



# **VALORACIÓN GRUPO NUTRESA S.A. MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO**

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

Alumno  
Diego Martínez

Profesor Guía  
Carlos Maquieira

Santiago, Abril 2019

***Dedicado a Jonathan Salinas***

## **Agradecimientos**

*A mi familia.*

## Tabla de Contenidos

Tabla de Contenidos .....	4
Índice de cuadros e ilustraciones .....	5
1. Resumen Ejecutivo .....	7
2. Metodología .....	8
2.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN .....	8
2.1.1 Modelo de descuento de dividendos .....	8
2.1.2 Método de Flujos de Caja Descontados .....	9
2.1.3 Método de múltiplos .....	11
3. Descripción de la Empresa e Industria .....	13
3.1 FILIALES .....	16
3.2 ORGANIZACIÓN POR SEGMENTO .....	17
3.3 ACCIONISTAS .....	19
3.4 EMPRESAS BENCHMARK .....	19
4. Análisis Operacional del Negocio e Industria .....	23
4.1 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO .....	24
4.1.1 Tasas de crecimiento reales de la industria .....	25
4.1.2 Perspectivas de crecimiento de la industria .....	26
4.2 ANÁLISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN .....	28
4.3 ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES .....	30
4.4 ANÁLISIS DE ACTIVOS .....	31
4.4.1 Activos no operacionales .....	31
5. Proyección de EERR .....	33
5.1 PROYECCIÓN DE INGRESOS DE OPERACIÓN .....	33
5.2 PROYECCIÓN DE COSTOS DE OPERACIÓN .....	35
5.3 PROYECCIÓN RESULTADO NO OPERACIONAL .....	36
5.4 GANANCIA ANTES DE IMPUESTOS .....	37
5.5 IMPUESTOS .....	37
5.6 GANANCIA O PÉRDIDA .....	38
6. Proyección de Flujos de Caja Libre .....	39
6.1 INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO .....	40
6.2 INVERSIÓN EN NUEVOS ACTIVOS .....	41
6.3 INVERSIÓN EN REPOSICIÓN .....	43
6.4 FLUJO DE CAJA LIBRE Y VALOR TERMINAL .....	43
7. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción .....	44
8. Conclusiones .....	46
9. Anexos .....	47

9.1 BIBLIOGRAFÍA.....	47
9.2 TABLAS Y GRÁFICOS.....	48

## Índice de cuadros e ilustraciones

Tabla N°1: Descripción Grupo Nutresa. ....	14
Tabla N°2: Porcentaje de las ventas de Nutresa por país. ....	14
Tabla N°3: Ventas en millones de pesos colombianos por producto. ....	15
Tabla N°4: Indicadores financieros de Nutresa. ....	15
Tabla N°5: Filiales del Grupo Nutresa. ....	16
Tabla N°6: 12 Principales accionistas de Nutresa. ....	19
Tabla N°7: Bolsas donde transan las Empresas Benchmark.....	20
Tabla N°8: Características financieras Empresas Benchmark.....	20
Tabla N°9: Características de Mercado de las empresas Benchmark.....	23
Tabla N°10: Ingresos Operacionales por Segmento. Tasas de crecimiento. ....	24
Tabla N°11: Ingresos Operacionales por Áreas geográficas. Tasas de Crecimiento. ....	24
Tabla N°12: Ingresos Operacionales por productos. Tasas de crecimiento.....	25
Tabla N°13: Variación anual de la actividad económica Elaboración de productos alimenticios, bebidas, productos de tabaco. ....	25
Gráfico N°1: Crecimiento Industria vs Grupo Nutresa. ....	26
Gráfico N°4: Variación anual Ingresos Nutresa vs Consumo Hogares. ....	27
Gráfico N°5: Variación PIB vs Actividad "Alimentos" .....	28
Tabla N°14: Descomposición de los costos. Niveles nominales en millones de pesos colombianos. ....	29
Tabla N°15: Descomposición de los costos operacionales. Niveles reales en millones de pesos colombianos.....	30
Tabla N°16: Descomposición cuentas no operacionales. Niveles reales en millones de pesos colombianos.....	30
Tabla N°17: Tipos de Activos. Niveles reales en millones de pesos colombianos .....	31
Tabla N°18: Apertura de la actividad “Elaboración de productos alimenticios; elaboración de bebidas; elaboración de productos de tabaco”. ....	34

Tabla N°19: Proyecciones ingresos operacionales 20184T-2022 (millones de pesos colombianos). .....	34
Gráfico N°6: Gastos de Administración en niveles reales 2014-2017 (millones de pesos colombianos).....	35
Tabla N°20: Proyecciones costos operacionales 20184T-2022 (millones de pesos colombianos). ..	36
Tabla N°21: Proyecciones cuentas no operacionales 20184T-2022 (millones de pesos colombianos).....	37
Tabla N°22: Proyecciones EBITDA 2018_4T-2022 (millones de pesos colombianos).....	37
Tabla N°23: Proyecciones pago de impuestos 2018_4T-2022 (millones de pesos colombianos)....	38
Tabla N°24: Proyecciones ganancias 2018_4T-2022 (millones de pesos colombianos). .....	38
Tabla N°25: Proyección EERR para los periodos 2018_4T-2022 (millones de pesos colombianos). .....	39
Tabla N°26: Proyección Flujo de Caja Bruto para los periodos 2018_4T-2022 (millones de pesos colombianos).....	40
Tabla N°27: Inversión en capital de trabajo para los periodos 2018-2022 (millones de pesos colombianos).....	41
Tabla N°28: Cálculo en nuevas Inversiones (millones de pesos colombianos).....	42
Tabla N°29: Cálculo CAPEX y PPE proyectado para los periodos 2019-2022 (millones de pesos colombianos).....	42
Tabla N°30: Cálculo Inversión en reposición (millones de pesos colombianos).....	43
Tabla N°31: Cálculo depreciación proyectada periodo 20184T-2022 (millones de pesos colombianos).....	43
Tabla N°32: Cálculo Flujo de caja libre y valor terminal (millones de pesos colombianos). .....	44
Tabla N°33: Valor económico Nutresa, millones de pesos colombianos. ....	45
Gráfico N°1: Índice mundial de alimentos 2007-2018. FAO FOOD Index.....	48
Gráfico N°2: Variación trimestral Índice mundial de alimentos 1999-2018. FAO FOOD Index.....	48

## 1. Resumen Ejecutivo

Este informe tiene como objetivo valorar la empresa Nutresa a través del método de flujos de caja descontados al 30 de septiembre 2018.

Nutresa es un conglomerado colombiano, ligado a la industria alimenticia. Mayoritariamente con presencia en el mercado latinoamericano, sus productos compiten en más de 81 países, alrededor del mundo. Las principales unidades de negocio que posee son; carnes, galletas, chocolates, helados y pastas.

En base a las características financieras del grupo, el contexto económico y la industria en la cual opera, se realiza un análisis de crecimiento que argumenta los flujos futuros a utilizar.

El método de valoración contempla la proyección de los estados financieros y construcción de los flujos de caja de la firma. Además, se realizan estimaciones sobre las inversiones de reposición, nuevos activos y capital de trabajo necesarios. Los flujos de caja libre se descuentan al costo de capital de Nutresa (wacc).

El valor intrínseco de la acción, se definirá mediante el valor de los activos operacionales, los activos prescindibles y la deuda financiera.

La estimación realizada a través del método descrito, alcanza un precio COP \$25,835, superior al spot a la fecha de cierre, en un 6.8%.

## **2. Metodología**

### **2.1 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 fondos<sup>1</sup>. 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 comparables<sup>2</sup>.

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.

#### **2.1.1 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,

---

<sup>1</sup> Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

<sup>2</sup> Maqueira, 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:

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

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K<sub>p</sub>= 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<sub>1</sub> son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

### **2.1.2 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

---

<sup>3</sup> Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

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.<sup>4</sup>

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.

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

---

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

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.

### **2.1.3 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; identificar activos comparables, obtener el valor de mercado de ellos y 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 ellos<sup>5</sup>:

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.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. 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

---

<sup>5</sup> Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

- 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 m<sup>2</sup> construido en retail)

### **3. Descripción de la Empresa e Industria**

Nutresa es un grupo colombiano productor y distribuidor de alimentos, organizado en base a 8 unidades de negocios (Carnes Frías, Galletas, Chocolates, Café, Tresmontes, Helados, Pastas y Alimentos al consumidor) buscando diversificar categorías de productos, materias primas y mercados objetivos.

Grupo Nutresa es regulada por los organismos gubernamentales ligados a la industria alimentaria en los países que opera. Además, es supervisado por la superintendencia Financiera de Colombia, tiene presencia bursátil en la Bolsa de Valores de Colombia, y posee un ADRs (Tabla N°1).

Las unidades de la empresa están apoyadas por estructuras segmentadas por canal, en Colombia y compañías de distribución a nivel internacional. Además, tiene presencia directa con sus 46 plantas, en 14 países. Sus productos están en más de 72 países, con un portafolio superior a 170 marcas. Respecto a su presencia en el mercado colombiano, las ventas del Grupo en el país, representan el 63.8% (Tabla N°2) de sus ventas totales, lo que significa, en términos consolidados, un 59.3% de participación en la Industria.

Al tercer trimestre del 2018 las ventas totales ascendieron a \$6,609,000(Tabla N°3) millones de pesos colombianos y en términos de Ebitda \$840,842 millones de pesos colombianos (12.7% del margen). Las ventas por canal del grupo se concentran en un 51.7% en tiendas y autoservicios, 23.8% cadenas de supermercados, 8% alimentos al consumidor, 7.7% alternativo, 5.1% institucional y 3.7% industrial, según la memoria del año 2017. Además, posee un retorno sobre el capital de 5.71% a septiembre 2018, nivel inferior al índice Colcap (8.99%).

Tabla N°1: Descripción Grupo Nutresa.

Características	Descripción
Razón Social	Grupo Nutresa S.A
NIT	890900050-1
Nemotécnico	Colombia -COT04PA00028 (ISIN) / ADR CUSIP 40052J101
Industria	Participa en la industria de producción y distribución de alimentos

Fuente: Blomberg. Elaboración propia.

