



**VALORACIÓN GRUPO NUTRESA S.A.
MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO (FCD)**

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

ALUMNO

Esteban Orellana

PROFESOR GUIA

Carlos Maquieira

Santiago, Mayo 2016

Tabla de contenidos

1.	Metodología.....	6
2.	Descripción de la Empresa e Industria.....	12
2.1.	Aspectos generales.....	12
2.2.	Líneas de Negocios.....	13
2.3.	Filiales.....	18
2.4.	Principales accionistas.....	20
2.5.	Descripción empresas comparables.....	21
3.	Descripción del Financiamiento de la Empresa.....	24
3.1.	Bonos Perú 2008.....	24
3.2.	Bonos Colombia 2009.....	25
3.3.	Deuda financiera de la empresa.....	28
3.4.	Patrimonio económico de la empresa.....	28
4.	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	28
5.	Estimación de la estructura del Costo Patrimonial de la Empresa y del Costo de Capital de la Empresa.....	29
6.	Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	33
6.1.	Estados Financieros e indicadores de rentabilidad.....	33
6.2.	Análisis de crecimiento.....	34
6.3.	Análisis de costos de operación.....	35
6.4.	Análisis de activos.....	39
7.	Proyección de Estado de Resultado.....	40
7.1.	Ingresos Operacionales.....	40
7.2.	Costo mercancía vendida.....	41
7.3.	Gastos de operación.....	42
7.4.	Ingresos y egresos no operacionales.....	42
7.5.	Impuesto a la renta.....	42
7.6.	Estado de Resultado Proyectado USD.....	43
8.	Proyección de Flujos de Caja Libre.....	44
8.1.	Inversión de Reposición.....	44
8.2.	Nuevas Inversiones en Activo Fijo.....	44

8.3. Inversión en Capital de Trabajo	45
8.4. Proyección de Flujo de Caja Libre.....	46
9. Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción.....	47
10. Conclusiones	48
Bibliografía	49
Anexos	52

Índice de Ilustraciones y Cuadros

Ilustración 1: Ingresos y EBITDA 2014 por línea de negocio.....	13
Ilustración 2 : Composición del costo operacional 2014	36
Cuadro 1: Ventas en USD 2014 y porcentaje de participación por país	12
Cuadro 2: Filiales por país del Grupo Nutresa S.A.....	18
Cuadro 3 : Principales Accionistas Grupo Nutresa S.A.....	20
Cuadro 4 : EBIT por segmento de negocio ConAgra Foods	21
Cuadro 5 : EBIT por segmento de negocio Alicorp S.A.....	22
Cuadro 6 : EBIT por segmento de negocio Hormel Foos Corporation.....	23
Cuadro 7 : Detalle de bono Perú	24
Cuadro 8 : Detalle de bono C7 Colombia	25
Cuadro 9 : Detalle de bono C10 Colombia	26
Cuadro 10 : Detalle de bono C12 Colombia	27
Cuadro 11 : Deuda financiera Grupo Nutresa S.A.....	28
Cuadro 12 : Patrimonio económico Grupo Nutresa S.A.....	28
Cuadro 13 : Estructura de capital Grupo Nutresa S.A	29
Cuadro 14 : Resultados de regresión.....	30
Cuadro 15 : Estados de resultados USD \$	33
Cuadro 16 : Indicadores de rentabilidad	34
Cuadro 17 : Tasa de crecimiento anual de ventas por línea de negocio.....	35
Cuadro 18 : Costos operacionales 2011-2015.....	35
Cuadro 19 : Por ítem de gastos de administración 2011-2015.....	37
Cuadro 20 : Por ítem de gastos de ventas 2011-2015	37
Cuadro 21 : Por ítem de gastos de producción 2011-2015	38
Cuadro 22 : Depreciación y amortización 2011-2015	38
Cuadro 23 : Clasificación de activos operacionales y no operacionales.....	39
Cuadro 24 : Proyección de tasa de crecimiento anual de ventas por línea de negocio 2011-2015...41	41
Cuadro 25 : Porcentaje de margen de venta 2011-2015	41
Cuadro 26 : Proyección de porcentaje margen de venta 2015 2s-2020	41
Cuadro 27 : Tasa de gastos sobre ventas 2011-2015	42
Cuadro 28 : Proyección de tasa de gastos sobre ventas 20152s-2020	42
Cuadro 29 : Proyección de inversión en reposición 2015s2-2020	44
Cuadro 30 : Tasa de activo fijo sobre ventas 2011-20151s	44
Cuadro 31 : Proyección de inversión en activo fijo 20152s-2020	45
Cuadro 32 : Capital de trabajo 2011-20151s	45
Cuadro 33 : Proyección de inversión en capital de trabajo 20152s-2020	45
Cuadro 34 : Estimación de flujo de caja 20151s-2020, USD\$	46
Cuadro 35 : Valoración económica y precio de la acción.....	47

Resumen Ejecutivo

El siguiente estudio consiste en la valorización de Nutresa S.A., empresa internacional de capitales colombianos que se dedica a la producción de alimentos envasados con presencia en norte, centro y sur américa, siendo la primera productora en Colombia y la tercera a nivel suramericano.

Para realizar este estudio se consideraron dos métodos principales para la valorización. El primero es por medio del método de flujos de caja descontado (FCD) y de múltiplos. De esta manera podremos identificar el estado de la empresa y como el precio de sus acciones reflejan o no su valor real, no tan solo la valorización que el mercado le entrega por medio del precio de mercado de su acción.

El proceso de valorización considera el estudio de la empresa en profundidad considerando su estructura de capital y de financiamiento, la industria en que se desenvuelve a nivel internacional.

Como resultado obtuvimos un valor por medio de flujos de caja descontados de USD\$9,11.-, lo que nos indica que el valor de mercado de su acción podría estar sub-valorado dado que el valor de transacción de la acción es de USD\$8,77, considerando que el rango obtenido a través del método de flujo descontado nos entrega una precisión de más menos 20% con respecto al precio real de la acción.

Por medio de la valorización por múltiplos obtuvimos un rango de que va desde USD\$3,66.- hasta USD\$24.62.-. Indicándonos dado este rango que se mantiene el análisis anterior donde el mercado está sub-valorando la acción de acuerdo a los múltiplos de ganancias, solo el múltiplo de “Enterprise Value to EBITDA” indica que la acción está por debajo de su valor de mercado. Por lo que podemos confirmar que la acción de la empresa está siendo sub-valorada por el mercado y existe espacio de crecimiento a su valor.

1. Metodología

Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

1.1. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad,

¹ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Dónde

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

³ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

1.2. Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo 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.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al 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 Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un 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, éste 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, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

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.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

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 “WACC” (costo de capital promedio ponderado en 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.

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).

Al aplicar 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.

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.

1.3. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos⁵:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

2. Descripción de la Empresa e Industria

2.1. Aspectos generales

Nutresa es la compañía líder de alimentos procesados en Colombia y el tercero a nivel de América Latina. La compañía cuenta con una red de distribución y plantas en 14 países, 40 plantas productivas, y sus productos están presentes en 72 países de los cinco continentes. Con ventas anuales en 2014 de USDM\$3.823, generando utilidades netas en el mismo año de USDM\$318. Cuenta con 8 unidades de negocios: Cárnico, galletas, chocolates, café, Tresmontes Lucchetti, helados, pastas y alimentos al consumidor.

En 2014 el 70% de los ingresos generado provienen de sus operaciones en Colombia, en segundo lugar se encuentra Chile, Tresmontes Lucchetti (TMLUC), con el 10%. El siguiente cuadro muestra un resumen de las ventas en USD en cada uno de los países donde la compañía tiene operaciones. El cuadro evidencia una alta concentración de la venta en Colombia y un atomizado número de países en el restante porcentaje.

Cuadro 1: Ventas en USD 2014 y porcentaje de participación por país

País	2014	% Part
Colombia	2.265	70%
Chile	300	9%
Costa Rica	125	4%
Mexico	119	4%
Estados Unidos	99	3%
Venezuela	81	3%
Panama	50	2%
Ecuador	35	1%
Guatemala	31	1%
Republica Dominicana	25	1%
El Salvador	12	0%
Peru	8	0%
Argentina	2	0%
Nicaragua	1	0%
Total	3.230	

2.2. Líneas de Negocios

La empresa ha definido una estructura de negocio que cuenta con 8 líneas de negocios, las cuales están soportadas por empresas estructuradas por canal, en el caso de Colombia y compañías propias de distribución a nivel nacional.

El siguiente gráfico muestra las ventas y el EBIT generado por cada línea de negocio a nivel consolidado, a partir de este podemos concluir que el segmento de alimentos cárnicos es el más importante tanto en ventas como en generación de resultados.

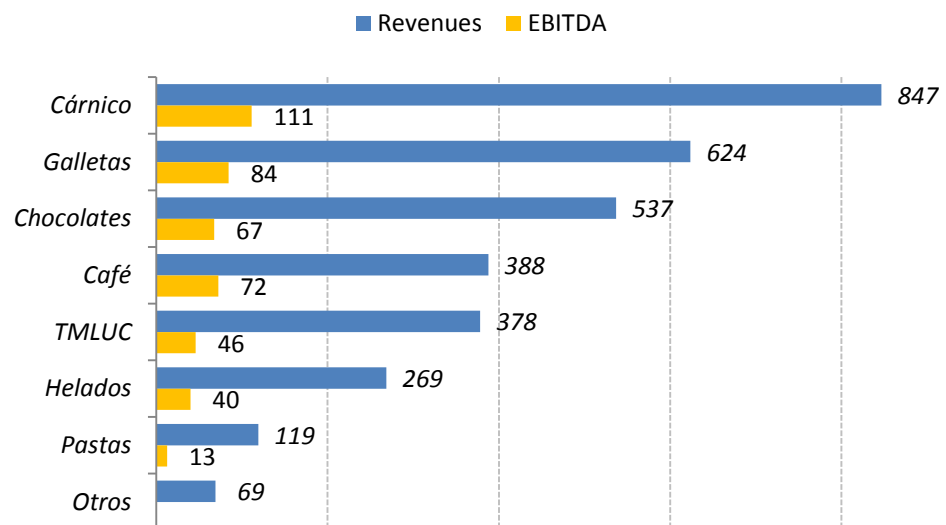


Ilustración 1:

A continuación se realiza un resumen de las diferentes líneas de negocios de la compañía, ordenadas desde las de mayor venta a las de menor venta

Cárnicos



Los principales productos producidos y comercializados son carnes procesadas (salchichas, jamones, chorizos, mortadelas y otros), carnes maduras (jamón serrano, chorizo espalo, salami), platos listos congelados, picadillos y champiñones.



Cuenta con 9 plantas de producción, 7 en Colombia, 1 en Panamá y 1 en Venezuela.



Es la principal categoría en ventas de la compañía y representa el 26,2% del total de las ventas y el 25,8% del EBITDA. El margen EBITDA% es bastante constante, y se encuentra en torno al 13,2%.



El 87% de las ventas de esta unidad de negocio se realizan en Colombia.



En comparación a 2013, 2014 significó un aumento de un 11% en las ventas en Colombia, 8,5% corresponden al aumento por volumen, y 2,4% por el aumento de precio.

Galletas



Los principales productos producidos y comercializados son galletas dulces (cremadas, wafers y saborizadas) y saldas (crakers).



Cuenta con 7 plantas de producción, 4 en Colombia, 1 en Costa Rica y 2 en Estados Unidos.



Es la segunda categoría en ventas de la compañía y representa el 19,3% del total de las ventas y el 19,5% del EBITDA. El margen EBITDA% es bastante constante, y se encuentra en torno al 13,7%.



El 56,5% de las ventas de esta unidad de negocio se realizan en Colombia.



En comparación a 2013, 2014 significó un aumento de un 8,8% en las ventas en Colombia, 8,6% corresponden al aumento por volumen, y 0,2% por el aumento de precio.



