan a la generación de flujo de caja, pero como parte del Grupo Melo.

8.4 Valorización económica de la empresa

La valoración económica se utilizará para determinar el precio de la acción al 30 de junio 2021 de Grupo Melo y compararlo con el precio asignado en la bolsa. El valor del activo está conformado por el financiamiento de la empresa ya sea a través de deuda financiera y patrimonio, y se adicionan los activos prescindibles y déficit o exceso de CTON.

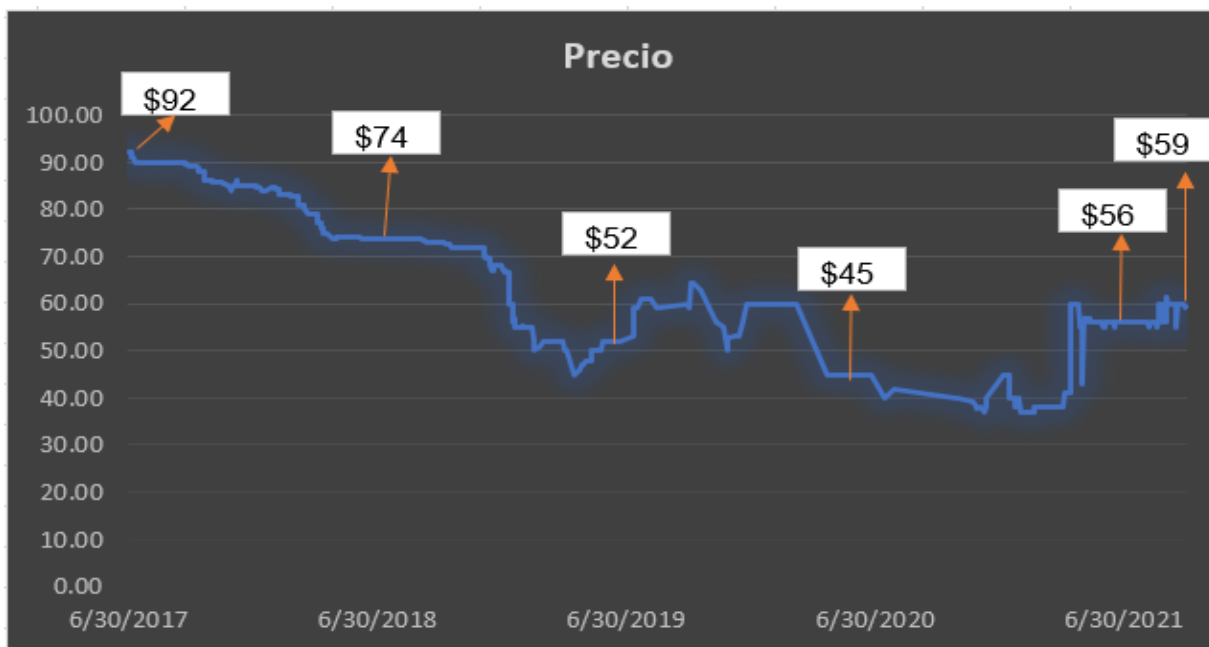
En la tabla 37 se muestra la valoración económica de Grupo Melo

Tabla 37. Valoración económica

	Al 30 de junio 2021	06/30/2021
Valor presente FCL		228,126,159
Exceso (déficit) en CTON		(12,776,737)
Activos prescindibles y otros activos		5,633,057
Valor total de activos		220,982,479
Deuda financiera		74,157,000
Patrimonio económico		146,825,479
Número de acciones		2365580
Precio acción estimado		62.07
Precio acción real en la moneda que transa en la Bolsa		56.00
Diferencia de precios (en %)		10.83%

Fuente: Elaboración propia

Figura 6. Evolución de precio



Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 37, el precio de la acción estimado según el método de flujos de caja proyectados a valor presente es de \$62, siendo 11% mayor al precio en el cual se transó en la bolsa al 30 de junio 2021, esta diferencia puede ser explicada por varios factores y supuestos utilizados en la valoración de la empresa. La principal desigualdad podría ser soportada por los supuestos de crecimiento de cara a los próximos años, debido a que a junio aún existían mayor incertidumbre en la recuperación de algunas industrias en la cual participa Grupo Melo. Los flujos proyectados fueron calculados asumiendo que la empresa va a cerrar el año con cifras de crecimiento positivas, recuperando los niveles de operaciones prepandemia, este supuesto fue analizado con base a información de los Estados Financieros con corte al primer semestre 2021 y evaluaciones consideradas en el informe de *Fitchrating* sobre la calificación de Grupo Melo, que a junio 2021 el mercado no conocía.