Tabla N°2: Porcentaje de las ventas de Nutresa por país.

País	% Ventas 2018(1)
Colombia	63.8%
Centroamérica	9.4%
Chile	8.1%
USA	7.5%
México	3.7%
Otros países	2.2%
Perú	2.0%
Rep. Dominicana y el Caribe	1.8%
Ecuador	1.4%
Venezuela	0.0%

Fuente: Estados Financieros Nutresa. (1) Las ventas son acumuladas.

La concentración de las ventas de Nutresa, se centran en los segmentos de carnes, galletas y chocolates, representando un 57% del total de estas (Tabla N°3).

Tabla N°3: Ventas en millones de pesos colombianos por producto.

Unidad	Ingreso	% Ventas	% Ebitda
Galletas	1,327,033	20%	23%
Carne	1,338,371	20%	18%
Chocolate	1,123,941	17%	21%
Café	736,059	11%	10%
TMLUC	750,714	11%	12%
Alimentos Consumidor	539,236	8%	7%
Helados	330,419	5%	5%
Otros	240,389	4%	1%
Pasta	223,136	3%	3%

Fuente: Bloomberg

Los indicadores de Nutresa han sido relativamente estables durante los últimos seis trimestres. Con una evolución positiva en ratios como el retorno sobre el capital y margen operacional al cierre de septiembre 2018 (Tabla N°4). Por su parte la relación precio beneficio por acción muestra un descenso a la misma fecha, explicado por una menor valoración bursátil del grupo.

El índice COLCAP refleja el rendimiento del conjunto de acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia, entre ellas Nutresa.

Tabla N°4: Indicadores financieros de Nutresa.

En millones de COP nominales	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
Trimestral	03/31/2017	06/30/2017	09/29/2017	12/29/2017	03/30/2018	06/29/2018	09/28/2018
<b>Retorno sobre el capital común</b>	<b>4.61</b>	<b>4.78</b>	<b>4.81</b>	<b>4.87</b>	<b>4.89</b>	<b>5.05</b>	<b>5.71</b>
Colombia COLCAP Index	8.96	8.38	7.62	7.63	8.00	8.68	8.99
<b>Retorno de capital:</b>	<b>5.28</b>	<b>5.46</b>	<b>5.39</b>	<b>5.37</b>	<b>5.21</b>	<b>5.20</b>	<b>5.63</b>
Colombia COLCAP Index	5.98	5.82	4.96	5.07	5.30	5.68	5.69
<b>Margen operacional</b>	<b>9.98</b>	<b>9.24</b>	<b>9.27</b>	<b>7.38</b>	<b>9.60</b>	<b>8.93</b>	<b>10.33</b>
Colombia COLCAP Index	18.42	18.12	13.68	14.55	14.96	15.11	15.69
<b>Precio/BPA</b>	<b>29.08</b>	<b>30.15</b>	<b>30.14</b>	<b>30.39</b>	<b>29.71</b>	<b>28.86</b>	<b>23.05</b>
Colombia COLCAP Index	12.92	14.97	16.66	16.27	15.29	15.81	14.16
<b>Precio/Libro</b>	<b>1.36</b>	<b>1.41</b>	<b>1.41</b>	<b>1.44</b>	<b>1.46</b>	<b>1.48</b>	<b>1.37</b>
Colombia COLCAP Index	1.24	1.30	1.30	1.25	1.35	1.43	1.33
<b>VE periódico a EBITDA últimos 12M</b>	<b>13.68</b>	<b>14.26</b>	<b>14.35</b>	<b>14.29</b>	<b>14.02</b>	<b>14.23</b>	<b>12.59</b>
Colombia COLCAP Index	5.96	6.35	6.36	6.57	8.39	8.07	7.73
<b>Net Debt/EBITDA</b>	<b>2.89</b>	<b>2.74</b>	<b>2.71</b>	<b>2.40</b>	<b>2.64</b>	<b>2.46</b>	<b>2.33</b>
Colombia COLCAP Index	1.79	1.99	2.05	2.13	2.68	2.52	2.49

Fuente: Bloomberg.

### 3.1 Filiales

El grupo posee una cantidad importante de empresas relacionadas, ordenadas en función del país y las unidades de negocios, con el fin de optimizar los procesos, sinergias, y especialización de las áreas (Ver Tabla N°5).

Tabla N°5: Filiales del Grupo Nutresa.

Denominación	Actividad Principal	Moneda	% (1)
<b>Costa Rica</b>			
Compañía Nacional de Chocolates DCR S. A.	Producción de chocolates y sus derivados	CRC	100.00%
Compañía de Galletas Pozuelo DCR S. A.	Producción de galletas y otros relacionados	CRC	100.00%
Compañía Americana de Helados S. A.	Producción y venta de helados	CRC	100.00%
Servicios Nutresa CR S. A.	Prestación de servicios empresariales especializados	CRC	100.00%
<b>Guatemala</b>			
Comercial Pozuelo Guatemala S. A.	Distribución y comercialización de productos alimenticios	QTZ	100.00%
Distribuidora POPS S. A.	Comercialización de helados	QTZ	100.00%
<b>México</b>			
Nutresa S. A. de C.V.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	MXN	100.00%
Serer S. A. de C.V.	Servicios de personal	MXN	100.00%
Comercializadora Tresmontes Lucchetti S. A. De C.V.	Comercialización de productos alimenticios	MXN	100.00%
Servicios Tresmontes Lucchetti S. A. de C.V.	Prestación de servicios empresariales especializados	MXN	100.00%
Tresmontes Lucchetti México S. A. de C.V.	Producción y comercialización de alimentos	MXN	100.00%
TMLUC Servicios Industriales S. A. de C.V.	Prestación de servicios empresariales especializados	MXN	100.00%
<b>Panamá</b>			
Promociones y Publicidad Las Américas S. A.	Gestión financiera y de inversiones	PAB	100.00%
Alimentos Cárnicos de Panamá S. A.	Producción de carnes y sus derivados	PAB	100.00%
Comercial Pozuelo Panamá S. A	Producción de galletas y otros relacionados	PAB	100.00%
American Franchising Corp. (AFC)	Gestión financiera y de inversiones	USD	100.00%
Aldage Inc.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100.00%
LYC Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100.00%
Sun Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100.00%
El Corral Capital INC.	Gestión de franquicias de la industria alimenticia	USD	100.00%
<b>Estados Unidos de América</b>			
Abimar Foods Inc.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	USD	100.00%
Cordialsa Usa Inc.	Comercialización de productos alimenticios	USD	100.00%
<b>Otros países</b>			
TMLUC Argentina S. A.	Producción y comercialización de alimentos. Argentina	ARS	100.00%
Corporación Distribuidora de Alimentos S.A (Cordialsa)	Comercialización de productos alimenticios. Ecuador	USD	100.00%
Comercial Pozuelo El Salvador S. A. de C.V.	Distribución y comercialización de productos alimenticios. El Salvador	USD	100.00%
Americana de Alimentos S. A. de C.V.	Comercialización de productos alimenticios El Salvador	USD	100.00%
Comercial Pozuelo Nicaragua S. A.	Comercialización de productos alimenticios Nicaragua	NIO	100.00%
Industrias Lácteas Nicaragua S. A.	Comercialización y gestión logística Nicaragua	NIO	100.00%
Compañía Nacional de Chocolates del Perú S. A.	Producción de bebidas y alimentos. Perú	PEN	100.00%
TMLUC Perú S. A.	Producción y comercialización de alimentos. Perú	PEN	100.00%
Helados Bon S. A.	Producción y comercialización de helados. República Dominicana	DOP	81.18%



Compañía de Galletas Pozuelo de República Dominicana S.R.L.	Gestión financiera y de inversiones. República Dominicana	DOP	100.00%
Gabon Capital LTD.	Gestión financiera y de inversiones BVI	USD	100.00%
Perlita Investments LTD.	Gestión financiera y de inversiones BVI	USD	100.00%

Fuente: Informe trimestral, septiembre 2018 Grupo Nutresa. (1) A septiembre 2018.

### 3.2 Organización por segmento

- **Carnes:** Producción y comercialización de carnes procesadas, carnes maduradas, platos listos congelados y champiñones.

Unidad	País	Empresas
Carnico	Colombia	Industria de Alimentos Zenú S.A.S
	Colombia	Alimentos Cárnicos S.A.S.
	Colombia	Setas Colombianas S.A.
	Colombia	Gestión Cargo Zona Franca S.A.S.
	Panamá	Blue Ribbon Products S.A.
	Panamá	Ernesto Berard S.A.
	Venezuela	Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela S.A.

Fuente: Bloomberg.

- **Galletas:** Producción y comercialización de galletas dulces y saladas.

Unidad	País	Empresas
Galletas	Colombia	Compañía de Galletas Noel S.A.S.
	Colombia	Litoempaqués S.A.S.
	Colombia	Molinos Santa Marta S.A.S.
	Costa Rica	Compañía de Galletas Pozuelo DCR S.A.
	Estados Unidos	AbiMar Foods Inc

Fuente: Bloomberg.

- **Chocolates:** Producción y comercialización de golosinas de chocolate, bebidas de chocolate, barras de cereal y nueces.

Unidad	País	Empresas
Chocolates	Colombia	Compañía Nacional de Chocolates S.A.S.
	Perú	Compañía Nacional de Chocolates de Perú S.A.
	Costa Rica	Compañía Nacional de Chocolates DCR S.A.
	México	Nutresa S.A de C.V.

Fuente: Bloomberg.

- **Café:** Producción y comercialización de café tostado y molido, café soluble (en polvo, granulado y liofilizado) y extractos de café.

Unidad	País	Empresas
Café	Colombia	Industria Colombiana de Café S.A.S
Café	Colombia	Tropical Coffee Company S.A.S.
Café	Colombia	Industrias Aliadas S.A.

Fuente: Bloomberg.

- **Helados:** Producción y comercialización de helados (paletas de agua, paletas de leche, conos, litros, postres, vasos, galletas).