Las principales materias prima utilizadas son el trigo, aceites y grasas, materiales de empaque y azúcar.

Chocolates

Los principales productos producidos y comercializados son golosinas de chocolates, bebidas de chocolate, barras de cereal y nueces.



Cuenta con 4 plantas de producción, 2 en Colombia, 1 en México y 1 en Perú. La línea de negocio representa el 16,6% del total de las ventas y el 15,6% del EBITDA.

El margen EBITDA% en 2014 fue de 12,6%.

El 67,9% de las ventas de esta unidad de negocio se realizan en Colombia.

En comparación a 2013, 2014 significó un aumento de un 7,8% en las ventas en Colombia, 5,3% corresponden al aumento por volumen, y 2,4% por el aumento de precio.

Las principales materias prima utilizadas son el cacao, materiales de empaque, azúcar, leche y aceites y grasas.

Cafés

Los principales productos producidos y comercializados café tostado y molido, café solubles, extractos de café y mezclas de café.



Cuenta con 5 plantas de producción, 4 en Colombia, 1 en Malasia. La línea de negocio representa el 12% del total de las ventas y el 16,8% del EBITDA. El margen EBITDA% en 2014 fue de 18,7%.

El 65,1% de las ventas de esta unidad de negocio se realizan en Colombia.

En comparación a 2013, 2014 significó una caída de 1,2% en las ventas en Colombia, 0,4% corresponden al aumento por volumen, y -1,6% por el aumento de precio.

Las principales materias prima utilizadas son el café, materiales de empaque y otros.

Tresmontes Lucchetti (TMLUC)



Empresa chilena que produce y comercializa bebidas instantáneas frías, té, jugos, café, pastas, snacks, aceites comestibles, sopas y postres café tostado y molido, café soluble, extractos de café y mezclas de café.

Cuenta con 4 plantas de producción, 3 en Chile y 1 en México y tiene presencia directa en 13 países. La línea de negocio representa el 11,7% del total de las ventas y el 10,7% del EBITDA. El margen EBITDA% en 2014 fue de 12,2%.

Las principales materias prima utilizadas son el material de empaque, trigo, grasas y aceites, azúcar y café.

Helados

Los principales productos producidos y comercializados son helados en las siguientes formas: paletas de agua, paletas de leche, conos, litros, postres, vasos y galletas.



Cuenta con 6 plantas de producción, 3 en Colombia, 1 en República Dominicana y 2 en Centroamérica. La línea de negocio representa el 8,3% del total de las ventas y el 9,3% del EBITDA. El margen EBITDA% en 2014 fue de 14,9%.

El 78,5% de las ventas de esta unidad de negocio se realizan en Colombia.

En comparación a 2013, 2014 significó un aumento de 11,2% en las ventas en Colombia, 13,1% corresponden al aumento por volumen, y -1,9% por el aumento de precio.

Las principales materias prima utilizadas son leche, materiales de empaque, azúcar y aceites y grasas.

Pastas



Los principales productos producidos y comercializados son pastas alimenticias en las siguientes formas: corta, larga, al huevo, con verduras, alta en fibra, con mantequilla, instantánea.



Cuenta con 2 plantas de producción en Colombia. La línea de negocio representa el 3,7% del total de las ventas y el 2,9% del EBITDA. El margen EBITDA% en 2014 fue de 10,5%.



El 100% de las ventas de esta unidad de negocio se realizan en Colombia.

En comparación a 2013, 2014 significó un aumento de 3,1% en las ventas en Colombia, 1,6% corresponden al aumento por volumen, y 1,5% por el aumento de precio.

Las principales materias prima utilizadas son trigo, materiales de empaque y otros.

Alimentos al consumidor



Los principales productos producidos y comercializados son pastas alimenticias en las siguientes formas: corta, larga, al huevo, con verduras, alta en fibra, con mantequilla, instantánea.



Cuenta con aproximadamente 800 puntos de venta, 345 en Colombia, 286 en República Dominicana y 158 en Centroamérica. La línea de negocio representa el 7,6% del total de las ventas y el 9,7% del EBITDA. El margen EBITDA%.



Las principales materias prima utilizadas son trigo, materiales de empaque y otros.

2.3. Filiales

Cuadro 2: Filiales por país del Grupo Nutresa S.A.

Denominación	Actividad principal	Moneda funcional ⁽²⁾	% Participación	
			Marzo 2015	Diciembre 2014
Colombia				
Industria Colombiana de Café S.A.S	Producción de café y productos relacionados	COP	100,00%	100,00%
Compañía Nacional de Chocolates S. A. S	Producción de chocolates, sus derivados y otros productos relacionados	COP	100,00%	100,00%
Compañía de Galletas Noel S. A. S	Producción de galletas, cereales, entre otros.	COP	100,00%	100,00%
Industria de Alimentos Zenú S. A. S	Producción y comercialización de carnes y sus derivados	COP	100,00%	100,00%
Productos Alimenticios Doria S. A. S	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	COP	100,00%	100,00%
Molino Santa Marta S.A.S	Moltración de granos	COP	100,00%	100,00%
Alimentos Cárnicos S.A.S	Producción de carnes y sus derivados	COP	100,00%	100,00%
Tropical Coffee Company S. A. S	Montaje y explotación de industrias de café	COP	100,00%	100,00%
Litoempaques S. A. S	Producción o fabricación de material de empaque	COP	100,00%	100,00%
Pastas Comarrico S. A. S	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	COP	100,00%	100,00%
Novaventa S.A.S	Comercialización de alimentos y otros artículos mediante canal de venta directa	COP	100,00%	100,00%
La Recetta Soluciones Gastronómicas Integradas S.A.S	Distribución de alimentos mediante canal institucional	COP	70,00%	70,00%
Meals Mercadeo de Alimentos de Colombia S.A.S	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros	COP	100,00%	100,00%
Servicios Nutresa S.A.S	Prestación de servicios empresariales especializados.	COP	100,00%	100,00%
Setas Colombianas S.A	Procesamiento y comercialización de champiñones	COP	99,48%	99,48%
Alimentos Cárnicos Zona Franca Santa Fe S.A.S	Prestación de servicios logísticos	COP	100,00%	100,00%
Gestión Cargo Zona Franca S.A.S	Prestación de servicios logísticos	COP	100,00%	100,00%
Comercial Nutresa S.A.S	Comercialización de productos alimenticios.	COP	100,00%	100,00%
Industrias Aliadas S.A.S	Prestación de servicios relacionados con el café	COP	100,00%	100,00%
Operar Colombia S.A.S.	Prestación de servicios de transporte	COP	100,00%	100,00%
Fideicomiso Grupo Nutresa	Gestión de recursos financieros	COP	100,00%	100,00%
Fondo de capital privado "Cacao para el futuro" – Compartimento A	Inversión en producción de cacao	COP	83,41%	83,41%
IRCC Ltda. ⁽¹⁾	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100,00%	-
LYC S.A.S. ⁽¹⁾	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100,00%	-
PJ COL S.A.S ⁽¹⁾	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100,00%	-
Panero S.A.S ⁽¹⁾	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100,00%	-
New Brands S.A. ⁽¹⁾	Producción de lácteos y helados	COP	100,00%	-
Schadel Ltda. ⁽¹⁾	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	99,88%	-
Chile				
Tresmontes Lucchetti S.A.	Prestación de servicios empresariales especializados.	CLP	100,00%	100,00%
Nutresa Chile S.A.	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes Lucchetti Agroindustrial S.A.	Producción agrícola e industrial	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes Lucchetti Internacional S.A.	Comercialización de productos alimenticios.	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes Lucchetti Servicios S.A.	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes S.A.	Producción y comercialización de alimentos	CLP	100,00%	100,00%
Inmobiliaria Tresmontes Lucchetti S.A.	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100,00%	100,00%
Lucchetti Chile S.A.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	CLP	100,00%	100,00%
Novaceites S.A.	Producción y comercialización de aceites vegetales	CLP	50,00%	50,00%

6

⁶ Estado de situación financiera Grupo Nutresa primer trimestre 2015

Denominación	Actividad principal	Moneda funcional ⁽²⁾	% Participación		
			Marzo 2015	Diciembre 2014	
Inmobiliaria y Rentas Tresmontes Lucchetti	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100,00%	100,00%	
Costa Rica					
Compañía Nacional de Chocolates DCR, S.A.	Producción de chocolates y sus derivados	CRC	100,00%	100,00%	
Compañía de Galletas Pozuelo DCR S.A.	Producción de galletas y otros relacionados	CRC	100,00%	100,00%	
Industrias Lácteas de Costa Rica S.A.	Producción y comercialización de lácteos.	CRC	100,00%	100,00%	
Cía. Americana de Helados S.A.	Producción y venta de helados	CRC	100,00%	100,00%	
Fransouno S.A.	Producción y comercialización de alimentos	CRC	100,00%	100,00%	
Helados H.D. S.A.	Producción y comercialización de alimentos	CRC	100,00%	100,00%	
Americana de Alimentos Ameral S.A.	Producción y comercialización de alimentos	CRC	100,00%	100,00%	
Inmobiliaria Nevada S.A.	Ejercicio amplio del comercio, la industria, la representación de productos	CRC	100,00%	100,00%	
Guatemala					
Comercial Pozuelo Guatemala S.A.	Distribución y comercialización de productos alimenticios	QTZ	100,00%	100,00%	
Heladera Guatemalteca S.A.	Producción y comercialización de helados	QTZ	100,00%	100,00%	
Distribuidora POPS S.A.	Comercialización de helados	QTZ	100,00%	100,00%	
Nevada Guatemalteca S.A.	Servicios de arrendamiento de inmuebles	QTZ	100,00%	100,00%	
Guate-Pops S.A.	Servicios de personal	QTZ	100,00%	100,00%	
México					
Nutresa S.A. de C.V.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	MXN	100,00%	100,00%	
Serer S.A. de C.V.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	MXN	100,00%	100,00%	
Comercializadora Tresmontes Lucchetti S.A. de C.V.	Comercialización de productos alimenticios.	MXN	100,00%	100,00%	
Servicios Tresmontes Lucchetti S.A. de C.V.	Prestación de servicios empresariales especializados.	MXN	100,00%	100,00%	
Tresmontes Lucchetti México S.A. de C.V.	Producción y comercialización de alimentos	MXN	100,00%	100,00%	
TMLUC Servicios Industriales, S. A. de CV	Prestación de servicios empresariales especializados.	MXN	100,00%	100,00%	
Panamá					
Promociones y Publicidad Las Américas S.A.	Gestión financiera y de inversiones	PAB	100,00%	100,00%	
Alimentos Cárnicos de Panamá S.A.	Producción de carnes y sus derivados	PAB	100,00%	100,00%	
Comercial Pozuelo Panamá S. A	Producción de galletas y otros relacionados	PAB	100,00%	100,00%	
American Franchising Corp. (AFC)	Gestión financiera y de inversiones	USD	100,00%	100,00%	
Aldage, Inc. ⁽¹⁾	Gestión financiera y de inversiones	USD	100,00%	-	
LYC Bay Enterprise INC. ⁽¹⁾	Gestión financiera y de inversiones	USD	100,00%	-	
Sun Bay Enterprise INC. ⁽¹⁾	Gestión financiera y de inversiones	USD	100,00%	-	
Estados Unidos de América					
Abimar Foods Inc.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	USD	100,00%	100,00%	
POPS One LLC	Operación de establecimientos de alimentos al consumidor – helados	USD	98,00%	98,00%	
POPS Two LLC	Operación de establecimientos de alimentos al consumidor – helados	USD	98,00%	98,00%	
Cordialsa Usa, Inc.	Comercialización de productos alimenticios.	USD	100,00%	100,00%	
Costa Rica´s Creamery LLC.	Operación de establecimientos de alimentos al consumidor – helados	USD	100,00%	100,00%	
Venezuela					
Cordialsa Noel Venezuela S.A.	Comercialización de productos alimenticios.	VEI	100,00%	100,00%	
Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela	Producción de alimentos	VEI	100,00%	100,00%	
Otros países					
Denominación	Actividad principal	País de constitución	Moneda	% participación Grupo Nutresa	
				Mar-15	Dic-14
TMLUC Argentina S.A.	Producción y comercialización de alimentos	Argentina	ARS	100,00%	100,00%
Corp. Distrib. de Alimentos S.A (Cordialsa)	Comercialización de productos alimenticios.	Ecuador	USD	100,00%	100,00%
Comercial Pozuelo El Salvador S.A. de C.V.	Distribución y comercialización de productos alimenticios	El Salvador	USD	100,00%	100,00%
Americana de Alimentos S.A. de C.V.	Comercialización de productos alimenticios	El Salvador	USD	100,00%	100,00%
Comercial Pozuelo Nicaragua S.A.	Comercialización de productos alimenticios.	Nicaragua	NIO	100,00%	100,00%
Industrias Lácteas Nicaragua S.A.	Comercialización y gestión logística	Nicaragua	NIO	100,00%	100,00%
Compañía Nacional de Chocolates del Perú S.A.	Producción de bebidas y alimentos.	Perú	PEN	100,00%	100,00%
TMLUC Perú S.A.	Producción y comercialización de alimentos	Perú	PEN	100,00%	100,00%
Cordialsa Boricua Empaque, Inc.	Comercialización de productos alimenticios.	Puerto Rico	USD	0%	100,00%
Helados Bon	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros	República Dominicana	DOP	81,18%	81,18%
Gabon Capital LTD. ⁽¹⁾	Gestión financiera y de inversiones	BVI	USD	100,00%	-
Baton Rouge Holdings LTD. ⁽¹⁾	Gestión financiera y de inversiones	BVI	USD	100,00%	-
Ellenbrook Holdings Limited ⁽¹⁾	Gestión financiera y de inversiones	BVI	USD	100,00%	-
Perlita Investments LTD. ⁽¹⁾	Gestión financiera y de inversiones	BVI	USD	100,00%	-
El Corral Investments INC ⁽¹⁾	Gestión de franquicias de la industria alimenticia	BVI	USD	100,00%	-

