



# **VALORACIÓN DE LA EMPRESA NUTRESA S.A. Mediante Métodos de Múltiplos**

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

**Alumno: Patricio Rojas Lara  
Profesor Guía: Francisco Marcet**

**Santiago, enero 2020**

A Laura, mi hija, quien ha asumido el costo de oportunidad, sin ella y sin su amor esto no habría sido posible, eres el motor de mi vida y sin duda lo más maravilloso que Dios me pudo haber regalado. Que Dios siempre ilumine tu camino donde quiera que vayas y que siempre seas feliz en lo que hagas.

A mis padres Berta y Luis quien sin su inagotable amor, paciencia y apoyo esto no hubiese dado frutos.

A Geraldine por toda su paciencia, amistad y comprensión en todo el proceso desde el primer día de clases.

## Tabla de Contenidos

Índice de cuadros e ilustraciones.....	5
Resumen Ejecutivo.....	8
1. Metodología.....	9
1.1. Principales Métodos de Valoración.....	9
1.2. Modelo de descuento de dividendos.....	9
1.3. Método de flujos de caja descontados.....	10
1.4. Método de Múltiplos.....	11
2. Descripción de la empresa e industria .....	13
2.1. Descripción General de Grupo Nutresa .....	13
2.2. Filiales de la compañía.....	14
2.3. Accionistas principales .....	16
2.4. Unidades de Negocio .....	16
3. Financiamiento del Grupo Nutresa .....	20
3.1. Bonos Colombia .....	20
3.2. Deuda Financiera .....	22
3.3. Patrimonio Económico de Nutresa.....	23
4. Estimación de la Estructura de Capital de Nutresa .....	24
5. Estimación del Costo Patrimonial y Costo de Capital de la Empresa.....	25
Impuesto estimado .....	25
5.1. Costo de Capital de la Empresa .....	27
Costo de la deuda ( $kb$ ) .....	27
Beta de la deuda ( $\beta b$ ) .....	28
Beta de la acción ( $\beta pc/d$ ).....	29

Beta patrimonial sin deuda ( $\beta_{ps/d}$ ) .....	29
Beta patrimonial con deuda ( $\beta_{P c/d}$ ) .....	30
Costo patrimonial ( $k_p$ ) .....	30
Costo de capital ( $k_o$ ).....	31
6. Valoración de Nutresa por múltiplos .....	32
6.1. Alicorp S.A.....	32
6.2. Bimbo .....	36
6.3. Gruma .....	40
6.4. Resumen de Múltiplos Industria Comparable .....	44
6.5. Valoración de Grupo Nutresa utilizando el método Múltiplos .....	44
7. Conclusiones .....	47
ANEXOS .....	49
Presencia en región estratégica (distribución y ventas).....	49
Tasas de impuestos por país .....	50
Total de ingresos por país.....	50
Promedio ponderado de impuesto por peso relativo de los ingresos.....	51
Bibliografía.....	52

## Índice de cuadros e ilustraciones

Cuadro 1: Filiales por país Grupo Nutresa.....	14
Cuadro 2: Accionistas Grupo Nutresa, acciones y porcentaje de participación .....	16
Ilustración 3: Crecimiento ventas y ebitda por unidad de negocio.....	19
Cuadro 4: Bono COV38CB00028 .....	20
Cuadro 5: Bono COV38CB00044 .....	21
Cuadro 6: Deuda financiera detallada de Grupo Nutresa desde 2015 a junio 2019, en millones de UVR.....	22
Cuadro 7: Patrimonio económico de Grupo Nutresa desde 2015 a junio 2019. ....	23
Cuadro 8: Resumen de deuda y patrimonio Grupo Nutresa, desde 2015 a junio 2019, en millones de UVR.....	24
Cuadro 9: Estructura objetivo de Grupo Nutresa .....	24
Cuadro 10: Estimación beta de la acción y presencia bursátil Grupo Nutresa .....	25
Cuadro 11: Tasa de impuestos por años, según país.....	26
Cuadro 12: Porcentaje de participación en los ingresos por país, para 2017, 2018 y primer semestre 2019.....	26
Cuadro 13: Cálculo de tasa de impuestos promedio ponderada por país de acuerdo con participación de ingresos 2018 y 2019.....	27
Cuadro 14: Cálculo de tasa de impuestos futura promedio ponderada por país de acuerdo con participación promedio de ingresos .....	27
Cuadro 15: Datos relevantes Alicorp en millones de UVR a junio de 2018 y 2019.....	33
Cuadro 16: Ratio Precio utilidad de Alicorp (PU/PE).....	33
Cuadro 17: Ratio Valor empresa sobre ebitda de Alicorp (EV/EBITDA).....	34
Cuadro 18: Ratio Valor empresa sobre ebit de Alicorp (EV/EBIT).....	34
Cuadro 19: Ratio precio valor contable de Alicorp .....	34