Unidad	País	Empresas
Helados	Colombia	Meals de Colombia S.A.S.
Helados	República Dominicana	Helados Bon S.A

Fuente: Bloomberg.

- **Pastas:** Producción y comercialización de pastas alimenticias (corta, larga, al huevo, con verduras, alta en fibra, con mantequilla, instantánea).

Unidad	País	Empresas
Pastas	Colombia	Productos Alimenticios Doria S.A.S.

Fuente: Bloomberg.

- **Tresmontes Lucchetti:** participa en las categorías de bebidas instantáneas frías, té, jugos, café, pastas, snacks, aceites comestibles, sopas y postres. Tiene presencia en Chile, Perú, Argentina, México y Centroamérica.

A nivel transversal se encuentra Comercial Nutresa, Servicios Nutresa, Novaventa, La recetta, y Redes de ventas-distribución internacional.

### 3.3 Accionistas

El principal controlador del Grupo Nutresa es el Grupo de Inversiones Suramericana, con un 34.72% de la propiedad, seguido de Grupo Argos (9.93%), fondos de pensiones y fondos privados.

Tabla N°6: 12 Principales accionistas de Nutresa.

Nombre Accionista	Cantidad de acciones	% Participación
GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	159,736,543	34.72%
GRUPO ARGOS S.A.	45,667,967	9.93%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	30,670,384	6.67%
FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	20,453,913	4.45%
AMALFI S.A.	11,296,142	2.46%
MICROINVERSIONES S.A.	10,871,984	2.36%
FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	8,943,767	1.94%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	8,632,335	1.88%
LIBREVILLE S.A.S.	5,514,904	1.20%
FUNDACION FRATERNIDAD MEDELLIN	4,500,000	0.98%
NORGES BANK-CB NEW YORK	4,238,857	0.92%
FINESTERRE S.A.S.	3,806,654	0.83%

Fuente: Informe trimestral, septiembre 2018 Grupo Nutresa.

### 3.4 Empresas Benchmark

El nivel de competencia que enfrenta Nutresa, varía por segmento de productos y región. Como fue señalado anteriormente, el 63.8% de las ventas son a nivel local y sus competidores en tal mercado son tanto productores locales como internacionales.

Los principales actores de la industria alimenticia relacionados al giro del grupo colombiano, se describen a continuación.

Tabla N°7: Bolsas donde transan las Empresas Benchmark.

Nombre	Ticker	ISIN	BOLSA
NESTLE-REG	NESN VX Equity	NESN VX Equity	SIX Swiss Ex
MONDELEZ INTERNATIONAL	MDLZ US Equity	US6092071058	NASDAQ GS
CAROZZI	CAROZZI CI Equity	CL0000007949	Santiago Comercio
PROCTER & GAMBLE CO/THE	PG US Equity	US7427181091	New York
GENERAL MILLS INC	GIS US Equity	US3703341046	New York
GRUPO BIMBO SAB- SERIES A	BIMBOA MM Equity	MXP495211262	Mexico SE
BRF SA	BRFS3 BS Equity	BRBRFSACNOR8	B3 Day
GRUMA S.A.B.-B	GRUMAB MM Equity	MXP4948K1056	Mexico SE
GRUPO HERDEZ SAB-SERIES	HERDEZ MM Equity	MX01HE010008	Mexico SE
GRUPO LALA SAB DE CV	LALAB MM Equity	MX01LA040003	Mexico SE
CONAGRA FOODS	CAG US Equity	US2058871029	New York

Fuente: Bloomberg

En la Tabla N°8 se muestra el costo de capital, costo patrimonial, costo de la deuda y el beta patrimonial de las empresas benchmark, los que permitirán generar comparaciones con el Grupo Nutresa. Respecto al país donde cotizan las acciones de estas entidades, se encuentran México, Brasil, Estados Unidos, Chile y Suiza

Tabla N°8: Características financieras Empresas Benchmark

Nombre	Wacc <sup>6</sup>	Kp <sup>7</sup>	Kd <sup>8</sup>	Beta <sup>9</sup>	Security Type	Pais <sup>10</sup>	Industria
NESTLE-REG	6.50	7.64	N.A	0.92	Common Stock	SWITZERLAND	Food-Misc/Diversified
MONDELEZ INTERNATIONAL	7.77	9.38	2.76	0.81	Common Stock	UNITED STATES	Food-Misc/Diversified
CAROZZI	5.99	7.35	4.38	0.30	Common Stock	CHILE	Food-Wholesale/Distrib
PROCTER & GAMBLE CO/THE	7.91	8.64	2.43	0.72	Common Stock	UNITED STATES	Cosmetics&Toiletries
GENERAL MILLS INC	6.41	8.46	2.94	0.70	Common Stock	UNITED STATES	Food-Misc/Diversified
GRUPO BIMBO SAB- SERIES A	10.91	13.25	5.92	0.75	Common Stock	MEXICO	Food-Baking
BRF SA	14.90	15.81	14.17	1.01	Common Stock	BRAZIL	Food-Meat Products
GRUMA S.A.B.-B	12.10	12.80	8.76	0.68	Common Stock	MEXICO	Food-Flour&Grain
GRUPO HERDEZ SAB-SERIES	12.34	13.79	8.65	0.85	Common Stock	MEXICO	Food-Canned
GRUPO LALA SAB DE CV	10.97	13.68	5.76	0.83	Common Stock	MEXICO	Food-Dairy Products
CONAGRA FOODS	5.77	9.04	2.80	0.92	Common Stock	UNITED STATES	Food-Misc/Diversified

Fuente: Bloomberg.

**Nestlé SA** es una empresa de alimentos envasados multinacional que fabrica y comercializa una amplia gama de productos alimenticios. Línea de productos de la compañía incluye leche, chocolate,

<sup>6</sup> Costo capital promedio ponderado.

<sup>7</sup> Costo patrimonial con deuda de la firma.

<sup>8</sup> Costo de la deuda financiera.

<sup>9</sup> Beta patrimonial con deuda.

<sup>10</sup> Datos referidos al país donde cotiza la acción.

productos de confitería, agua embotellada, café, crema, sazonar los alimentos y alimentos para mascotas.

**Procter & Gamble** fabrica y comercializa productos de consumo en diferentes países de todo el mundo. Ofrece productos para los segmentos de lavandería y limpieza, papel, belleza, alimentos y bebidas y de atención médica. Sus productos se venden principalmente a través de mayoristas, farmacias y tiendas de comestibles, de membresías y de barrio.

**General Mills Inc** fabrica y comercializa la marca y los alimentos de consumo envasados en todo el mundo. La Compañía también suministra productos alimenticios de marca y sin marca a las industrias de servicios de alimentos y cocción comercial.

**Mondelez International Inc** es una empresa de alimentos y bebidas. La compañía fabrica y comercializa productos alimenticios envasados, incluyendo aperitivos, bebidas, queso, comidas convenientes y diversos productos comestibles envasados. Mondelēz International vende sus productos en todo el mundo.

**Grupo Bimbo SAB** elabora y vende productos de pastelería. Elabora panes, galletas, pies, pan dulce, tortillas, tostadas y tentempiés. También elabora aperitivos, dulces, chocolates, mermeladas y otras confecciones. Comercia sus productos en América y Europa.

**BRF SA** es un procesador de alimentos que incluye marcas establecidas en Brasil y en el extranjero, tales como Sadia, Perdiago, Qualy, Chester, Perdix y Paty. Provee carne (pollo y puerco), alimentos procesados de segmentos de negocios de carnes, pizzas, pastas y verduras congeladas. Está presente en los mercados europeos, latinoamericanos, de Oriente Medio, africanos y asiáticos.

**Carozzi SA** produce una amplia gama de alimentos de marca, incluyendo pasta, granos, arroz, cereales, salsas, postres, refrescos, galletas, chocolates, snacks y productos de confitería. Carozzi sirve a clientes a nivel internacional.

**Grupo Herdez** es una empresa alimenticia de México que suministra alimentos de origen mexicano a los Estados Unidos. Su cartera de productos incluye burritos, guacamole, yogur congelado, salsas caseras, mayonesa, mole, pasta, especias, puré de tomate, atún, verduras y alimentos orgánicos, entre otros.

**Grupo Lala** es una empresa mexicana de alimentos saludables y nutritivos que se centra en la producción, la innovación y comercialización de leche y productos lácteos. Opera plantas de producción y centros de distribución en México y Centroamérica.

**GRUMA S.A.B.-B** Participa principalmente en la producción, mercadotecnia, distribución y venta de tortillas, harina de maíz y de trigo. Opera en Estados Unidos, México, Centroamérica, Europa, Asia y Oceanía.

**ConAgra Foods** fabrica y comercializa alimentos envasados para clientes minoristas, restaurantes e instituciones. Ofrece comidas, platos principales, condimentos, acompañamientos, refrigerios, productos especiales a base de papas, ingredientes de granos molidos, verduras deshidratadas, aderezos, mezclas y esencias.

En términos de capitalización de mercado, Nutresa es un actor menor en comparación a las compañías internacionales de producción y comercialización de alimentos, sin embargo, es líder a nivel nacional (Colombia) y relevante en el ámbito regional (América).