(1) Compañías incorporadas como parte de la combinación de negocios realizada en febrero de 2015 de Grupo El Corral. Ver Nota 6.

(2) Ver en la Nota 12.1 la descripción de las siglas utilizadas para cada una de las monedas y sus principales impactos en los estados financieros de Grupo Nutresa.

2.4. Principales accionistas

Cuadro 3 : Principales Accionistas Grupo Nutresa S.A.

NOMBRE ACCIONISTA	CANTIDAD DE ACCIONES	% DE PARTICIPACIÓN
GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	161.313.707	35,06%
GRUPO ARGOS S.A.	38.566.145	8,38%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	38.566.145	5,81%
FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	20.079.337	4,36%
AMALFI S.A.	11.296.142	2,46%
MICROINVERSIONES S.A.	10.751.984	2,34%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	8.331.526	1,81%
INVERSIONES EL DUERO S.A.S.	6.997.636	1,52%
FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	5.697.180	1,24%
LIBREVILLE S.A.S.	5.514.904	1,20%
NORGES BANK	5.055.518	1,10%
FUNDACION FRATERNIDAD MEDELLIN	4.520.000	0,98%

Acá podemos ver la estructura propietaria de la empresa, donde los controladores poseen menos del 50% de las acciones de la empresa.

2.5. Descripción empresas comparables

Nombre de la empresa: ConAgra Foods, Inc.

Nemotécnico: CAG

Acciones: Acciones comunes - Comunes

Mercado: NYSE - S&P 500 Component

Sector e industria: Bienes de consumo – Productos elaborados y envasados

Descripción: ConAgra Food es una empresa de alimentos con operacione principalmente en norteamerica. La empresa fue fundada en 1919 en Omaha, Nebraska, Estado Unidos. Sus operaciones las realiza en más de 110 países. Sus operaciones las divide en tres unidades de negocio, Consumer Foods, productos a la venta en autoservicios como platos preparados, condimentos, postres, alimentos congelados, y otros, Commercial Products, productos de venta directa en hoteles, restaurantes, cafeterías, etc como papas congeladas, dulces, vegetales congelados, productos de panaderías, y otros, , y Private Brands, ofrece productos alimenticios personalizados a través de diversos canales de ventas como barras de cereales, snacks, condimentos, pastas y otros.

Cuadro 4 : EBIT por segmento de negocio ConAgra Foods

Segmentos	EBIT	%
Consumer Foods	892	84%
Commercial Foods	538	51%
Private Brands	-373	-35%

Nombre de la empresa:	Alicorp S.A.
Nemotécnico:	ALICORP
Acciones:	ALICORC1 – Acciones comunes - Comunes ALICORI1 – Acciones de inversión - Preferentes
Mercado:	Bolsa de valores de Perú
Sector e industria:	Industriales
Descripción:	Es una empresa dedicada a la producción, exportación, importación, distribución y comercialización de productos de consumo masivo, principalmente alimentos y de limpieza. Inicio sus actividades en 1956. Listada en la bolsa de Perú desde 1980. Actualmente su sede se encuentra en Callao, Perú. Es la empresa de consumo más grande de Perú y también cuenta con operaciones en 6 países de Latinoamérica y tiene ventas en 23 países a nivel mundial. Está compuesta por los negocios de consumo masivo, dedicada a las operaciones de productos tales como aceites domésticos, fideos, galletas, harinas domésticas, detergentes, jabones, entre otros. La segunda línea de negocio es Alicorp Soluciones, dedicada a la gestión de productos industriales como harinas industriales, mantecas industriales, entre otros. La tercera línea es nutrición animal, dedica a la gestión de productos de alimentos para diferentes animales.

Cuadro 5 : EBIT por segmento de negocio Alicorp S.A.

Segmento	EBIT	%
Consumo masivo	300.219	84,7%
Productos industriales	134.549	38,0%
Nutrición animal	154.295	43,5%
Otros	234.758	-66,3%

Nombre de la empresa:	Hormel Foods Corporation
Nemotécnico:	HRL
Acciones:	Acciones comunes - Comunes
Mercado:	NYSE - S&P 500 Component
Sector e industria:	Bienes de consumo – Productos de carne
Descripción:	Es una empresa dedicada a la producción y comercialización de diversos productos cárnicos y todo tipo de alimentos en todo el mundo. La compañía fue fundada en 1891 y tiene su sede en Austin, Minnesita, Estados Unidos. Opera en cinco segmentos, Grocery Products, Refrigerated foods, Jennie-O Turkey Store, Specialty Foods. International & Others. Los principales productos de comercialización son carnes frescas, productos congelados, jamones, salchicha, productos no perecederos, harina, mantequilla de maní, entre otros.

Cuadro 6 : EBIT por segmento de negocio Hormel Fooks Corporation

Segmento	EBIT	%
Grocery Products	195.964	20,4%
Refrigerated foods	338.020	35,1%
Jennie-O Turkey Store	272.362	28,3%
Specialty Foods	71.514	7,4%
International & Others	84.745	8,8%

3. Descripción del Financiamiento de la Empresa

A partir de la revisión de los informes financieros se identifican 4 bonos vigentes al cierre, los que han sido emitidos en dos tandas consecutivas, el primero a través de Compañía Nacional de Chocolates S.A. (Perú) en 2008 y tres por medio de Compañía Nacional de Chocolates S.A. (Colombia) en 2009. De estos últimos la primera sería C5 ya ha vencido por lo que no la consideraremos para nuestro análisis a 2015.

3.1. Bonos Perú 2008

Esta emisión de bonos fue realizada por la empresa Compañía Nacional de Chocolates S.A. de Perú, filial perteneciente al grupo Nutresa.

Cuadro 7 : Detalle de bono Perú

Item	Detalle
Serie	Perú
Sub-Serie	Perú
Nemotécnico	N.A.
Fecha de Emisión	01-07-2008
Valor Nominal (VN o D)	118.520.000
Moneda	Nuevos Soles Peruanos
Tipo de Colocación	Nacional Perú
Fecha de Vencimiento	01-07-2018
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	8,65625%
Periodicidad	Semestralmente
Número de pagos (N)	20
Tabla de Pagos	Ver tablas al final
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracia
Motivo de la Emisión	Financiar proyectos de inversión y sustituir deuda

Clasificación de Riesgo	AA+ (PE)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	S/I
Precio de venta el día de la emisión.	S/I
Valor de Mercado	S/I

3.2. Bonos Colombia 2009

Esta emisión de bonos fue realizada por la empresa Compañía Nacional de Chocolates S.A. de Colombia, filial perteneciente al grupo Nutresa.

Cuadro 8 : Detalle de bono C7 Colombia

Item	Detalle
Serie	C
Sub-Serie	C7
Nemotécnico	N.A.
Fecha de Emisión	20-08-2009
Valor Nominal (VN o D)	131.815
Moneda	Pesos Colombianos (COP)
Tipo de Colocación	Nacional, Colombia
Fecha de Vencimiento	20-08-2016
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	IPC + 5,6%
Periodicidad	Trimestre Vencido
Número de pagos (N)	28
Tabla de Pagos	Ver tablas al final
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracia
Motivo de la Emisión	Reestructuración de pasivos
Clasificación de Riesgo	AAA - Fitch Ratings Colombia S.A.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	S/I
Precio de venta el día de la emisión.	S/I
Valor de Mercado	S/I

Cuadro 9 : Detalle de bono C10 Colombia

Item	Detalle
Serie	C
Sub-Serie	C10
Nemotécnico	N.A.
Fecha de Emisión	20-08-2009
Valor Nominal (VN o D)	135.482
Moneda	Pesos Colombianos (COP)
Tipo de Colocación	Nacional, Colombia
Fecha de Vencimiento	20-08-2019
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	IPC + 6%
Periodicidad	Trimestre Vencido
Número de pagos (N)	40
Tabla de Pagos	Ver tablas al final
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracia
Motivo de la Emisión	Reestructuración de pasivos
Clasificación de Riesgo	AAA - Fitch Ratings Colombia S.A.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	S/I
Precio de venta el día de la emisión.	S/I
Valor de Mercado	S/I

Cuadro 10 : Detalle de bono C12 Colombia

Item	Detalle
Serie	C
Sub-Serie	C12
Nemotécnico	N.A.
Fecha de Emisión	20-08-2009
Valor Nominal (VN o D)	134.162
Moneda	Pesos Colombianos (COP)
Tipo de Colocación	Nacional, Colombia
Fecha de Vencimiento	20-08-2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	IPC + 6,2%
Periodicidad	Trimestre Vencido
Número de pagos (N)	48
Tabla de Pagos	Ver tablas al final
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracia
Motivo de la Emisión	Reestructuración de pasivos
Clasificación de Riesgo	AAA - Fitch Ratings Colombia S.A.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	S/I
Precio de venta el día de la emisión.	S/I
Valor de Mercado	S/I

3.3. Deuda financiera de la empresa

Cuadro 11 : Deuda financiera Grupo Nutresa S.A

Ítems / USD \$	2011	2012	2013	2014	2015
Deuda Financiera Balance	349.821.383	390.420.929	1.046.834.438	895.645.904	1.186.818.356
Bonos Colombia	257.373.758	282.768.644	259.493.572	167.801.761	155.296.680
Bono Perú	43.944.510	46.460.019	42.389.313	41.310.618	38.232.029
Deuda Bancaria	48.503.114	61.192.266	744.951.553	686.533.526	993.289.647

La evolución de la deuda financiera evidencia un aumento significado a partir de 2013 principalmente en el requerimiento de deuda bancaria.