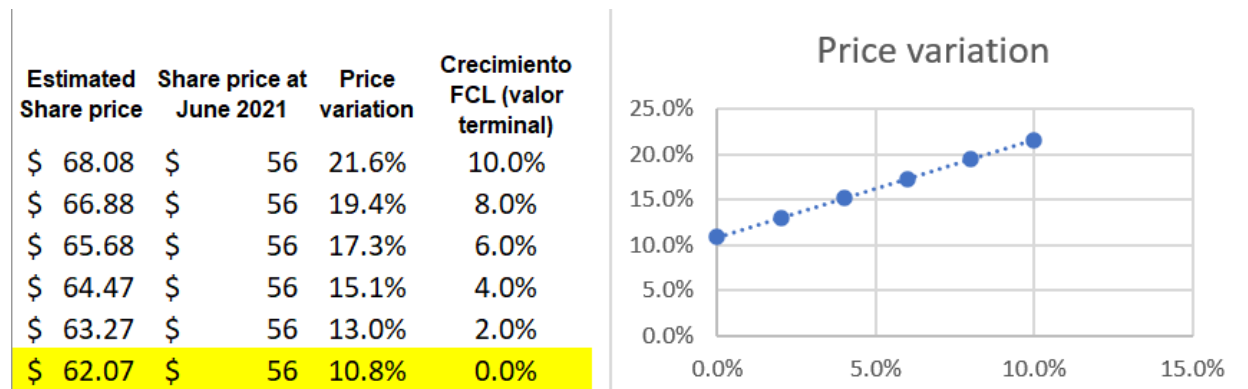
Según la figura 6 podemos mirar que el precio de la acción sigue un comportamiento alcista entre el periodo de julio a septiembre 2021 cerró con un precio de \$59, es decir, ha subido un 5% a comparación del mes de junio.

Adicional, otras de las explicaciones principales de la diferencia entre precio de la acción estimado y real, podría ser la determinación del premio por riesgo ya que para estimar el costo de capital fue una de las limitantes por falta de información de los rendimientos del índice del mercado panameño.

8.5 Análisis de sensibilidad

Tomando en consideración que se determinó proyectar los flujos de caja a perpetuidad sin crecimientos, es importante realizar un análisis de sensibilidad sobre la valoración económica de Grupo Melo utilizando crecimientos en los flujos de caja a valor terminal.

Figura 7. Sensibilidad del precio de acción con relación al crecimiento del flujo de caja



Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar en la figura 7, utilizando un rango de crecimiento de 2% entre 0% a 10% se muestra desvíos en el precio de la acción estimado y real alrededor de 10.8% a 21.6%, por lo tanto, se concluye que el utilizar un crecimiento a perpetuidad tiene una leve influencia sobre el cálculo del valor precio de la acción de Grupo Melo.

Conclusiones

La valoración de la empresa Grupo Melo S.A requirió de armar muchos análisis y datos sobre información que no estaba preparada o no pudieron ser obtenidas de manera sencilla. Uno de los retos que conllevo realizar los análisis por cada año es que no se pudieron obtener los informes financieros en hoja de cálculos como, por ejemplo: Estados Financieros, precios y retornos del índice del mercado panameño e información de las distintas industrias panameñas. Para aquellas limitaciones de información identificadas como: Beta patrimonial, beta deuda y premio por riesgo, nos referimos y guiamos con los datos preparados por el profesor Damodaran. Con apoyo de informes financieros de fuentes de gremios, calificadoras de riesgos y paginas de empresas, se recolecto la suficiente información para proceder con los análisis y cálculos de valoración de la empresa Grupo Melo.

Se logro obtener un resultado final positivo dado a que el precio de la acción estimado no difiere o no se aleja significativamente del precio real al cual se transó la acción en la bolsa de valores de Panamá con fecha al 30 de junio 2021, por lo tanto, la conclusión es que se obtuvieron fuentes confiables y se realizaron análisis razonables.

BIBLIOGRAFÍA

Aswath D. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons.

Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.

Contraloría General de la República de Panamá (2021). Comentarios del comportamiento de las actividades económicas del periodo. II trimestre 2021. Disponible en <https://www.inec.gob.pa>

Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. *Gestión 2000*.

Fitch Ratings (2021). Informe de calificación a Grupo Melo, S.A. Agosto 2021. Disponible en <https://www.latinexbolsa.com>

Grupo Melo, S.A. (2020). Informe de actualización anual. Diciembre 2020. Disponible en <https://www.latinexbolsa.com>

Grupo Melo, S.A. (2020). Estados Financieros Consolidados. Diciembre 2020. Disponible en <https://www.latinexbolsa.com>

Grupo Melo, S.A. (2020). Informe de actualización trimestral. Junio 2021. Disponible en <https://www.latinexbolsa.com>

Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. Editorial Lainu.

Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). Business analysis and valuation: IFRS edition.

Cengage learning.

Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.