Tabla N°9: Características de Mercado de las empresas Benchmark

	NESN SW	PG US	MDLZ US	GIS US	BIMBOA MM	GRUMAB MM	BRFS3 BS	NUTRESA CB	LALAB MM	HERDEZ* MM	CAROZZI CI	CAG US
	S1	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3
En Millones de USD	2018*	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018
<b>Capitalización de mercado</b>	237,444	199,357	62,596	30,204	10,029	5,423	4,432	3,754	2,831	961	661	14,277
- Efectivo y equivalentes	6,771	15,534	1,373	953	426	200	1,278	105	114	123	32	133
+ Preferente y otros	1,251	1,603	75	369	247	-1	153	14	18	508	172	89
+ Deuda total	35,890	35,299	20,064	9,625	4,713	1,134	5,483	962	1,467	377	557	3,663
<b>Valor de empresa</b>	267,814	220,725	81,362	39,245	14,563	6,356	8,791	4,625	4,201	1,724	1,358	17,895
<b>Ingresos, aj</b>	45,601	16,281	6,288	3,882	3,820	976	2,222	772	990	275	312	1,995
% Crec, YoY	2	4	-4	2	11	8	0	2	25	8	1	1
<b>Beneficio bruto, aj</b>	22,571	8,048	2,528	1,261	2,024	369	355	352	339	106	109	600
% Margen	49	49	40	32	53	38	16	46	34	39	35	30
<b>EBITDA, aj</b>	10,351	4,121	2,043	754	480	159	116	103	92	42	43	385
% Margen	23	25	32	19	13	16	5	13	9	15	14	19
<b>Beneficio neto, aj</b>	6,357	2,552	924	460	139	68	-213	48	11	13	14	248
% Margen	14	16	15	12	4	7	-10	6	1	5	4	12
<b>BPA, aj</b>	2.09	0.99	0.63	0.79	0.03	0.16	-0.26	0.10	0.00	0.03	0.06	0.62
% Crec, YoY	24	7	12	10	16	-26	—	60	-81	23	-14	29
<b>Efectivo de operaciones</b>	4,551	3,353	703	569	242	96	-47	65	36	58	53	422
<b>Gastos de capital</b>	-1,198	-910	-297	-138	-171	-40	-39	-21	-24	-6	-9	-53
<b>Flujo de caja libre</b>	3,353	2,443	406	431	70	56	-86	44	12	53	44	369

Fuente: Bloomberg. Nestle SA (NESN SW). Procter & Gamble Co/The (PG US). Mondelez International Inc (MDLZ US). General Mills Inc (GIS US). Grupo Bimbo SAB de CV (BIMBOA MM). Gruma SAB de CV (GRUMAB MM). BRF - Brasil Foods SA (BRFS3 BS). Grupo Nutresa SA (NUTRESA CB). Grupo Lala SAB de CV (LALAB MM). Grupo Herdez SAB de CV (HERDEZ\* MM). Carozzi SA (CAROZZI CI). ConAgra Foods (CAG US Equity).

#### 4. Análisis Operacional del Negocio e Industria

Los estados financieros utilizados se mantendrán en la moneda de origen, sin embargo, para comparar entre periodos se deflactarán por el IPC (Índice de precios al consumidor colombiano), convirtiendo las series de nominales a pesos colombianos reales, en consecuencia, la información se dispondrá en precios de diciembre 2018.

#### 4.1 Análisis de Crecimiento

En la tabla 10, 11 y 12 se muestran los crecimientos reales anuales de las ventas por tipo de segmento, área geográfica y por productos, respectivamente.

Tabla N°10: Ingresos Operacionales por Segmento. Tasas de crecimiento.

Componentes	2015	2016	2017	Sep-2018*
Cárnicos	2.44%	-0.49%	-13.29%	2.96%
Galletas	17.61%	4.79%	-2.83%	3.05%
Chocolates	10.94%	6.33%	-2.17%	6.91%
TMLUC	13.81%	3.61%	-1.73%	2.36%
Café	8.21%	1.88%	3.22%	-2.60%
Alimentos al consumidor	339.88%	14.57%	1.43%	6.50%
Helados	-1.43%	-6.72%	-5.13%	4.67%
Pastas	1,55%	5.00%	0.62%	1.68%
Otros	15.54%	15.85%	9.68%	37.94%
Total Segmento	14.73%	3.58%	-3.72%	4.19%
Ajustes y eliminaciones	-0.62%	78.05%	-3.64%	34.88%
<b>Total</b>	<b>14.81%</b>	<b>3.27%</b>	<b>-3.72%</b>	<b>3.96%</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros Consolidados. (\*)  
La tasa de variación es contra septiembre del 2017.

Tabla N°11: Ingresos Operacionales por Áreas geográficas. Tasas de Crecimiento.

Áreas	2015	2016	2017	Sep-2018*
Colombia	9.97%	3.16%	-1.38%	4.71%
Centroamérica	43.42%	7.08%	-5.30%	4.54%
Estados Unidos	32.88%	3.04%	-0.62%	-7.6%
Chile	9,54%	16.43%	-4.32%	3.60%
México	17,22%	-5.45%	4.69%	2.73%
Venezuela	-0,96%	-22.52%	-99.77%	-100.00%
Perú	20,92%	3.82%	-4.81%	3.58%
República Dominicana y Caribe	33,60%	8.33%	3.30%	5.49%
Ecuador	49,87%	0.95%	-2.90%	6.59%
Otros	5,72%	-8.31%	8.78%	28.08%
<b>Total</b>	<b>14,81%</b>	<b>3.27%</b>	<b>-3.72%</b>	<b>3.96%</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros Consolidados.



(\*) La tasa de variación es contra septiembre del 2017.

Tabla N°12: Ingresos Operacionales por productos. Tasas de crecimiento.

Productos	2015	2016	2017	Sep-2018*
Alimentos	19.86%	2.21%	-5.44%	3.81%
Bebidas	8.13%	3.33%	0.88%	-0.49%
Golosinas y Snacks	12.29%	1.03%	2.40%	5.14%
Otros	4.66%	20.90%	-21.67%	23.25%
<b>Total</b>	<b>14.81%</b>	<b>3.27%</b>	<b>-3.72%</b>	<b>3.96%</b>

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros Consolidados.

(\*) La tasa de variación es contra septiembre del 2017.

#### 4.1.1 Tasas de crecimiento reales de la industria

El crecimiento de la industria se ve reflejado a través del PIB, en la rama de actividad económica **“Elaboración de productos alimenticios; elaboración de bebidas; elaboración de productos de tabaco”**, la cual incluyen tantos alimentos cárnicos, bebidas, chocolates entre los negocios relacionados con el Grupo Nutresa. Por lo que pueden actuar como un proxy para la industria de alimentos.

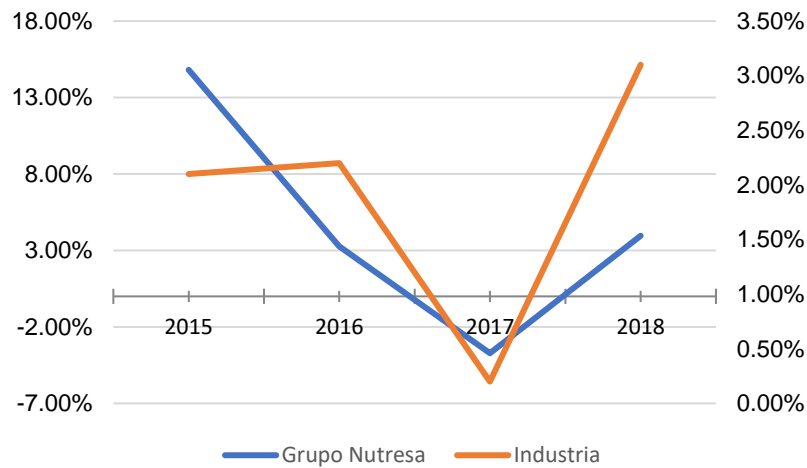
En la tabla N°13 se muestran la variación real, en metodología año base 2015. Se aprecia que para todos los periodos el Grupo Nutresa, supera el crecimiento de las ventas al comportamiento de la industria, salvo el 2017, que presenta crecimientos negativos (ver gráfico 1).

Tabla N°13: Variación anual de la actividad económica Elaboración de productos alimenticios, bebidas, productos de tabaco.

	2014	2015	2016	2017	Sep-2018*
Industria	2.80%	2.10%	2.20%	0.20%	3.10%

Fuente: Elaboración propia. Estados Financieros Consolidados. \*La tasa de variación es contra septiembre del 2017.

Gráfico N°1: Crecimiento Industria vs Grupo Nutresa.



Fuente: Elaboración propia. Banco de la República de Colombia. Eje derecho: Industria.

#### 4.1.2 Perspectivas de crecimiento de la industria

Las perspectivas de crecimiento para los próximos años, estarán marcadas por el menor dinamismo de las economías emergentes, producto del retiro del estímulo monetario de Estados Unidos, afectando los flujos de capitales desde y hacia dichos países. Dado lo anterior se generó una dinámica de apreciación de las monedas con respecto al dólar, un incremento del costo de financiamiento en el exterior, y proyección de un menor nivel de consumo y crecimiento para los países más expuestos al comercio exterior. La situación del conflicto comercial entre China y Estados Unidos incorpora un factor de incertidumbre en los mercados mundiales.

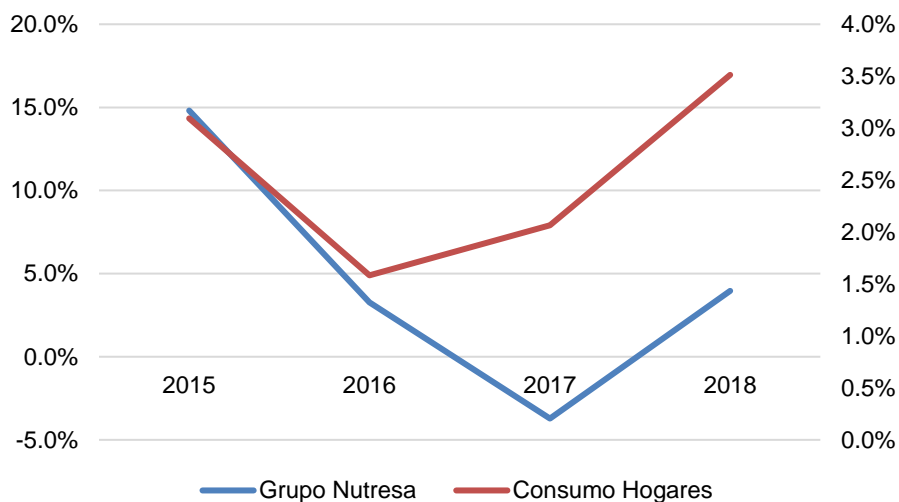
En consecuencia, la industria de producción de alimentos se verá afectada por dicha coyuntura en el corto y mediano plazo (2019-2020). Se proyectan tasas de crecimientos estables (ver gráfico 2 y 3, Anexo 9.2), y desde el punto de vista del costo de los alimentos se mantendrán en los niveles similares del 2018 con tendencia a la baja.