3.4. Patrimonio económico de la empresa

Cuadro 12 : Patrimonio económico Grupo Nutresa S.A

Ítems / USD \$	2011	2012	2013	2014	2015
N° de acciones	460.123.458	460.123.458	460.123.458	460.123.458	460.123.458
Precio de cierre (\$)	11,22	14,38	13,72	11,95	8,86
Patrimonio Económico	5.163.273.477	6.614.715.451	6.313.823.342	5.500.418.356	4.075.968.600

El patrimonio económico de la compañía presenta aumentos considerables debido al aumento constante del precio de la acción hasta 2014. En 2015 el precio cae fuertemente y con ello el patrimonio económico cae a valores similares a los de 2011.

4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

La estimación de la Estructura de Capital se realizó en base al promedio histórico de los últimos 5 años de las relaciones deuda sobre valor de la empresa (B/V) y su contraparte patrimonio sobre valor de la empresa (P/V). Se aprecia una estructura concentrada hacia el financiamiento con capital propio y por consiguiente con bajos porcentajes de deuda. A partir de 2013 el financiamiento por deuda comienza a aumentar lo que se evidencia en los aumentos de la razón B/V llegando al máximo en el primer semestre de 2015.

Cuadro 13 : Estructura de capital Grupo Nutresa S.A

Ítems	2011	2012	2013	2014	2015
B/V	6,3%	5,6%	14,2%	14,0%	22,6%
P/V	93,7%	94,4%	85,8%	86,0%	77,4%
B/P	0,9%	0,9%	11,8%	12,5%	24,4%

Ítems	Promedio	Mínimo	Máximo	Mediana	Desv. Estándar
B/V	12,5%	5,6%	22,6%	14,0%	6,9%
P/V	87,5%	77,4%	94,4%	86,0%	6,9%
B/P	10,1%	0,9%	24,4%	11,8%	9,8%

Para los efectos de esta valorización se considerará la estructura de capital promedio de un 12,5% correspondiente a financiado mediante deuda (deuda bancaria y emisión de bonos) y un 87,5% mediante patrimonio.

5. Estimación de la estructura del Costo Patrimonial de la Empresa y del Costo de Capital de la Empresa

Para determinar el costo del patrimonio y el costo de capital, se calculó el beta de la acción para el período 2011-2015, a través de la siguiente metodología:

Se descargaron los precios semanales de la acción del Grupo Nutresa S.A. extraídos desde Bloomberg, y del índice COLCAP, extraído desde el Banco Central de Colombia, desde 1 Julio de 2009 al 30 Junio de 2015.

Se utilizó el índice COLCAP debido a que reemplazó al IGBC (Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia) como el principal indicador del comportamiento del mercado accionario colombiano, según lo expuesto por el Banco Central de Colombia. El COLCAP contiene las variaciones de los precios de las 20 acciones más líquidas de Colombia, donde la ponderación de cada compañía se determina a través del valor de Capitalización Bursátil Ajustada.

Sobre la información descargada se calcularon los retornos semanales para la acción y para el índice.

Se estimó el beta de la acción a través del modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$) utilizando 105 retornos (al 30 de Junio de cada año).

Se obtuvieron los siguientes resultados:

Cuadro 14 : Resultados de regresión

	2011	2012	2013	2014	2015
Beta de la acción	0,4339	0,5031	0,4727	0,4164	0,5270
p-value	0,00000	0,00000	0,0000	0,0000	0,0000

Estos datos nos indican que el riesgo de la acción se mantiene dentro de un rango de variación promedio de 0,47 para su beta. Lo anterior indica que ante fluctuaciones en el índice COLCAP los retornos de la acción del Grupo Nutresa S.A. fluctúan con menor intensidad.

A continuación se presenta detalladamente los cálculos realizados para la obtención de las diferentes variables necesarias requeridas para la obtención del costo de capital de la compañía:

Costo de la deuda (K_b)

$$\text{YTM bono BFCH1099C12 12 años} = 0,089$$

Para el costo de la deuda se considera la tasa Yield obtenida desde Bloomberg para el bono de más largo plazo vigente de la compañía, C12 emitido en 2008 con pagos trimestrales.

Beta de la deuda (β_b)

$$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_b$$

$$\begin{array}{l}
 K_b \quad \quad \quad 0,089 \quad \quad \quad 0,089 = \quad 0,052 + \quad 0,086 * \quad \beta_b \\
 r_f \quad \quad \quad 0,052 * \\
 R_m \quad \quad \quad 0,138 \quad \quad \beta_b = \quad 0,427 \\
 \beta_b \quad \quad \quad \text{Dato a Obtener} \\
 R_m-r_f \quad \quad \quad 0,086
 \end{array}$$

Para la obtención del beta de la deuda se utilizó como tasa libre de riesgo el Treasury Bond de Estados Unidos emitido a 10 años + CDS de Colombia obtenido desde el sitio web de Damodaran (TB 10 años 2015-06:2,36% + Country Risk Premium (CDS) Colombia 2015-07 2,87%).

Beta de la acción ($\beta_{pc/d}$):

Beta de la acción ($\beta_p^{c/d}$)	0,527
---------------------------------------	-------

Para el beta de acción se considera la regresión obtenida para el año 2015 que contiene 105 observaciones entre 07-06-2013 y el 26-06-2015.

Beta patrimonial sin deuda ($\beta_{ps/d}$):

$$\beta_p^{c/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \beta_b * \frac{B}{P}$$

$\beta_p^{c/d}$	0,527	$\beta_p^{s/d}$	*	=	0,527	*	1,161	-	0,069
B/P	0,244								
β_b	0,427	$\beta_p^{s/d}$	*	=	0,513				
1-t_c	0,660								
$\beta_p^{s/d}$	Dato a Obtener								

Se desapalancó el beta de la acción utilizando Rubinstein utilizando la estructura de capital de Junio de 2015.

Beta patrimonial con deuda ($\beta_{pc/d}$): Se apalanca con la estructura promedio 2011 - 2015

$$\beta_p^{c/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \beta_b * \frac{B}{P}$$

$\beta_p^{s/d}$	0,513	$\beta_p^{c/d}$	=	0,513	1,067	-	0,028
B/P_{prom}	0,101						
β_b	0,427	$\beta_p^{c/d}$	=	0,547	-	0,028	
1-t_c	0,660						
$\beta_p^{c/d}$	Dato a Obtener	$\beta_p^{c/d}$	=	0,519			

Se apalancó el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo de la empresa (estructura promedio B/P = 0,101).

Costo Patrimonial (K_p)

$$k_p = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_p^{C/D}$$

r_f	0,052								
R_m	0,138	K_p	=	0,052	+	0,086	*	0,519	
$\beta_p^{C/D}$	0,519	K_p	=	0,097					
K_p	Dato a Obtener								

Utilizando CAPM se estimó la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda.

Costo de capital (k_0)

$$k_o = k_p * \frac{P}{V} + k_b(1 - t_c) * \frac{B}{V}$$

K_p	0,097	K_o	=	0,097	*	0,875	+	0,089	*	0,083
P/V	0,875									
B/V	0,125	K_o	=	0,092						
K_b	0,089									
$1-t_c$	0,660									
K_o	Dato a Obtener									

Para finalizar, utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estimó el costo de capital, para lo cual se tomó la estructura de capital objetivo (promedio) y tasa de impuesto de 34%.

Para determinar si el Costo de Capital Promedio Ponderado está dentro de parámetros de empresas comparables, se comparó el dato obtenido con la información disponible por Damodaran para empresas Food Processing en países emergentes que contiene información de 854 firmas donde el costo de capital es de 7,18%.

6. Análisis Operacional del Negocio e Industria

6.1. Estados Financieros e indicadores de rentabilidad

A continuación se presentan los estados de resultado en USD para los años 2011 al 2015 primer semestre.

Los estados de resultado muestran un crecimiento de las ventas y de las utilidades de las utilidades de la compañía

Cuadro 15 : Estados de resultados USD \$

Items / USD	2011	2012	2013	2014	2015 1S
Total Ingresos Operacionales	2.603.275.142	3.000.617.567	3.061.228.027	2.694.335.537	1.380.061.970
Costo mercancía vendida	- 1.559.788.874	- 1.733.066.400	- 1.692.400.471	- 1.512.843.684	- 781.028.273
Utilidad Bruta	1.043.486.268	1.267.551.167	1.368.827.556	1.181.491.854	599.033.697
Gastos de administración	- 128.718.369	- 152.866.426	- 180.388.514	- 142.451.702	- 70.126.997
Gastos de venta	- 628.661.955	- 750.454.409	- 781.161.805	- 699.386.406	- 363.781.038
Gastos de producción	- 63.480.208	- 69.522.064	- 69.817.784	- 51.071.282	- 25.002.418
Diferencia en cambio operativa neta	1.310.547	1.300.736	2.093.594	1.620.926	3.045.518
Otros ingresos (egresos) netos operacionale -	4.350.949	4.843.216	4.503.105	3.674.461	597.267
Total Gastos Operacionales	-823.900.934	-978.986.851	-1.033.777.612	-894.962.925	-455.267.668
Utilidad Operativa	219.585.334	288.564.316	335.049.944	286.528.928	143.766.029
Ingresos financieros	3.907.963	6.953.847	6.335.276	5.162.887	1.917.133
Gastos financieros	- 43.581.613	- 39.995.928	- 52.475.309	- 69.272.632	- 42.656.212
Diferencia en cambio neta	- 1.871.622	1.007.787	4.531.796	7.704.622	4.998.627
Otros ingresos (egresos) netos	- 13.863.695	- 7.655.113	- 28.302.445	- 1.233.876	- 2.405.314
Dividendos de portafolio	17.259.999	19.900.126	20.505.182	18.138.234	18.166.345
Operaciones discontinuadas	5.757.451	-	55.532	- 5.051.704	- 1.668.788
Post Operativos Netos	-32.391.517	-19.789.281	-49.349.969	-44.552.469	-21.648.208
UAI e Interés minoritario	187.193.817	268.775.035	285.699.975	241.976.459	122.117.821
Impuesto de renta	- 58.639.547	- 78.302.596	- 90.556.510	- 24.688.814	- 32.898.793
Interés minoritario	- 1.100.335	- 1.219.298	- 215.899	- 845.991	- 389.539
UTILIDAD NETA	127.453.934	189.253.140	194.927.567	265.819.282	88.829.489
EBITDA CONSOLIDADO	289.403.707	373.385.295	429.816.996	414.678.080	177.299.225

Cuadro 16 : Indicadores de rentabilidad

Item	2011	2012	2013	2014
Ut Bruta/ventas	40,1%	42,2%	44,7%	43,9%
Ut Oper/ventas	8,4%	9,6%	10,9%	10,6%
Ut Neta/ventas	4,9%	6,3%	6,4%	9,9%
Ut Neta/patrimonio ROE	3,9%	5,0%	5,3%	7,9%
Ut Neta/activo ROA	3,1%	4,0%	3,5%	5,4%
GLO ($\Delta\%$ EBIT / $\Delta\%$ Ventas)		8,31	2,64	0,47
GLF ($\Delta\%$ Ut Neta / $\Delta\%$ EBIT)		1,93	0,42	24,19
GLC ($\Delta\%$ Ut Neta / $\Delta\%$ Ventas)		16,03	1,11	11,31

Para evidenciar lo anterior en el Cuadro 15 se muestran los indicadores de rentabilidad para los periodos de estudio. La utilidad neta sobre ventas en 2014 fue de 9,9% y la rentabilidad sobre los activos de 7,9%. Los indicadores evidencian una gestión positiva del negocio dado que el porcentaje de crecimiento anual de la utilidad neta es mayor al crecimiento del porcentaje anual de las ventas y del EBIT, durante los tres años que es posible generar información.