Para los años subsiguientes se espera una recuperación moderada, y posiblemente marcada por un cambio en el perfil en la industria de alimentos, enfocándose a productos más saludables.

Las expectativas respecto al crecimiento de las ventas se pueden contrastar con el consumo de los hogares, si bien no está limpio de los bienes durables, se puede utilizar como instrumento de contraste. En el gráfico 4, se muestra el repunte del consumo real de hogares en el año 2018, el cual

está entorno al 3,5%, resultado que avala los supuestos realizados para proyectar el dinamismo de Nutresa, ya que se torna azaroso imponer un comportamiento diferenciado para cada año de simulación, por lo tanto, lo más conservador es asumir un crecimiento constante para cada uno de los años.

Gráfico N°4: Variación anual Ingresos Nutresa vs Consumo Hogares.



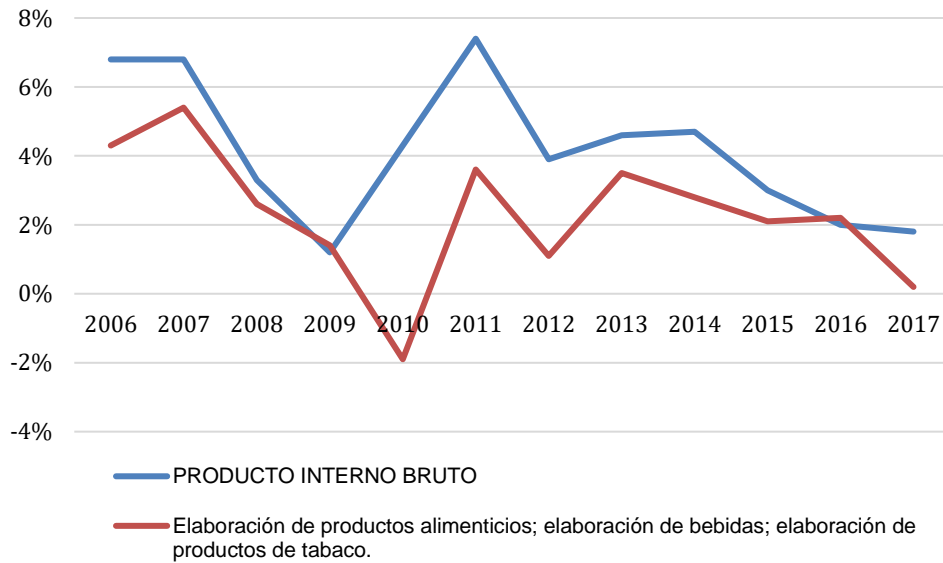
Fuente: Banco de la República de Colombia.

Un aspecto que adiciona incertidumbre, es el anuncio del proyecto de reforma tributaria, realizado por el gobierno colombiano durante agosto de 2018. Esta iniciativa contemplaba un aumento del IVA a productos de la canasta básica, reducir el impuesto a la renta de las empresas y subir el impuesto a la renta a las personas naturales. Tal escenario generó ruido respecto al impacto real de la reforma, y tuvo impactos bursátiles en Nutresa.

En consecuencia, a los aspectos mencionados, se asume un entorno conservador de crecimiento moderado.

El PIB real y la actividad de elaboración de alimentos muestran la misma tendencia (ver gráfico 5).

Gráfico N°5: Variación PIB vs Actividad "Alimentos"



Fuente: Banco de la República de Colombia.

## 4.2 Análisis de Costos de Operación

Considerando los datos a septiembre del 2017 y 2018 (Tabla N°14) se aprecia la descomposición de los costos operacionales del Grupo Nutresa, donde los principales ítems son el consumo de inventarios y beneficios a los empleados. Dentro de este último ítem, principalmente son bonificaciones de corto plazo

Tabla N°14: Descomposición de los costos. Niveles nominales en millones de pesos colombianos.

Costos	sep-17	sep-18
Consumo de inventarios y otros costos	2,564,998	2,598,560
Beneficios de empleados	1,107,676	1,147,246
Otros servicios (1)	492,271	525,855
Otros gastos (2)	338,514	367,419
Servicios de transporte	222,676	244,255
Depreciaciones y amortizaciones	193,278	208,464
Arrendamientos	162,596	167,288
Servicios temporales	149,208	154,147
Servicios de maquila	139,513	138,802
Energía y gas	103,440	108,980
Material publicitario	96,919	86,556
Mantenimiento	79,466	83,129
Impuestos diferentes a impuesto de renta	54,113	57,933
Honorarios	69,044	51,598
Seguros	24,553	25,964
Deterioro de activos	10,521	12,807
<b>Total</b>	<b>5,808,786</b>	<b>5,979,003</b>

Fuente: Informe trimestral, septiembre 2018 Grupo Nutresa. (1) Otros servicios incluyen mercadeo aseo y vigilancia espacios en canales alimentación servicios públicos plan de acción comercial software y bodegaje. (2) Los otros gastos incluyen repuestos gastos de viaje envases y empaques combustibles y lubricantes contribuciones y afiliaciones comisiones taxis y buses suministros de edificaciones papelería y útiles de oficina suministros de aseo y laboratorio gastos legales.

Tabla N°15: Descomposición de los costos operacionales. Niveles reales en millones de pesos colombianos.

Componentes	2014-FY	2015-FY	2016-FY	2017-FY	2018-9M
Costos de ventas	(4,235,979)	(4,977,906)	(5,183,221)	(4,850,678)	(3,542,056)
Gastos de administración	(474,231)	(407,634)	(414,638)	(397,898)	(290,697)
Gastos de venta	(2,010,216)	(2,366,352)	(2,485,100)	(2,536,476)	(1,864,501)
Gastos de producción	(141,093)	(153,336)	(156,075)	(140,992)	(104,200)
<b>Depreciación y amortización (1)</b>	<b>(199,756)</b>	<b>(227,369)</b>	<b>(244,963)</b>	<b>(272,938)</b>	<b>(209,581)</b>
Costos de ventas (2)	(119,534)	(140,842)	(150,125)	(159,270)	(118,476)
Gastos de venta (2)	(55,796)	(69,140)	(76,165)	(96,497)	(78,817)
Gastos de administración (2)	(20,521)	(14,628)	(16,130)	(14,655)	(10,349)
Gastos de producción (2)	(3,904)	(2,760)	(2,543)	(2,516)	(1,938)

Fuente: Estados financieros consolidados. (1) Es el valor de la depreciación y amortización, el cual se descuenta por cada ítem de los costos operacionales. (2) Es el valor de la depreciación y amortización por ítem.

### 4.3 Análisis de Cuentas no operacionales

Las cuentas no operacionales se componen principalmente por gastos financieros, el resto son ajustes de los activos por diferencias de cambios, ingresos por dividendos entre otros.

Tabla N°16: Descomposición cuentas no operacionales. Niveles reales en millones de pesos colombianos.

Componentes	2014-FY	2015-FY	2016-FY	2017-FY	2018-9M
Ingresos financieros	15,318	11,162	11,794	14,384	11,118
Gastos financieros	(194,442)	(266,769)	(348,649)	(317,322)	(192,466)
Dividendos	64,287	53,396	54,284	56,114	58,873
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	31,008	30,869	(9,281)	(22,081)	15,171
Pérdida por la posición monetaria neta	-	(36,524)	(35,383)	-	-
Participación en asociadas y negocios conjuntos	1,346	5,597	6,554	6,184	(65)
Otros ingresos netos	(35,236)	(327)	30,599	3,395	6,070

Fuente: Estados financieros consolidados.

#### 4.4 Análisis de Activos

A continuación, se muestra el detalle de los activos de la empresa, se clasificaron en dos tipos, operacionales, las ventas dependen de estos activos, y no operacionales, que no van en directa relación con los movimientos de las ventas.

Tabla N°17: Tipos de Activos. Niveles reales en millones de pesos colombianos

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Septiembre 2018	Tipo
<b>ACTIVO</b>						
<b>Activo corriente</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	475,160	324,880	235,544	449,488	311,691	<b>No operacionales</b>
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	897,067	997,455	954,967	988,000	994,825	<b>Operacionales</b>
Inventarios	1,020,802	1,173,133	1,104,485	1,014,050	1,047,260	<b>Operacionales</b>
Activos biológicos	57,924	60,327	81,274	84,109	85,957	<b>Operacionales</b>
Otros activos corrientes	168,974	250,717	265,089	228,513	327,722	<b>No operacionales</b>
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	81,405	107,751	6,765	6,664	<b>Operacionales</b>
<b>Activo no corriente</b>						
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	28,039	30,356	25,233	27,351	26,337	<b>Operacionales</b>
Activos biológicos no corrientes	5,075	6,472	7,983	0	0	<b>Operacionales</b>
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	101,035	123,814	176,678	186,186	182,590	<b>No operacionales</b>
Otros activos financieros no corrientes	4,870,228	3,881,961	4,172,578	4,265,341	3,385,435	<b>No operacionales</b>
Propiedades, planta y equipo, neto	3,593,241	3,842,862	3,633,777	3,503,586	3,315,109	<b>Operacionales</b>
Propiedades de inversión	116,746	93,573	77,156	74,604	77,566	<b>No operacionales</b>
Plusvalía	1,664,941	2,309,317	2,184,934	2,185,543	2,051,841	<b>No operacionales</b>
Otros activos intangibles	929,831	1,340,066	1,249,743	1,218,893	1,149,990	<b>No operacionales</b>
Activos por impuestos diferidos	361,082	403,694	383,399	428,263	390,199	<b>No operacionales</b>
Otros activos	39,224	46,160	52,260	103,541	70,730	<b>No operacionales</b>

Fuente: Estados financieros consolidados.

##### 4.4.1 Activos no operacionales

En relación a los activos no operacionales, se identifican las siguientes cuentas:

**Efectivo y equivalentes de efectivo:** El efectivo y equivalentes de efectivo incluyen el dinero en caja y bancos, las inversiones de alta liquidez fácilmente convertibles en una cantidad determinada de efectivo y sujetas a un riesgo insignificante de cambios en su valor, con un vencimiento de tres meses o menos desde la fecha de su adquisición.

**Otros activos corrientes:** Cuentas que son de pago diferido u otros tipos de activos que no se incorporan en la operación.

**Inversiones en asociadas y negocios conjuntos:** Un negocio conjunto es una entidad que Grupo Nutresa controla de forma conjunta con otros participantes, donde éstos mantienen un acuerdo contractual que establece el control conjunto sobre las actividades relevantes de la entidad.

**Otros activos financieros corrientes:** Instrumento financiero es un contrato que da lugar a un activo financiero en una entidad y, simultáneamente, a un pasivo financiero o instrumento de capital en otra entidad. En esta cuenta se incorporan derivados, deterioros de activos financieros y compensaciones de los mismos. Por ejemplo: obligaciones y/o préstamos.

**Propiedades de Inversión:** Se reconocen como propiedades de inversión los terrenos y edificios que tiene Grupo Nutresa con el fin de obtener una **renta o plusvalía**, en lugar de mantenerlas para su uso o venta en el curso ordinario de las operaciones.

Las propiedades de inversión se dan de baja, ya sea en el momento de su disposición, o cuando se retira del uso en forma permanente, y no se espera ningún beneficio económico futuro. La diferencia entre el producido neto de la disposición y el valor en libros del activo se reconoce en resultado del período en el que fue dado de baja.

**Otros activos intangibles:** Un activo intangible es un activo identificable, de carácter no monetario y sin apariencia física. Los costos de investigación y desarrollo se incorporan en esta cuenta, además del deterioro de valor de activos no financieros y unidades generadoras de efectivo y plusvalía.

**Activos por impuestos diferidos:** El impuesto sobre la renta diferido se reconoce utilizando el método del pasivo calculado sobre las diferencias temporarias entre las bases fiscales de los activos y pasivos y sus valores en libros. El impuesto diferido activo se reconoce para todas las diferencias temporarias deducibles y por la compensación futura de créditos fiscales y pérdidas fiscales no utilizadas en la medida en que sea probable la disponibilidad de ganancias impositivas futuras contra las cuales se puedan imputar. Los impuestos diferidos no son objeto de descuento financiero. Esto contabilizan los impuestos sobre la renta para la equidad CREE e impuesto a la riqueza

**Plusvalía:** Es la existencia de deterioro de valor, realizando una comparación del valor libro de los activos netos asignados a la Unidad Generadora de Efectivo (UGE) contra su valor recuperable. A



septiembre de 2018, no se reconocieron pérdidas por deterioro de valor de las plusvalías, al igual que en el periodo anterior. La plusvalía no está sujeta a amortización.

**Otros activos:** Se incorporan activos por beneficios a los empleados, como pensiones o beneficios por término de contrato. Además de provisiones de activos, ya que Grupo Nutresa tiene una obligación presente, legal o implícita, cuya liquidación requiere una salida de recursos que se considera probable y que se puede estimar con certeza. A su vez contabiliza activos que no están relacionados con la operación ni con movimientos financieros.

## **5. Proyección de EERR**

### **5.1 Proyección de Ingresos de Operación**

En la proyección de los ingresos, se consideran tasas marginalmente inferiores al promedio de los últimos 4 años, incorporando hasta septiembre de 2018. Lo anterior bajo el contexto económico e incertidumbre tributaria, que podría afectar el nivel de ventas a la baja, de forma acotada en el mediano plazo.

Para realizar una estimación más precisa, se utiliza la apertura por producto del PIB “Elaboración de productos alimenticios; elaboración de bebidas; elaboración de productos de tabaco” para proyectar cada uno de los componentes de las ventas, como lo son: Alimentos, Golosinas y Snacks, Bebidas y otros. En la tabla N°18 se muestra el detalle de las subactividades de la industria analizada

Tabla N°18: Apertura de la actividad “Elaboración de productos alimenticios; elaboración de bebidas; elaboración de productos de tabaco”.

Productos	2015	2016	2017	Sep-2018*	Promedio	Detalle
Elaboración de productos alimenticios; elaboración de bebidas; elaboración de productos de tabaco	2.10%	2.20%	0.20%	3.10%	1.90%	Industria-Otros
Procesamiento y conservación de carne y productos cárnicos de bovinos, bufalinos, porcinos y otras carnes n.c.p.; procesamiento y conservación de carne y productos cárnicos de aves de corral y procesamiento y conservación de pescados, crustáceos y moluscos	2.70%	2.20%	1.20%	3.30%	2.35%	Alimentos
Elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal	8.20%	-0.10%	3.70%	-2.20%	2.40%	
Elaboración de productos lácteos	1.20%	1.50%	-0.60%	0.30%	0.60%	
Elaboración de productos de molinería, almidones y productos derivados del almidón; elaboración de productos de panadería; elaboración de macarrones, fideos, alcuizcuz, y productos farináceos similares y elaboración de alimentos preparados para animales	2.50%	7.90%	2.30%	2.00%	3.68%	
Elaboración de productos de café	11.20%	-0.90%	4.20%	-9.40%	1.28%	
Elaboración de azúcar y elaboración de panela	-3.80%	-9.20%	0.70%	4.40%	-1.98%	
Elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería	-2.30%	1.30%	3.70%	10.80%	3.38%	Golosinas y Snacks
Procesamiento y conservación de frutas, legumbres, hortalizas y tubérculos; elaboración de otros productos alimenticios (platos preparados y conservados mediante enlatado o congelado, elaboración de sopas y caldos en estado sólidos, polvo o instantáneas entre otros)	4.10%	2.20%	0.70%	4.20%	2.80%	
Elaboración de bebidas (incluido el hielo) y elaboración de productos de tabaco	1.90%	4.60%	-4.00%	2.90%	1.35%	Bebidas

Fuente: Banco Central de Colombia.

Las proyecciones por producto del Grupo Nutresa se detallan a continuación:

Tabla N°19: Proyecciones ingresos operacionales 20184T-2022 (millones de pesos colombianos).

Productos	2018 4T	2019	2020	2021	2022
Alimentos	1,368,400	5,000,742	5,103,444	5,208,255	5,315,218
Bebidas	648,011	2,194,054	2,196,345	2,198,639	2,200,934
Golosinas y Snacks	413,336	1,576,433	1,600,578	1,625,092	1,649,983
Otros	63,972	465,339	472,289	479,343	486,503
<b>Total</b>	<b>2,493,719</b>	<b>9,236,569</b>	<b>9,372,656</b>	<b>9,511,329</b>	<b>9,652,638</b>

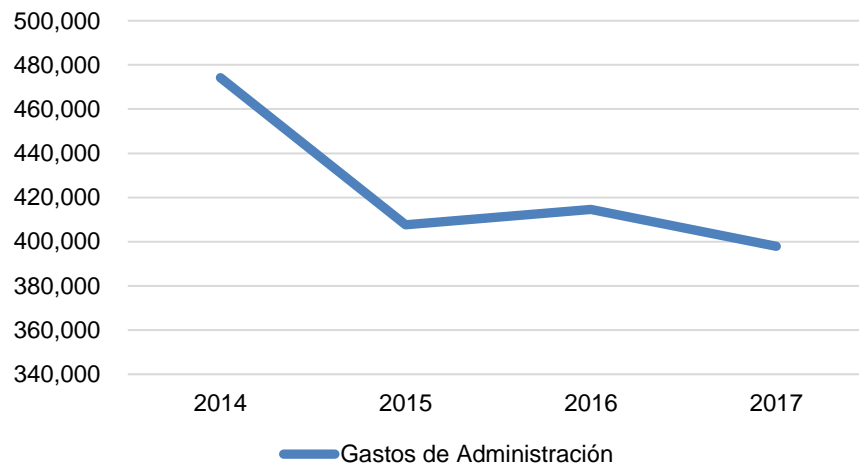
Fuente: Elaboración propia.

## 5.2 Proyección de Costos de Operación

En esta sección se considerarán los costos de ventas, gastos de producción y gastos de ventas como el promedio de cada ítem sobre las ventas totales. Esto se justifica, debido a que su monto depende del volumen de ventas, por lo que se debe estimar un porcentaje que se mueva con los ingresos, a esto se le llama costos variables.

Por otro lado, los gastos de administración (costos fijos) se han mantenido relativamente constantes en los últimos años (2015-2017) luego que disminuyeran notoriamente en el año 2015, como se muestra en el gráfico 6, por este motivo se considera la tasa más pequeña positiva de los crecimientos entre los periodos 2015-2017, dado que el promedio no refleja la dinámica de la serie, que tiene en su mayoría tasas negativas, mostrando que el valor más alto negativo se alcanza el 2015. De esta manera, y tomando en cuenta que se quiere estresar la proyección, se asume una tasa positiva de crecimiento.

Gráfico N°6: Gastos de Administración en niveles reales 2014-2017 (millones de pesos colombianos).



Fuente: Elaboración propia

En relación a los costos por depreciación y amortización, estos se obtienen con una estructura promedio (2014-2017) del porcentaje de cada uno de los costos de depreciación sobre el costo del respectivo ítem. Según el análisis anterior los resultados obtenidos:

Tabla N°20: Proyecciones costos operacionales 20184T-2022 (millones de pesos colombianos).

Costos Operacionales	2018 4T	2019	2020	2021	2022
Costos de ventas (1)	(1,312,034)	(5,025,727)	(5,099,774)	(5,175,228)	(5,252,115)
Gastos de administración (1)	(113,182)	(412,695)	(412,766)	(412,837)	(412,908)
Gastos de venta (1)	(521,220)	(2,490,188)	(2,526,877)	(2,564,264)	(2,602,361)
Gastos de producción	(45,701)	(153,494)	(155,755)	(158,060)	(160,408)
Depreciación y amortización	(35,158)	(246,976)	(250,395)	(253,878)	(257,427)
Costos de ventas	(28,037)	(148,022)	(150,203)	(152,425)	(154,690)
Gastos de venta	(1,285)	(80,851)	(82,042)	(83,256)	(84,493)
Gastos de administración	(4,846)	(15,143)	(15,146)	(15,148)	(15,151)
Gastos de producción	(990)	(2,960)	(3,004)	(3,048)	(3,094)

Fuente: (1) Las cuentas no incluyen los costos de depreciación.