6.2. Análisis de crecimiento

Tasa de crecimiento de las ventas

Para efectos del cálculo se consideran como ventas el total de ventas representadas en el estado de resultado que considera venta realizada en Colombia y venta internacional. Además se realiza el cálculo con la clasificación utilizada por la empresa en sus diferentes informes de ventas para accionistas, que corresponden a productos Cárnico / cold cuts, Galletas / biscuits, Chocolates / Chocolates, Café / Coffee, Helados / Ice cream, Pastas / Pata, A. Consumidor / Consumer Food, Otros / Others y TMLUC / TMLUC.

Cuadro 17 : Tasa de crecimiento anual de ventas por línea de negocio

	Δ% Sales				
	2011	2012	2013	2014	2015
Cárnico / cold cuts	7,7%	2,8%	8,7%	-14,3%	-3,5%
Galletas / biscuits	13,1%	5,6%	0,4%	5,6%	15,5%
Chocolates / Chocolates	4,6%	-2,9%	2,7%	5,7%	11,7%
Café / Coffee	12,4%	-4,7%	-4,2%	-5,0%	9,0%
Helados / Ice cream	3,7%	15,4%	11,1%	7,3%	-1,9%
Pastas / Pata	-2,0%	11,2%	3,4%	-0,3%	4,3%
A. Consumidor / Consumer Food		19,6%	135,9%	5,9%	276,8%
Otros / Others	8,7%	-9,1%	-6,5%	25,9%	16,4%
TMLUC / TMLUC				190,2%	12,4%
Total	9,1%	2,0%	9,2%	5,9%	11,8%

6.3. Análisis de costos de operación

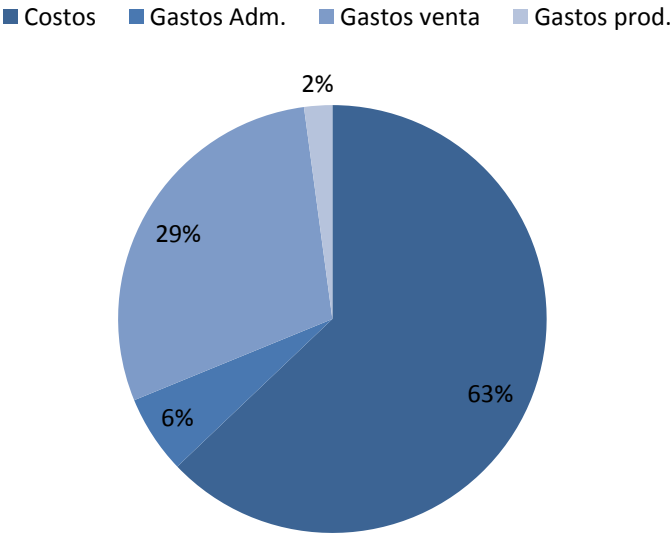
La empresa utiliza la siguiente clasificación de costos de operación:

Cuadro 18 : Costos operacionales 2011-2015

Items / USD	2011	2012	2013	2014	2015 1S
Costo mercancía vendida	- 1.559.788.874	- 1.733.066.400	- 1.692.400.471	- 1.512.843.684	- 781.028.273
Gastos de administración	- 128.718.369	- 152.866.426	- 180.388.514	- 142.451.702	- 70.126.997
Gastos de venta	- 628.661.955	- 750.454.409	- 781.161.805	- 699.386.406	- 363.781.038
Gastos de producción	- 63.480.208	- 69.522.064	- 69.817.784	- 51.071.282	- 25.002.418
Total	- 2.380.649.406	- 2.705.909.299	- 2.723.768.573	- 2.405.753.074	- 1.239.938.726

La composición de cada ítem con respecto al total es la siguiente:

Ilustración 2 : Composición del costo operacional 2014



EL 63% de los costos de la operación corresponden a los costos de ventas, seguido por un 29% corresponde a los gastos de ventas.

Una descripción más detallada de las diferentes clasificaciones de gastos de administración, de ventas y de producción, se presentan a continuación:

Cuadro 19 : Por ítem de gastos de administración 2011-2015

Gastos de administración	2011	2012	2013	2014	2015 1S
Gastos del personal	63.895.609	74.981.196	78.767.198	65.557.695	32.273.143
Amortizaciones	14.499.923	19.134.954	28.020.116	20.247.945	9.967.783
Honorarios	12.963.916	14.168.971	26.946.851	17.746.722	8.736.465
Servicios	14.414.475	17.331.456	18.580.778	15.319.504	7.541.579
Impuestos. seguros y arrendamientos	9.298.399	12.402.798	8.098.275	8.653.648	4.260.071
Gastos de viaje	4.480.362	4.607.998	5.032.099	4.113.912	2.025.222
Contribuciones y afiliaciones	2.302.980	2.294.385	2.448.062	2.022.835	995.814
Depreciaciones	1.147.372	1.299.605	1.709.025	1.288.998	634.556
Taxis y buses	1.018.685	406.056	933.139	580.061	285.556
Útiles y papelería	528.646	1.017.402	584.380	674.355	331.976
Gastos legales	274.360	433.767	742.152	506.516	249.351
Sum para equipos de cómputo y com.	240.902	180.406	91.861	114.352	56.294
Otros	3.652.648	4.607.432	8.434.579	5.625.159	2.769.188
Total	128.718.279	152.866.426	180.388.514	142.451.702	70.126.997

Cuadro 20 : Por ítem de gastos de ventas 2011-2015

Gastos de ventas	2011	2012	2013	2014	2015 1S
Gastos del personal	184.130.334	223.196.077	230.786.836	207.273.957	107.812.126
Servicios	249.373.552	291.392.522	304.307.074	272.035.077	141.497.178
Impuestos. seguros y arrendamientos	63.804.499	72.711.129	71.828.859	65.927.693	34.291.837
Material publicitario	16.326.247	20.327.672	21.446.106	19.080.784	9.924.739
Depreciaciones	13.209.451	15.460.093	16.657.930	14.676.994	7.634.138
Comisiones	6.613.991	9.396.968	11.191.958	9.428.649	4.904.247
Gastos de viaje	12.603.593	14.261.154	14.989.906	13.359.784	6.949.000
Honorarios	9.646.883	13.827.952	14.607.931	12.988.871	6.756.072
Envases y empaques	4.209.605	4.985.777	5.790.340	4.932.254	2.565.478
Combustibles y lubricantes	5.578.834	6.750.253	6.735.934	6.152.662	3.200.265
Amortizaciones	4.697.071	7.730.329	6.448.415	6.443.811	3.351.704
Provisión cartera	4.815.463	6.639.973	3.768.366	4.692.470	2.440.756
Útiles y papelería	2.033.253	1.755.428	2.057.784	1.745.662	907.994
Gastos legales	911.618	897.508	1.363.379	1.040.631	541.277
Degustaciones y promociones	449.889	38.457	21.797	27.164	14.129
Otros	50.257.889	61.083.117	69.159.189	59.579.943	30.990.099
Total	628.662.171	750.454.409	781.161.805	699.386.406	363.781.038

Cuadro 21 : Por ítem de gastos de producción 2011-2015

Gastos de producción	2011	2012	2013	2014	2015 1S
Servicios	22.951.562	25.546.450	23.251.662	17.847.911	8.737.610
Gastos del personal	15.991.661	13.437.732	14.444.969	10.234.569	5.010.428
Impuestos, seguros y arrendamientos	6.794.667	9.732.897	9.695.199	7.119.605	3.485.469
Mantenimiento de const y edificaciones	-	-	5.358.542	2.048.144	1.002.688
Taxis y buses	2.686.467	3.328.187	2.981.581	2.307.013	1.129.420
Honorarios	1.966.850	2.469.701	2.224.379	1.716.473	840.315
Depreciaciones	1.766.099	1.112.977	1.616.645	1.008.302	493.623
Gastos de viajes	1.060.895	1.352.765	1.183.291	926.773	453.710
Suministros, maquinaria y equipo	534.823	584.766	445.810	375.510	183.834
Elementos de aseo y cafetería	1.037.216	1.483.404	1.481.189	1.086.458	531.886
Útiles y papelería	588.356	733.502	693.886	522.500	255.795
Contribuciones y afiliaciones	960.519	705.791	899.924	591.532	289.590
Amortizaciones	190.457	350.068	177.494	190.631	93.325
Gastos legales	77.212	184.365	159.329	125.567	61.472
Combustible y repuestos	341.278	75.782	76.810	55.940	27.386
Cheques y restaurante	94.199	39.022	34.772	26.978	13.207
Otros	6.437.947	8.384.656	5.092.302	4.887.377	2.392.660
Total	63.480.208	69.522.064	69.817.784	51.071.282	25.002.418

Cuadro 22 : Depreciación y amortización 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015 1S
Depreciaciones	48.999.846	56.043.614	58.701.079	54.466.114	23.551.323
Amortizaciones	20.818.449	28.777.365	36.065.455	39.962.633	13.797.571

6.4. Análisis de activos

A Continuación se presenta el cuadro descriptivo de los activos, los cuales se clasifican en operacionales y no operacionales, dependiendo si el activo es representativo de bienes y derechos que han sido adquiridos expresamente para ser utilizados en la explotación, y cuyo uso o consumo se espera se produzca durante el ejercicio.

Cuadro 23 : Clasificación de activos operacionales y no operacionales

Ítems	Clasificación
Activo corriente	
Disponible y equivalentes de efectivo	No operacional
Deudores. Neto	Operacional
Inventarios, neto	Operacional
Activos biológicos	Operacional
Diferidos y otros activos	No operacional
Activos no corrientes	
Inversiones permanentes, neto	No operacional
Inversiones en sociedades	No operacional
Deudores	Operacional
Propiedades, planta y equipo, neto	Operacional
Propiedades de inversión	No operacional
Intangibles, neto	No operacional
Diferidos y otros activos	No operacional

Los activos no operacionales de la compañía son los siguientes:

Disponibles y equivalentes en efectivo: incluye dineros en caja y bancos, inversiones de alta liquidez fácilmente convertibles a efectivo sujetas a bajo riesgo de cambio de valor.

Diferidos y otros activos corrientes y no corrientes: es una cuenta utilizada para registros de gastos pagados por anticipado, cargos diferidos, derechos en instrumentos financieros y otros.

Inversiones permanentes, neto: corresponden a aquellos respectos de las cuales el inversionista tiene el serio propósito de mantenerlas hasta la fecha de vencimiento de su plazo de maduración. Incluye inversiones en diferentes sociedades como Grupo de Inversiones Suramericana S.A., Grupo Argos S.A., Bimbo de Colombia S.A. entre muchas otras.

Inversiones en sociedades: son aquellas que el inversionista tiene el serio propósito de realizar el derecho económico, que incorporen un lapso no superior a 3 años calendario. Pueden ser de renta fija o renta variable.

Propiedades de inversión: corresponde a propiedades, terrenos o edificios, que se tienen para obtener rentas, plusvalías o ambas, en lugar de para la producción directa del negocio de la compañía.

Intangibles, neto: corresponde a activos identificables de carácter no monetario y sin apariencia física. Contiene créditos mercantiles, marcas, bienes en leasing, derechos de fideicomiso y otros.

7. Proyección de Estado de Resultado

7.1. Ingresos Operacionales

Para realizar la estimación de ventas se utiliza el promedio del crecimiento anual de las ventas en base USD entre los años 2010 al 2015 por área de negocio que incluye Cárnico / cold cuts, Galletas / biscuits, Chocolates / Chocolates, Café / Coffee, Helados / Ice cream, Pastas / Pata, A. Consumidor / Consumer Food, Otros / Others y TMLUC / TMLUC. En el caso de TMLUC / TMLUC su compra se realizó en 2013, por lo cual se tienen solo dos años de crecimiento, debido a ello se utiliza la tasa de crecimiento anual menor ente los dos años. Para el caso de la línea A. Consumidor se tiene crecimientos para cuatro años pero con significativa variaciones por lo cual se considera el menor crecimiento. Con lo anterior se proyecta un crecimiento de 7,6% anual para la compañía.

En el siguiente cuadro se muestra las diferentes tasas de crecimiento utilizadas para cada línea de negocio.

Cuadro 24 : Proyección de tasa de crecimiento anual de ventas por línea de negocio 2011-2015

	Δ% Sales					Avg %
	2011	2012	2013	2014	2015	
Cárnico / cold cuts	7,7%	2,8%	8,7%	-14,3%	-3,5%	0,3%
Galletas / biscuits	13,1%	5,6%	0,4%	5,6%	15,5%	8,0%
Chocolates / Chocolates	4,6%	-2,9%	2,7%	5,7%	11,7%	4,4%
Café / Coffee	12,4%	-4,7%	-4,2%	-5,0%	9,0%	1,5%
Helados / Ice cream	3,7%	15,4%	11,1%	7,3%	-1,9%	7,1%
Pastas / Pata	-2,0%	11,2%	3,4%	-0,3%	4,3%	3,4%
A. Consumidor / Consumer Food		19,6%	135,9%	5,9%	276,8%	5,9%
Otros / Others	8,7%	-9,1%	-6,5%	25,9%	16,4%	7,1%
TMLUC / TMLUC				190,2%	12,4%	12,4%
Total	9,1%	2,0%	9,2%	5,9%	11,8%	7,6%

7.2. Costo mercancía vendida

Se realiza la proyección utilizando el margen de venta promedio desde 2011 a 2015 (43%).

Cuadro 25 : Porcentaje de margen de venta 2011-2015

Costs	2011	2012	2013	2014	2015 2S
Gross profit %	40%	42%	45%	44%	43%

Se observa que los márgenes son relativamente constantes por lo cual para efectos de la proyección se utiliza el promedio de los años históricos, de tal forma que:

Cuadro 26 : Proyección de porcentaje margen de venta 2015 2s-2020

2015 FY	2016	2017	2018	2019	2020
43%	43%	43%	43%	43%	43%

7.3. Gastos de operación

Se realiza la proyección utilizando la tasa promedio historia de gastos sobre ventas desde 2011 a 2015 (32,8%). Se observa que la tasa es bastante constante durante el periodo.

Cuadro 27 : Tasa de gastos sobre ventas 2011-2015

Expenses	2011	2012	2013	2014	2015 2S
Expenses / Sales revenue	31,5%	32,4%	33,7%	33,1%	33,3%

Para distribuir el total de gastos entre gastos de administración, de ventas y de producción se utiliza la tasa promedio proporcional de cada uno respecto al total de gastos.

Para efectos de proyección se considera el promedio historio del ratio con una pequeña disminución para los últimos dos años de la proyección.

Cuadro 28 : Proyección de tasa de gastos sobre ventas 20152s-2020

2015 FY	2016	2017	2018	2019	2020
33%	33%	33%	33%	32%	32%

7.4. Ingresos y egresos no operacionales

Se realiza la proyección considerando el promedio de cada ítem sobre el total de ventas de la compañía para los años 2011 al 2015. Esto considera los siguientes ítems: Ingresos financieros, Gastos financieros, Diferencia en cambio neta, Otros ingresos (egresos) netos, Dividendos de portafolio y Operaciones discontinuadas.

7.5. Impuesto a la renta

En Colombia se aplica un impuesto a las empresas del 25% más un impuesto a la equidad (CREE) de 9%, por lo cual para efectos de proyección se ocupa una tasa impositiva de 34%.

7.6. Estado de Resultado Proyectado USD

Estado de Resultado Proyectado	2015 2S	2016	2017	2018	2019	2020
Total Ingresos Operacionales	1.330.081.418	2.845.172.227	2.991.347.413	3.149.738.267	3.321.526.001	3.321.526.001
Cárnico / cold cuts	355.164.059	681.659.266	683.641.114	685.628.723	687.622.112	687.622.112
Galletas / biscuits	271.001.648	582.599.859	629.398.721	679.956.824	734.576.140	734.576.140
Chocolates / Chocolates	232.707.906	468.033.550	488.405.952	509.665.117	531.849.644	531.849.644
Café / Coffee	150.741.337	319.738.739	324.532.806	329.398.755	334.337.662	334.337.662
Helados / Ice cream	98.825.884	193.695.261	207.465.049	222.213.732	238.010.897	238.010.897
Pastas / Pata	50.264.015	101.801.378	105.212.157	108.737.212	112.380.372	112.380.372
A. Consumidor / Consumer Food	- 36.343.398	51.772.246	54.821.064	58.049.424	61.467.899	61.467.899
Otros / Others	29.042.461	63.358.290	67.843.667	72.646.582	77.789.513	77.789.513
TMLUC / TMLUC	178.677.257	382.513.639	430.026.882	483.441.897	543.491.763	543.491.763
Costo mercancía vendida	- 767.553.996	- 1.622.892.891	- 1.703.280.212	- 1.790.318.596	- 1.884.641.620	- 1.884.641.620
Utilidad Bruta	562.527.422	1.222.279.336	1.288.067.201	1.359.419.671	1.436.884.381	1.436.884.381
Gastos de administración	- 73.205.456	- 150.015.121	- 157.240.163	- 165.058.224	- 173.525.106	- 172.989.659
Gastos de venta	- 323.240.546	- 719.052.975	- 753.684.070	- 791.157.625	- 831.741.111	- 829.174.606
Gastos de producción	- 33.774.992	- 61.517.822	- 64.480.649	- 67.686.659	- 71.158.737	- 70.939.162
Diferencia en cambio operativa neta	- 1.114.681	2.027.039	2.131.181	2.244.027	2.366.417	2.366.417
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	- 1.370.394	- 775.375	- 777.630	- 779.891	- 782.158	- 782.158
Total Gastos Operacionales	-432.706.068	-929.334.254	-974.051.330	-1.022.438.372	-1.074.840.694	-1.071.519.168
Utilidad Operativa	129.821.354	292.945.082	314.015.872	336.981.299	362.043.687	365.365.213
Ingresos financieros	3.066.024	5.231.435	5.500.208	5.791.442	6.107.309	6.107.309
Gastos financieros	-	- 42.656.212	- 42.656.212	- 42.656.212	- 42.656.212	- 42.656.212
Diferencia en cambio neta	-	4.998.627	4.998.627	4.998.627	4.998.627	4.998.627
Otros ingresos (egresos) netos	-	- 2.405.314	- 2.405.314	- 2.405.314	- 2.405.314	- 2.405.314
Dividendos de portafolio	-	18.166.345	18.166.345	18.166.345	18.166.345	18.166.345
Operaciones discontinuadas	-	- 1.668.788	- 1.668.788	- 1.668.788	- 1.668.788	- 1.668.788
Post Operativos Netos	3.066.024	-18.333.907	-18.065.133	-17.773.899	-17.458.032	-17.458.032
UAI e Interés minoritario	132.887.378	274.611.175	295.950.738	319.207.400	344.585.655	347.907.181
Impuesto de renta	- 43.602.766	- 82.383.353	- 88.785.222	- 95.762.220	- 103.375.696	- 104.372.154
Interés minoritario	-	- 389.539	- 389.539	- 389.539	- 389.539	- 389.539
UTILIDAD NETA	89.284.612	191.838.284	206.775.978	223.055.641	240.820.420	243.145.488

8. Proyección de Flujos de Caja Libre

En base a la proyección del Estado de Resultado para el periodo 2015 – 2020, se realiza la proyección del Flujo de Caja Bruto y del Flujo de Caja Libre, para lo cual se establecen los siguientes supuestos:

8.1. Inversión de Reposición

Se utiliza como método de cálculo de la inversión de reposición el valor de la depreciación del periodo. Lo anterior supone que la empresa realiza inversiones en activo fijo en la misma cuantía en que es activo fijo existente se deprecie. No se considera dentro de la inversión en Reposición la Amortización del periodo debido a que dentro de la composición de esta el 82% en 2015 corresponde a créditos mercantiles. De tal forma que:

Cuadro 29 : Proyección de inversión en reposición 2015s2-2020

Item/USD	2015 2S	2016	2017	2018	2019	2020
(+) Depreciaciones	-	23.551.323	23.551.323	23.551.323	23.551.323	23.551.323
Inversión en Reposición	-	23.551.323	23.551.323	23.551.323	23.551.323	23.551.323

8.2. Nuevas Inversiones en Activo Fijo

Para proyectar las inversiones en activo fijo se calculó el promedio de los activos de la empresa como proporción de las ventas durante la ventana de estudio entregando un promedio de 39,2%.

Cuadro 30 : Tasa de activo fijo sobre ventas 2011-20151s

Activo Fijo / USD \$	2011	2012	2013	2014	2015 1S
Propiedades, planta y equipo, neto	829.149.351	906.263.318	1.183.275.602	1.186.722.830	1.212.032.757
Activo / Venta	37,8%	40,5%	48,5%	46,0%	87,8%

Para la proyección se utiliza el porcentaje promedio calculado anteriormente sobre el nivel de ventas proyectado. De este modo, se obtiene la proyección de activos fijos.

Para obtener la nueva inversión en activo fijo de cada año es el adicional, se resta el nivel de activo fijo del año anterior y el nivel de activo fijo proyectado para el año en curso.

Cuadro 31 : Proyección de inversión en activo fijo 20152s-2020

Activo Fijo / USD \$	2015 2S	2016	2017	2018	2019	2020
Activo Fijo Proyectado	1.061.811.496	1.114.714.665	1.171.984.879	1.234.041.090	1.301.346.086	1.301.346.086
Nueva Inversión	-	52.903.169	57.270.214	62.056.211	67.304.996	-

8.3. Inversión en Capital de Trabajo

Para calcular la inversión en capital de trabajo de la compañía, se calcula el capital de trabajo operacional neto (CTON) de cada año. Para hacerlos comparables se utiliza el ratio de capital de trabajo sobre ventas y además el cálculo de los días de venta diaria del capital de trabajo, como se observa en el siguiente cuadro ambos ratios entrega información con poca variación.

Cuadro 32 : Capital de trabajo 2011-20151s

Capital de trabajo	2011	2012	2013	2014	2015 1S
(+) Deudores. Neto	272.773.187	277.170.610	325.528.263	296.964.954	304.477.173
(+) Inventarios, neto	246.485.836	221.203.555	288.995.991	335.963.299	396.415.240
(+) Activos biológicos	14.442.387	12.961.018	15.902.427	20.039.387	19.749.643
(-) Proveedores	70.738.564	71.896.372	115.090.293	112.311.986	130.958.384
(-) Cuentas por pagar	94.113.747	109.312.416	130.646.965	145.946.565	170.024.940
Capital de trabajo	368.849.100	330.126.395	384.689.423	394.709.089	419.658.732
Ventas	2.192.537.644	2.235.399.643	2.441.625.462	2.579.026.314	1.380.061.970
CTON % Ventas	16,8%	14,8%	15,8%	15,3%	15,2%
CTON Días ventas	60,6	53,2	56,7	55,1	54,7

Para efectos de la proyección se utiliza el CTON Días Ventas a través del promedio histórico dando como resultado 56,1 días de ventas. Con esto se proyecta el capital de trabajo utilizando como input la venta proyectada para los siguientes años. Para obtener la inversión anual en capital de trabajo se resta el nivel de capital de trabajo del año anterior y el nivel de capital de trabajo proyectado para el año en curso.