### 5.3 Proyección Resultado No Operacional

En este apartado, se debe considerar que los resultados no operacionales son complejos de proyectar debido a que tienen crecimientos completamente distintos entre periodos, lo que hace difícil seguir un patrón. Por tal motivo se utilizará la mediana de los crecimientos entre los períodos 2015-2017 para “Ingresos financieros” y “Dividendos”, agregando un diferencial constante a través del tiempo para ser consistente con la información a septiembre.

Respecto a los “Gastos financieros” se considera el promedio de los últimos niveles, el cual ha ido en disminución paulatinamente, por lo tanto, se le aplica una tasa de crecimiento negativa del 9% (crecimiento del año 2017). “Participación en asociadas y negocios conjuntos” y “Otros ingresos netos”, se conservará el último monto del año 2017, mantenido constante hasta el 2022.

Por otro lado, la cuenta no recurrente “Pérdida por la posición monetaria neta”, que para septiembre 2018 muestra un resultado de cero, se conserva ese valor.

Finalmente “Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos”, se toma el promedio de los años (2015-2018), el cual se mantiene constante para el resto de los periodos proyectados. De esta manera los resultados quedan de la siguiente forma:

Tabla N°21: Proyecciones cuentas no operacionales 20184T-2022 (millones de pesos colombianos).

Item	2018 4T	2019	2020	2021	2022
Ingresos financieros	4,081	16,061	16,972	17,934	18,950
Gastos financieros	(89,330)	(233,430)	(212,456)	(193,366)	(175,992)
Dividendos	933	60,755	61,719	62,700	63,696
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	(6,034)	9,137	9,137	9,137	9,137
Pérdida por la posición monetaria neta	0	0	0	0	0
Participación en asociadas y negocios conjuntos	6,250	6,184	6,184	6,184	6,184
Otros ingresos netos	(2,676)	3,395	3,395	3,395	3,395

Fuente: Elaboración propia.

#### 5.4 Ganancia Antes de Impuestos

Según lo planteado anteriormente se esperan ganancias antes de impuesto en promedio de \$831,866 millones de pesos colombianos para los periodos 2019-2022, el detalle es el siguiente:

Tabla N°22: Proyecciones EBITDA 2018\_4T-2022 (millones de pesos colombianos).

	2018_4T	2019	2020	2021	2022
EBITDA	379,648	769,590	812,040	853,046	892,790

Fuente: Elaboración propia.

#### 5.5 Impuestos

El impuesto a las ganancias a las empresas para el año 2018 es de 33%<sup>11</sup>. Por otro lado, se calcularon los pagos de impuestos implícitos entre los periodos 2014-2018, que en promedio este alcanzó un 29%. De esta manera, se decide aplicar el impuesto de un 33% a las utilidades (Tabla N°22), ya que no se aleja del pago habitual de la empresa.

<sup>11</sup> PROCOLOMBIA, portal oficial de inversiones en Colombia. <https://www.inviertaencolombia.com.co/como-invertir/impuestos.html>

Tabla N°23: Proyecciones pago de impuestos 2018\_4T-2022 (millones de pesos colombianos).

	2018_4T	2019	2020	2021	2022
Impuestos	125,284	253,965	267,973	281,505	294,621

Fuente: Elaboración propia.

## 5.6 Ganancia o Pérdida

Finalmente aplicando este pago de impuestos se obtienen las siguientes ganancias:

Tabla N°24: Proyecciones ganancias 2018\_4T-2022 (millones de pesos colombianos).

	2018_4T	2019	2020	2021	2022
Ganancia	254,364	515,625	544,067	571,541	598,169

Fuente: Elaboración propia.

## 6. Proyección de Flujos de Caja Libre

Según lo expuesto anteriormente, se cuenta con el siguiente panorama de los EERR proyectados:

Tabla N°25: Proyección EERR para los periodos 2018\_4T-2022 (millones de pesos colombianos).

Ingresos Operacionales por productos	2018_4T	2019	2020	2021	2022
Alimentos	1,368,400	5,000,742	5,103,444	5,208,255	5,315,218
Bebidas	648,011	2,194,054	2,196,345	2,198,639	2,200,934
Golosinas y Snacks	413,336	1,576,433	1,600,578	1,625,092	1,649,983
Otros	63,972	465,339	472,289	479,343	486,503
<b>Subtotal</b>	<b>2,493,719</b>	<b>9,236,569</b>	<b>9,372,656</b>	<b>9,511,329</b>	<b>9,652,638</b>

Costos Operacionales	2018_4T	2019	2020	2021	2022
Costos de ventas	(1,312,034)	(5,025,727)	(5,099,774)	(5,175,228)	(5,252,115)
Gastos de administración	(113,182)	(412,695)	(412,766)	(412,837)	(412,908)
Gastos de venta	(521,220)	(2,490,188)	(2,526,877)	(2,564,264)	(2,602,361)
Gastos de producción	(45,701)	(153,494)	(155,755)	(158,060)	(160,408)
<b>Depreciación y amortización</b>	<b>(35,158)</b>	<b>(246,976)</b>	<b>(250,395)</b>	<b>(253,878)</b>	<b>(257,427)</b>
Costos de ventas	(28,037)	(148,022)	(150,203)	(152,425)	(154,690)
Gastos de venta	(1,285)	(80,851)	(82,042)	(83,256)	(84,493)
Gastos de administración	(4,846)	(15,143)	(15,146)	(15,148)	(15,151)
Gastos de producción	(990)	(2,960)	(3,004)	(3,048)	(3,094)
<b>Subtotal</b>	<b>(2,027,295)</b>	<b>(8,329,080)</b>	<b>(8,445,567)</b>	<b>(8,564,266)</b>	<b>(8,685,219)</b>

Ingresos y Gastos No operacionales	2018_4T	2019	2020	2021	2022
Ingresos financieros	4,081	16,061	16,972	17,934	18,950
Gastos financieros	(89,330)	(233,430)	(212,456)	(193,366)	(175,992)
Dividendos	933	60,755	61,719	62,700	63,696
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	(6,034)	9,137	9,137	9,137	9,137
Pérdida por la posición monetaria neta	0	0	0	0	0
Participación en asociadas y negocios conjuntos	6,250	6,184	6,184	6,184	6,184
Otros ingresos netos	(2,676)	3,395	3,395	3,395	3,395
<b>Subtotal</b>	<b>(86,775)</b>	<b>(137,899)</b>	<b>(115,049)</b>	<b>(94,017)</b>	<b>(74,629)</b>

<b>EBITDA</b>	<b>379,648</b>	<b>769,590</b>	<b>812,040</b>	<b>853,046</b>	<b>892,790</b>
---------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

<b>Impuestos</b>	<b>125,284</b>	<b>253,965</b>	<b>267,973</b>	<b>281,505</b>	<b>294,621</b>
------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

<b>Ganancia</b>	<b>254,364</b>	<b>515,625</b>	<b>544,067</b>	<b>571,541</b>	<b>598,169</b>
-----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Fuente: Elaboración Propia

Para la construcción de los flujos de caja brutos, es necesario reversar las cuentas de depreciación y amortización. De igual manera los ingresos y gastos financieros después de impuestos.

Tabla N°26: Proyección Flujo de Caja Bruto para los periodos 2018\_4T-2022 (millones de pesos colombianos).

	2018_4T	2019	2020	2021	2022
Ganancia	254,364	515,625	544,067	571,541	598,169
Depreciación y Amortización	35,158	246,976	250,395	253,878	257,427
Ingresos Financieros después de impuestos	(2,734)	(10,761)	(11,371)	(12,016)	(12,697)
Gastos financieros después de impuestos	59,851	156,398	142,346	129,555	117,915
FC Bruto	346,639	908,239	925,436	942,959	960,814

Fuente: Elaboración Propia

### 6.1 Inversión en Capital de Trabajo Operativo Neto

Con el fin de proyectar la inversión de capital de trabajo, se utilizaron las principales cuentas operativas presentes en los activos y pasivos corrientes.

El ratio promedio de Cton/Ventas alcanzó un 13.49% (véase tabla N°27), este resultado junto con los ingresos operacionales proyectados, muestran el capital de trabajo del periodo. La inversión en capital de trabajo se reconocerá como la diferencia del capital de trabajo entre t y t-1. La diferencia entre el capital de trabajo a septiembre 2018 y el proyectado 2018, refleja un déficit de CTON de COP 122,742 millones. Para periodo el 2022 se mantiene inversión del periodo precedente.



Tabla N°27: Inversión en capital de trabajo para los periodos 2018-2022 (millones de pesos colombianos).

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Septiembre 2018
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	739,808	878,280	889,197	957,568	989,524
Inventarios	841,852	1,032,969	1,028,417	982,816	1,041,679
Proveedores y cuentas por pagar	656,458	825,435	888,840	993,241	925,802
<b>Capital de Trabajo Operativo Neto</b>	<b>925,202</b>	<b>1,085,814</b>	<b>1,028,774</b>	<b>947,143</b>	<b>1,105,401</b>
Ingresos operacionales	6,461,752	7,945,417	8,676,640	8,695,604	6,609,298
Cton/Ventas	14%	14%	12%	11%	17%
Cton días	52	50	43	40	61
<b>Cton/Ventas Prom</b>	<b>13.49%</b>				
<b>Cton días Prom</b>	<b>49</b>				

	2018_3T	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos Operacionales proyectados	6,609,298	9,103,017	9,236,569	9,372,656	9,511,329	9,652,638
Capital de trabajo	1,105,401	1,228,143	1,246,161	1,264,522	1,283,231	1,302,296
<b>Inversión en capital de trabajo</b>	<b>122,742</b>	<b>18,018</b>	<b>18,360</b>	<b>18,709</b>	<b>19,065</b>	<b>19,065</b>

Fuente: Elaboración Propia

## 6.2 Inversión en nuevos activos

La inversión en nuevos activos se estimó en base a la relación (capex-depreciación) /activo fijo <sup>12</sup>, ponderado con la proyección de activo fijo. Se descuenta la depreciación bajo el supuesto de que parte de la adquisición de activos productivos corresponde a reposición. El ratio promedio 2014-2017 utilizado, alcanza un 3.7%.