Cuadro 33 : Proyección de inversión en capital de trabajo 20152s-2020

Capital de trabajo / USD \$	2015 2S	2016	2017	2018	2019	2020
Capital de trabajo	421.998.769	443.024.226	465.785.291	490.448.468	517.197.684	517.197.684
Inversión en Capital de Trabajo	2.340.037	21.025.457	22.761.065	24.663.177	26.749.217	-

8.4. Proyección de Flujo de Caja Libre

Para el cálculo del flujo de caja libre se incorporan los período 2015-2020, segundo semestre de 2015 debido a que la valoración se realiza al 30 de junio de 2013 y se incorpora además el año 2020 considerado como el valor terminal o proyección implícita de los flujos de la empresa como perpetuos sin tasa de crecimiento.

Cuadro 34 : Estimación de flujo de caja 20151s-2020, USD\$

Flujo de Caja Libre	2015 2S	2016	2017	2018	2019	2020
UTILIDAD NETA	401.451	862.564	929.728	1.002.926	1.082.802	1.093.256
(+) Depreciaciones	0	23.551.323	23.551.323	23.551.323	23.551.323	23.551.323
(+) Amortizaciones	0	13.797.571	13.797.571	13.797.571	13.797.571	13.797.571
(-) Ingresos financieros	-1.352.121	-3.441.320	-3.613.387	-3.785.453	-3.957.519	-4.129.585
(+) Gastos financieros	-14.523.417	28.132.795	28.132.795	28.132.795	28.132.795	28.132.795
(-) Diferencia en cambio neta	1.729.372	-3.269.254	-3.269.254	-3.269.254	-3.269.254	-3.269.254
(+) Otros ingresos (egresos) netos	-856.719	1.548.594	1.548.594	1.548.594	1.548.594	1.548.594
(-) Dividendos de portafolio	6.207.756	-11.958.589	-11.958.589	-11.958.589	-11.958.589	-11.958.589
(+) Operaciones discontinuadas	-550.359	1.118.429	1.118.429	1.118.429	1.118.429	1.118.429
Flujo de Caja Bruto	123.235.541	241.317.833	256.083.461	272.191.058	289.783.771	291.936.773
Inversión en Reposición	- -	23.551.323 -	23.551.323 -	23.551.323 -	23.551.323 -	23.551.323
Inversión en Nuevo Activo Fijo	- -	52.903.169 -	57.270.214 -	62.056.211 -	67.304.996	-
Inversión en Capital de Trabajo	- 5.075.948 -	21.025.457 -	22.761.065 -	24.663.177 -	26.749.217	-
Flujo de caja libre	118.159.593	143.837.884	152.500.859	161.920.347	172.178.235	268.385.450
Valor terminal	-	-	-	-	2.917.233.149	-
FCL + Valor terminal	118.159.593	143.837.884	152.500.859	161.920.347	3.089.411.384	-
Flujo descontados	113.072.675	120.622.412	117.112.803	113.870.407	1.989.585.241	-

9. Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción

Para la valoración económica del precio de la acción se descontaron los flujos obtenidos anteriormente a la tasa de descuento obteniendo un VAN de USD\$ 2.454.263.538

Posteriormente se le descontó el Disponible y equivalentes en efectivo se adicionó los activos prescindibles y se descontó la Deuda financiera. Con lo anterior se obtiene el valor económico del patrimonio que es igual a USD\$ 4.190.803.570. Este valor se divide por el número de acciones, obteniendo el precio de la acción de USD \$ 9,11 al 30.06.15 comparable con el precio real de la acción que a esa misma fecha era de USD \$8,77. El valor obtenido es menor al precio actual de la acción por lo que creemos que la acción podría estar sub-valorada.

Cuadro 35 : Valoración económica y precio de la acción

Item	\$ USD	\$ COP
Valor economico de los activos	2.454.263.538	6.344.541.215.785
Disponible y equivalentes de efectivo	79.510.350	205.543.000.000
Activos prescindibles	2.843.848.037	7.351.660.000.000
Deuda financiera	- 1.186.818.356	- 3.068.056.000.000
Valor economico del patrimonio	4.190.803.570	10.833.688.215.785
Precio por acción	9,11	23.545,18
Precio real de la acción	8,77	22.660,00

10. Conclusiones

Después de realizar la valorización de Nutresa S.A. por medio de flujos de caja descontados se estudió tanto la empresa como el mercado en que se desenvuelve en profundidad. De esta forma se obtuvieron supuestos respaldados por este análisis para poder proyectar los flujos de la empresa y resolver los ratios necesarios para su valorización por medio de múltiplos.

Obtuvimos como resultado, que por medio del primer método, que el valor de su acción debería estar en USD\$10,02.- siendo el valor de mercado a la fecha USD\$8,77.-. Tomando una serie de supuestos que nos permitieron proyectar el valor esperado de la acción y su valor actual. Indicando que la acción está sub-valorada.

Gran parte de los activos fijos de largo plazo de la empresa se encuentran inmovilizados en inversiones en empresas relacionadas, es por esto que se ven afectados sus flujos dado que mantiene estos recursos de gran cuantía sin movimiento. Una revisión de estos, buscando liberar recursos para poder invertirlos en nuevos proyectos podría incrementar sus utilidades, mejorando de esta forma su valorización.

Bibliografía

- Nutresa S.A. Informe financiero consolidado 2014. Recuperado el 19 de agosto de 2015, del Sitio web de la compañía Nutresa S.A.: http://www.gruponutresa.com/sites/default/files/grupo_nutresa__informe_integrado_2014_-_espanol_-_ampliado_0.pdf
- Nutresa S.A. Estados financieros intermedios consolidados condensados por el período de tres meses terminado el 31 de marzo de 2015. Recuperado el 19 de agosto de 2015, del Sitio web de la compañía Nutresa S.A.: http://www.gruponutresa.com/sites/default/files/estados_financieros_consolidados_gn_29052015.pdf
- Nutresa S.A. Estados financieros 2013. Recuperado el 19 de agosto de 2015, del Sitio web de la compañía Nutresa S.A.: http://www.gruponutresa.com/es/webfm_send/419
- Nutresa S.A. Estados financieros 2012. Recuperado el 19 de agosto de 2015, del Sitio web de la compañía Nutresa S.A.: http://www.gruponutresa.com/es/webfm_send/253
- Nutresa S.A. Informe anual y de sostenibilidad 2013, del Sitio web de la compañía Nutresa S.A.: http://www.gruponutresa.com/sites/default/files/1_informe_anual_y_de_sostenibilidad_2013_-_grupo_nutresa_-_esp.pdf
- Nutresa S.A. Bonos Ordinarios del Fideicomiso Grupo Nacional de Chocolates - Calificación, Recuperado el 19 de agosto de 2015, del Sitio web de la compañía Nutresa S.A.: http://www.gruponutresa.com/es/webfm_send/530
- Nutresa S.A. Presentación de resultados trimestrales, Recuperado el 19 de agosto de 2015, del Sitio web de la compañía Nutresa S.A.: http://www.gruponutresa.com/sites/default/files/eeff_completos_pagina_web__diciembre_2014_def_20150217_nuevo_formato.xlsx
- Nutresa S.A. Presentación de resultados trimestrales, Recuperado el 19 de agosto de 2015, del Sitio web de la compañía Nutresa S.A.: http://www.gruponutresa.com/sites/default/files/grupo_nutresa_-_ventas_y_ebitdda_por_negocio_por_trimestre_a_diciembre_2014_0.xlsx

- Banco Central de Chile. Base de datos estadísticos, tipo de cambio. Recuperado el 19 de agosto de 2015, del Sitio web del Banco Central de Chile: <http://si3.bcentral.cl/Boletin/secure/boletin.aspx?idCanasta=XWC5L3397>
- Banco Central de Colombia. Base de datos estadísticos, Tasa de cambio del peso colombiano (TRM). Recuperado el 19 de agosto de 2015, del Sitio web del Banco Central de Colombia: <http://www.banrep.gov.co/es/trm>
- Bolsa de Valores de Colombia. Listado de Emisores. Recuperado el 19 de agosto de 2015, del Sitio web de la Bolsa de Valores de Colombia: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>
- Superintendencia del mercado de valores de Perú. Finalidad y funciones. http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=BB59C7F473A6A3A7364E3D611A6E59708F2EC053FD3AD4533881D5B48E6C9458CAFA3A
- Yahoo Finance. Información sobre la acción y financiera del Grupo Nutresa. http://finance.yahoo.com/q;_ylc=X1MDMjE0MjQ3ODk0OARfcgMyBGZyA3VoM19maW5hbmNlX3dlYgRmcjIDc2EtZ3AEZ3ByaWQDBG5fZ3BzAzEEb3JpZ2luA2ZpbmFuY2UueWFob28uY29tBHBvcwMxBHBxc3RyAwRxdWVyeQNHQ0hPWSwEc2FjAzEEc2FvAzE-?p=http%3A%2F%2Ffinance.yahoo.com%2Fq%3Fs%3D%3DGCH0Y%26q1%3D0&fr=uh3_finance_web&uhb=uh3_finance_vert&s=GCH0Y
- Bloomberg. Información financiera del Grupo Nutresa. <http://www.bloomberg.com/quote/NUTRESA:CB>
- Infinancials. Información financiera del Grupo Nutresa Colombia. <http://www.infinancials.com/fe-en/COT04PA00028/Grupo-Nutresa-S-A-/market-valuation>
- Infinancials. Información financiera del Grupo Nutresa Perú. <http://www.infinancials.com/fe-en/S6217CO/Grupo-Nutresa-SA-P-/market-valuation>
- DANE, Departamento Administrativo Nacional de Estadística. Datos estadísticos de la variación del Índice de Precios de Consumidor Colombia. <http://www.dane.gov.co/index.php/indices-de-precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc>
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, Perú. Información de la emisión y estatus de los bonos emitidos por Compañía Nacional de Chocolates de Perú CNCH. http://www.sbs.gob.pe/app/pu/CCID/Paginas/vp_rentafija.aspx

- Bolsa de Valores de Colombia. Búsqueda de información sobre la emisión y estatus de los bonos emitidos por Compañía Nacional de Chocolates.
https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/rentafija?com.tibco.ps.pagesvc.renderParams.sub5d9e2b27_11de9ed172b_-73dc7f000001=action%3DdetalleView%26org.springframework.web.portlet.mvc.ImplicitModel%3Dtrue%26
- Damodaran online. Búsqueda sobre CDS Colombia. Costos de capital industria Food Processing en Paises emergentes. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- ConAgra Foods Inc. Información sobre la empresa y sus estados financieros.
<http://www.conagrafoods.com/investor-relations/financial-reports/annual-reports>
- Finance Yahoo, información sobre las empresas de la industria alimenticia.
<https://finance.yahoo.com/q/ks?s=CAG+Key+Statistics>
- Nasdaq, información sobre la empresa y la industria de los alimentos.
<http://www.nasdaq.com/symbol/cag/historical>
- Alicorp S.A. Información sobre los estados financieros de la empresa.
<http://www.alicorp.com.pe/alicorp/index.html>
- Bolsa de Valores de Lima. Información sobre Alicorp S.A.
http://www.bvl.com.pe/inf_financiera21400_QUxJQ09SQzE.html#
- Hormel Foods Corporation. Información de la empresa y sus estados financieros.
<http://www.hormelfoods.com/>
- EHormel Foods Corp. Información financiera de la empresa.
<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=71258&p=irol-fundCashFlowA>

Anexos

- Balance de Nutresa S.A. Expresados en USD

Items / USD	2011	2012	2013	2014	2015S1
ACTIVO					
Activo corriente					
Disponible y equivalentes de efectivo	99.391.054	165.030.567	215.829.627	175.312.440	79.510.350
Deudores. Neto	323.872.960	372.051.147	408.136.407	310.242.367	304.477.173
Inventarios, neto	292.661.087	296.925.552	362.333.470	350.984.342	396.415.240
Activos biológicos	17.147.942	17.397.811	19.937.929	20.935.355	19.749.643
Diferidos y otros activos	94.266.334	96.839.981	64.810.596	125.656.019	120.775.131
Total activo corriente	827.339.377	948.245.059	1.071.048.028	983.130.524	920.927.537
Activos no corrientes					
Inversiones permanentes, neto	1.690.652.877	1.863.220.226	1.846.991.691	1.678.804.243	1.377.204.065
Inversiones en sociedades	45.015.725	49.610.545	46.318.565	38.981.216	42.257.776
Deudores	11.037.731	13.566.108	13.514.180	10.638.650	10.440.954
Propiedades, planta y equipo, neto	984.477.461	1.216.493.722	1.483.551.221	1.239.781.647	1.212.032.757
Propiedades de inversión	29.088.104	35.943.430	38.287.239	41.064.427	36.026.707
Intangibles, neto	463.470.428	579.925.123	1.054.307.334	891.944.275	1.154.952.014
Diferidos y otros activos	58.820.713	18.182.024	22.283.232	64.428.663	112.632.344
Valorizaciones	-	-	-	-	-
Total activo no corriente	3.282.563.040	3.776.941.178	4.505.253.462	3.965.643.123	3.945.546.617
TOTAL DEL ACTIVO	4.109.902.417	4.725.186.237	5.576.301.490	4.948.773.647	4.866.474.154
PASIVO					
Pasivos corrientes					
Obligaciones financieras	28.131.981	54.665.965	213.687.208	164.732.374	218.286.495
Proveedores	83.990.323	96.507.807	144.296.345	117.333.496	130.958.384
Cuentas por pagar	111.744.479	146.732.043	163.800.779	152.471.890	170.024.940
Impuestos, gravámenes y tasas	68.369.795	78.158.950	91.292.434	62.788.093	71.175.308
Obligaciones laborales	119.476.300	149.392.693	172.149.109	136.970.612	129.410.296
Pasivos estimados y provisiones	-	-	-	-	-
Diferidos y otros pasivos	2.589.695	2.126.986	2.901.138	5.291.970	4.941.023
Total de pasivo corriente	414.302.573	527.584.444	788.127.013	639.588.434	724.796.445
Pasivo no corriente					
Obligaciones financieras	321.689.401	335.754.964	833.147.230	730.913.530	968.531.861
Cuentas por pagar	81.330	93.879	80.557	82.930	78.527
Obligaciones laborales	9.104.836	11.729.065	9.495.872	8.684.070	8.204.738
Pasivos estimados y provisiones	10.758.223	12.854.097	1.093.091	8.673.917	5.734.766
Diferidos y otros pasivos	57.873.063	70.956.267	242.350.389	185.812.166	173.489.682
Total del pasivo no corriente	399.506.854	431.388.272	1.086.167.139	934.166.613	1.156.039.574
Total del pasivo	813.809.427	958.972.717	1.874.294.152	1.573.755.047	1.880.836.019
INTERES MINORITARIO	9.290.676	10.260.908	10.129.591	12.011.486	11.874.156
PATRIMONIO	3.286.802.314	3.755.952.612	3.691.877.747	3.363.007.114	2.985.638.135
PASIVO, PATRIMONIO E INTERÉS MIN.	4.109.902.417	4.725.186.237	5.576.301.490	4.948.773.647	4.866.474.154

- **Filiales Nutresa S.A.**

Colombia

Industria Colombiana de Café S.A.S

Compañía dedicada a la producción de café y productos relacionados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Compañía Nacional de Chocolates S. A. S

Compañía dedicada a la producción de chocolates, sus derivados y otros productos relacionados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Compañía de Galletas Noel S. A. S

Compañía dedicada a la producción de galletas, cereales, entre otros., de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Industria de Alimentos Zenú S. A. S

Compañía dedicada a la producción y comercialización de carnes y sus derivados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Productos Alimenticios Doria S. A. S

Compañía dedicada a la producción de pastas alimenticias, harinas y cereales. COP, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Molino Santa Marta S.A.S

Compañía dedicada a la molturación de granos, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Alimentos Cárnicos S.A.S

Compañía dedicada a la producción de carnes y sus derivados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Tropical Coffee Company S. A. S

Compañía dedicada al montaje y explotación de industrias de café, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Litoempaques S. A. S

Compañía dedicada a la producción o fabricación de material de empaque, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Pastas Comarrico S. A. S

Compañía dedicada a la producción de pastas alimenticias, harinas y cereales. COP, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Novaventa S.A.S

Compañía dedicada a la comercialización de alimentos y otros artículos mediante canal de venta directa, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

La Recetta Soluciones Gastronómicas Integrad S.A.S

Compañía dedicada a la distribución de alimentos mediante canal institucional, de la cual Nutresa tiene el 70% de la propiedad.

Meals Mercadeo de Alimentos de Colombia S.A

Compañía dedicada a la producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Servicios Nutresa S.A.S

Compañía dedicada a la prestación de servicios empresariales especializado, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Setas Colombianas S.A

Compañía dedicada al procesamiento y comercialización de champiñones, de la cual Nutresa tiene el 99,48% de la propiedad.

Alimentos Cárnicos Zona Franca Santa Fe S.A.S

Compañía dedicada a la prestación de servicios logísticos, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Gestión Cargo Zona Franca S.A.S

Compañía dedicada a la prestación de servicios logísticos, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Comercial Nutresa S.A.S

Compañía dedicada a la comercialización de productos alimenticios., de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Industrias Aliadas S.A.S

Compañía dedicada a la prestación de servicios relacionados con el café, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Opperar Colombia S.A.S.

Compañía dedicada a la prestación de servicios de transporte, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Fideicomiso Grupo Nutresa

Compañía dedicada a la gestión de recursos financieros, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Fondo de capital privado “Cacao para el futuro Compartimento A

Compañía dedicada a la Inversión en producción de cacao, de la cual Nutresa tiene el 83,41% de la propiedad.

IRCC Ltda.

Compañía dedicada a la producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

LYC S.A.S.

Compañía dedicada a la producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

PJ COL S.A.S

Compañía dedicada a la producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Panero S.A.S

Compañía dedicada a la producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

New Brands S.A.

Compañía dedicada a la producción de lácteos y helados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Schadel Ltda.

Compañía dedicada a la producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor, de la cual Nutresa tiene el 99,88% de la propiedad.

Chile

Tresmontes Lucchetti S.A.

Compañía dedicada a la prestación de servicios empresariales especializado, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Nutresa Chile S.A.

Compañía dedicada a la gestión financiera y de inversiones, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Tresmontes Lucchetti Agroindustrial S.A.

Compañía dedicada a la producción agrícola e industrial, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Tresmontes Lucchetti Internacional S.A.

Compañía dedicada a la comercialización de productos alimenticios., de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Tresmontes Lucchetti Servicios S.A.

Compañía dedicada a la gestión financiera y de inversiones, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Tresmontes S.A.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de alimentos, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Inmobiliaria Tresmontes Lucchetti S.A.

Compañía dedicada a la gestión financiera y de inversiones, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Lucchetti Chile S.A.

Compañía dedicada a la producción de pastas alimenticias, harinas y cereales. CLP, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Novaceites S.A.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de aceites vegetales, de la cual Nutresa tiene el 50% de la propiedad.

Inmobiliaria y Rentas Tresmontes Lucchetti

Compañía dedicada a la gestión financiera y de inversiones, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Costa Rica

Compañía Nacional de Chocolates DCR, S.A.

Compañía dedicada a la producción de chocolates y sus derivados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Compañía de Galletas Pozuelo DCR S.A.

Compañía dedicada a la producción de galletas y otros relacionados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Industrias Lácteas de Costa Rica S.A.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de lácteos, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Cía. Americana de Helados S.A.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de helados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Fransouno S.A.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Helados H.D. S.A.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Americana de Alimentos Ameral S.A.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Inmobiliaria Nevada S.A.

Compañía dedicada a amplios rubros del comercio y la industria, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Guatemala

Comercial Pozuelo Guatemala S.A.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Heladera Guatemalteca S.A.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de helados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Distribuidora POPS S.A.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de helados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Nevada Guatemalteca S.A.

Compañía dedicada a servicios de arrendamiento de inmuebles, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Guate-Pops S.A.

Compañía dedicada a servicios de personal, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

México

Nutresa S.A. de C.V.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Serer S.A. de C.V.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Comercializadora Tresmontes Lucchetti S.A.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Servicios Tresmontes Lucchetti S.A. de C.V.

Compañía dedicada a la prestación de servicios empresariales especializados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Tresmontes Lucchetti México S.A.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

TMLUC Servicios Industriales, S. A.

Compañía dedicada a la prestación de servicios empresariales especializados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Panamá

Promociones y Publicidad Las Américas S.A.

Compañía dedicada a la gestión financiera y de inversiones, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Alimentos Cárnicos de Panamá S.A.

Compañía dedicada a la producción de carnes y sus derivados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Comercial Pozuelo Panamá S. A

Compañía dedicada a la producción de galletas y otros productos relacionados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

American Franchising Corp.

Compañía dedicada a la gestión financiera y de inversiones, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Aldage, Inc.

Compañía dedicada a la gestión financiera y de inversiones, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

LYC Bay Enterprise INC.

Compañía dedicada a la gestión financiera y de inversiones, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Sun Bay Enterprise INC.

Compañía dedicada a la gestión financiera y de inversiones, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Estados Unidos de América

Abimar Foods Inc.

Compañía dedicada a la producción y comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

POPS One LLC

Compañía dedicada a la operación de establecimientos de alimentos al consumidor, de la cual Nutresa tiene el 98% de la propiedad.

POPS Two LLC

Compañía dedicada a la operación de establecimientos de alimentos al consumidor, de la cual Nutresa tiene el 98% de la propiedad.

Cordialsa Usa, Inc.

Compañía dedicada a la comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Costa Rica's Creamery LLC.

Compañía dedicada a la operación de establecimientos de alimentos al consumidor, helados, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Venezuela

Cordialsa Noel Venezuela S.A.

Compañía dedicada a la comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela

Compañía dedicada a la producción de alimentos, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Otros países

TMLUC Argentina S.A.

Compañía argentina dedicada a la producción y comercialización de alimentos, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Corp. Distrib. de Alimentos S.A (Cordialsa)

Compañía ecuatoriana dedicada a la comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Comercial Pozuelo El Salvador S.A. de C.V.

Compañía salvadoreña dedicada a la distribución y comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Americana de Alimentos S.A. de C.V.

Compañía salvadoreña dedicada a la comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Comercial Pozuelo Nicaragua S.A.

Compañía nicaragüense dedicada a la comercialización de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Industrias Lácteas Nicaragua S.A.

Compañía nicaragüense dedicada a la comercialización y gestión logística de productos alimenticios, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Compañía Nacional de Chocolates del Perú S.A.

Compañía peruana dedicada a la producción de bebidas y alimentos, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

TMLUC Perú S.A.

Compañía peruana dedicada a la producción y comercialización de alimentos, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Cordialsa Boricua Empaque, Inc.

Compañía puertorriqueña dedicada a la producción y comercialización de alimentos, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Helados Bon

Compañía dominicana dedicada a la producción y comercialización de helados, lácteos y otros alimentos, de la cual Nutresa tiene el 81,18% de la propiedad.

Gabon Capital LTD.

Compañía localizada en Islas Vírgenes Británicas dedicada a la gestión financiera y de inversión, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Baton Rouge Holdings LTD.

Compañía localizada en Islas Vírgenes Británicas dedicada a la gestión financiera y de inversión, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Ellenbrook Holdings Limited

Compañía localizada en Islas Vírgenes Británicas dedicada a la gestión financiera y de inversión, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

Perlita Investments LTD.

Compañía localizada en Islas Vírgenes Británicas dedicada a la gestión financiera y de inversión, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.

El Corral Investments INC

Compañía localizada en Islas Vírgenes Británicas dedicada a la gestión financiera y de inversión, de la cual Nutresa tiene el 100% de la propiedad.