<sup>12</sup> El activo fijo se incorpora como un promedio.

Tabla N°28: Cálculo en nuevas Inversiones (millones de pesos colombianos).

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Septiembre 2018
Adquisiciones de activos productivos	358,790	394,964	329,558	244,024	134,081
Retiros/ enajenación de activos	- 13,646	- 9,058	- 15,748	- 7,649	- 7,581
Depreciación	- 157,916	- 194,422	- 215,036	- 251,532	- 194,109
CAPEX-DEP	<b>187,228</b>	<b>191,484</b>	<b>98,774</b>	- <b>15,157</b>	- <b>67,609</b>

Activo Fijo	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Septiembre 2018
Propiedades, planta y equipo, neto	2,963,335	3,383,722	3,383,513	3,395,671	3,297,443
Ingreso operacional	6,461,752	7,945,417	8,676,640	8,695,604	6,609,298
Activo Fijo / Ventas	46%	43%	39%	39%	50%

CAPEX Proyectado					
CAPEX/Activo Fijo	6.3%	5.7%	2.9%	0.0%	0.0%
Capex Promedio	115,582				
CAPEX/Activo Fijo Prom	<b>3.7%</b>				

Fuente: Elaboración propia

Tabla N°29: Cálculo CAPEX y PPE<sup>13</sup> proyectado para los periodos 2019-2022 (millones de pesos colombianos).

	2018	2019	2020	2021	2022
Propiedades, planta y equipo, neto	3,445,276	3,495,823	3,547,329	3,599,813	3,653,295
CAPEX Proyectado	-128,306	-130,188	-132,106	-134,061	-136,052

Fuente: Elaboración propia.

<sup>13</sup> PPE=Propiedad planta y equipo.

### 6.3 Inversión en reposición

La depreciación alcanza un 6.2% de los activos fijos en promedio. Al igual que en el ítem anterior, se multiplica la proyección de activo fijo por la ratio depreciación/activo fijo. Así obteniendo la inversión en reposición. Para el periodo 2023, se utiliza la totalidad de la amortización y depreciación proyectada<sup>14</sup>.

Tabla N°30: Cálculo Inversión en reposición (millones de pesos colombianos).

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Septiembre 2018*
Propiedades, planta y equipo, neto	2,963,335	3,383,722	3,383,513	3,395,671	3,297,443
Depreciación	- 157,916	- 194,422	- 215,036	- 251,532	- 194,109
Depreciación/ Activo Fijo	5.3%	5.7%	6.4%	7.4%	
Depreciación/ Activo Fijo Prom	<b>6.2%</b>				

Fuente: Elaboración propia.

Tabla N°31: Cálculo depreciación proyectada periodo 20184T-2022 (millones de pesos colombianos).

	2018 4T	2019	2020	2021	2022
Propiedades, planta y equipo, neto		3,495,823	3,547,329	3,599,813	3,653,295
Depreciación Proyectada	-19,822	-217,070	-220,268	-223,527	-226,848

Fuente: Elaboración propia.

### 6.4 Flujo de caja libre y valor terminal

El valor de los activos operacionales corresponde al valor presente de los flujos descontados al costo de capital. El valor terminal corresponde al flujo de caja libre del año 2023 a perpetuidad. Este último se incorpora en el flujo del año 2022 para ser descontado.

<sup>14</sup> Ver Tabla N°20

Tabla N°32: Cálculo Flujo de caja libre y valor terminal (millones de pesos colombianos).

	2018_4T	2019	2020	2021	2022	2023
FC Bruto	346,639	908,239	925,436	942,959	960,814	960,814

Inversión en reposición	(19,822)	(217,070)	(220,268)	(223,527)	(226,848)	(257,427)
Inversión en nuevos activos		(130,188)	(132,106)	(134,061)	(136,052)	-
Inversión cton		(18,360)	(18,709)	(19,065)	(19,065)	-

	2018_4T	2019	2020	2021	2022
FC Libre	326,816	542,621	554,353	566,306	578,849
Valor Terminal					7,210,655

Valor activos operacionales	6,914,972
Costo Capital	9.75%

Fuente: Elaboración propia.

## 7. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

Previo al cálculo del valor económico, se incorpora al valor de los activos operacionales, el valor de los activos prescindibles, el déficit de capital de trabajo, el interés minoritario y la deuda financiera.

El precio de Nutresa al 30 de septiembre de 2018, alcanza \$25,835 COP, posicionándose por encima del precio de mercado a la misma fecha (\$24,200 COP), en un 6.8%.

Tabla N°33: Valor económico Nutresa, millones de pesos colombianos<sup>15</sup>.

Valor activos operacionales	6,914,972
Activos prescindibles	7,905,412
Efectivo y equivalentes de efectivo	310,030
Otros activos corrientes	325,976
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	181,617
Otros activos financieros no corrientes	3,367,394
Propiedades de inversión	77,153
Plusvalía	2,040,907
Otros activos intangibles	1,143,862
Activos por impuestos diferidos	388,120
Otros activos	70,353
Capital de trabajo	(122,742)
Interés minoritario	42,124
Deuda Financiera	(2,852,553)
Valor patrimonio económico	11,887,213
N acciones	460.124
Precio al 30 Sept 2018	<b>25,835</b>
Precio Bloomberg	<b>24,200</b>

Fuente: Elaboración propia.

<sup>15</sup> A excepción del precio, que está en pesos colombianos.

## **8. Conclusiones**

El presente informe, tuvo como objetivo realizar la valoración del Grupo Nutresa, a través del método de flujo de caja descontado.

Las características financieras de la empresa, el contexto económico y la industria en la cual opera, permitieron realizar un análisis de crecimiento, como argumento para los flujos futuros utilizados.

El método de valoración contempló la proyección de los estados financieros y construcción de los flujos de caja de la firma. Además, se realizaron estimaciones sobre las inversiones de reposición, nuevos activos y capital de trabajo necesarios.

Mediante el valor de los activos operacionales, los activos prescindibles y la deuda financiera, se determinó el valor intrínseco de la acción.

La estimación realizada a través del método descrito, alcanzó un precio COP \$25,835, superior al spot a la fecha de cierre, en un 6.8%.

## 9. Anexos

### 9.1 Bibliografía

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

Fernández, Pablo. Métodos de Valoración de Empresas. Documento de investigación DI-771, noviembre, 2008.

Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p/36p.

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

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

Bloomberg.

Grupo Nutresa. <http://www.gruponutresa.com>

Estados Financieros Consolidados. <http://www.gruponutresa.com>

Bolsa de Valores Colombia. <http://www.bvc.com.co/>

Superintendencia Financiera de Colombia. <https://www.superfinanciera.gov.co>

PROCOLOMBIA. <https://www.inviertaencolombia.com.co/como-invertir/impuestos.html>

Banco Central de Colombia. <http://www.banrep.gov.co/>

Estados financieros consolidados a 31 de septiembre de 2018 y 2017. Grupo Nutresa.

Estados financieros consolidados a 31 de diciembre de 2017 y 2016. Grupo Nutresa.

Estados financieros consolidados a 31 de septiembre de 2017 y 2016. Grupo Nutresa.

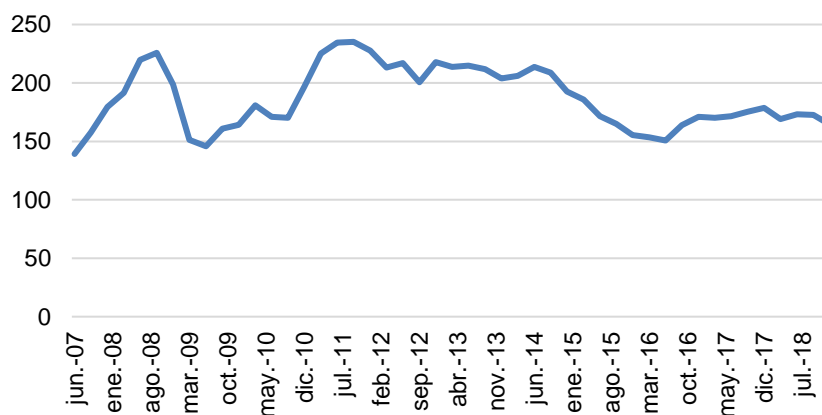
Estados financieros consolidados a 31 de diciembre de 2015 y 2014. Grupo Nutresa.

Estados financieros consolidados a 31 de septiembre de 2015 y 2014. Grupo Nutresa.

Damodaran online. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

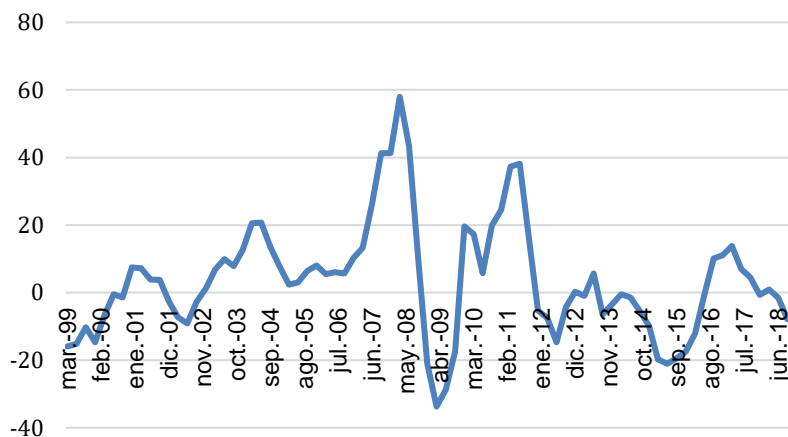
## 9.2 Tablas y Gráficos

Gráfico N°1: Índice mundial de alimentos 2007-2018. FAO FOOD Index.



Fuente: Bloomberg

Gráfico N°2: Variación trimestral Índice mundial de alimentos 1999-2018. FAO FOOD Index.



Fuente: Bloomberg