Cuadro 20: Ratio valor M° valor L° de Alicorp .....	35
Cuadro 21: Ratio precio/ingresos de Alicorp .....	35
Cuadro 22: Ratio valor empresa sobre ingresos de Alicorp .....	36
Cuadro 23: Resumen de ratios Alicorp obtenidos a junio 2018 y 2019 .....	36
Cuadro 24: Datos relevantes Bimbo en millones de UVR a junio de 2018 y 2019.....	37
Cuadro 25: Ratio Precio utilidad de Bimbo (PU/PE).....	37
Cuadro 26: Ratio Valor empresa sobre ebitda de Bimbo (EV/EBITDA).....	37
Cuadro 27: Ratio Valor empresa sobre ebit de Bimbo (EV/EBIT) .....	38
Cuadro 28: Ratio precio valor contable de Bimbo .....	38
Cuadro 29: Ratio valor M° valor L° de Bimbo.....	38
Cuadro 30: Ratio precio/ingresos de Bimbo.....	39
Cuadro 31: Ratio valor empresa sobre ingresos de Bimbo .....	39
Cuadro 32: Resumen de ratios Bimbo obtenidos a junio 2018 y 2019 .....	40
Cuadro 33: Datos relevantes Gruma en millones de UVR a junio de 2018 y 2019.....	40
Cuadro 34: Ratio Precio utilidad de Gruma (PU/PE).....	41
Cuadro 35: Ratio Valor empresa sobre ebitda de Gruma (EV/EBITDA).....	41
Cuadro 36: Ratio Valor empresa sobre ebit de Gruma (EV/EBIT).....	41
Cuadro 37: Ratio precio valor contable de Gruma .....	42
Cuadro 38: Ratio valor M° valor L° de Gruma.....	42
Cuadro 39: Ratio precio/ingresos de Gruma .....	42
Cuadro 40: Ratio valor empresa sobre ingresos de Gruma .....	43
Cuadro 41: Resumen de ratios Gruma obtenidos a junio 2018 y 2019 .....	43
Cuadro 42: Resumen de resultados de los múltiplos de la industria comparable.....	44
Cuadro 43: Datos Grupo Nutresa relevantes a Junio 2019.....	44
Cuadro 44: Valoración Grupo Nutresa mediante método de múltiplos, en millones de UVR.....	46

Cuadro 45: Comparación valoración Grupo Nutresa a Junio 2019 con valor actual de la acción..... 47

Cuadro 46: Gráfico evolución valor acción Grupo Nutresa, desde el 02 de julio 2019 al 17 de enero de 2020..... 48

## Resumen Ejecutivo

El siguiente informe tiene como fin obtener una valorización del Grupo Nutresa S.A, empresa dedicada a alimentos procesados con matriz en Colombia y presente en distintos países, siendo una de las más grandes a nivel Latinoamericano. Grupo Nutresa cuenta con ocho líneas principales de negocio: Cárnicos, galletas, chocolates, Tres Montes Lucchetti, cafés, alimentos al consumidor, helados y pastas.

Esta valorización fue realizada mediante un análisis del Grupo Nutresa S.A, utilizando los Estados Financieros anuales consolidados para los años 2015 a 2018 y los Estados Financieros consolidados a junio 2019. Así mismo, se consideraron otros actores de la industria de los alimentos. Con la información obtenida, se determinó la estructura de capital objetivo del Grupo y su tasa de costo de capital, para realizar la valoración del Grupo a través de valoración por múltiplos.

En primer lugar, mediante un análisis más exhaustivo de los distintos negocios y países en donde el Grupo Nutresa tiene presencia, se determinaron supuestos utilizados para realizar la proyección de sus Estados Financieros, para el segundo semestre de 2019 y para los años 2020 a 2023. Para realizar la valoración a través de múltiplos se realizó el cálculo de ratios financieros, basados en la cuenta de resultados de tres empresas comparables: Alicorp, Bimbo y Gruma. Dicha valoración por múltiplos permite calibrar la estimación realizada e identificar diferencias entre la empresa que se valorizó y sus comparables. Bajo este método de valoración, se obtuvo resultados disímiles, los que van desde los 13.795 a 74.004 pesos colombianos.



# 1. Metodología

## 1.1. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como propósito estimar un valor para la compañía, sin embargo, en la literatura existen distintas metodologías para realizar dicha valoración, las cuales se agrupan en grupos de métodos de valoración, como los basados en el balance de la empresa (valor patrimonial), en las cuentas de resultados (múltiplos), mixtos y métodos basados en el descuento de flujo de fondos (*cash flow*).<sup>1</sup> Los resultados que se obtengan de una valoración no serán únicos, y dependerán de la situación de la compañía en determinado momento del tiempo y el tipo de valoración utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y establecen el valor teórico de la acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Los resultados pueden diferir, dado que cada analista o equipo de *research* utiliza distintos supuestos para llegar a su valoración.

Entre métodos más conocidos y utilizados se encuentra el modelo de descuento dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables.<sup>2</sup>

El trabajo se enfoca principalmente a estos dos últimos métodos de valoración: Múltiplos o comparables y flujo de caja descontados, el cual ha sido cada vez más utilizado al considerar a la empresa como un ente generador de flujos, por ende, como un activo financiero.

## 1.2. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son una distribución de las utilidades de la compañía y constituye, en la mayoría de los casos, el único flujo que se realiza de manera periódica a los accionistas.

El valor de la acción representa el valor actual de los dividendos futuros que se esperan obtener de ella, y es empleada generalmente en la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de perpetuidad, cuando se espera que los dividendos sean constantes durante los años futuros, el valor de la acción se puede expresar de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la Acción} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{K_p}$$

En donde  $K_p$  representa la rentabilidad exigida por los accionistas, llamada también coste de

---

<sup>1</sup> Fernández, Pablo. *Métodos de valoración de empresas*, décimo tercera edición (2019). 28p.

<sup>2</sup> Maqueira, Carlos. *Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica*. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

los recursos propios. Esta es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente compensados en su inversión. Si se espera que el dividendo por acción aumente anualmente a una tasa constante, llamada  $g$ , la fórmula anterior pasa a ser la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \frac{DPA_1}{(K_p - g)}$$

En donde  $DPA_1$  son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

### 1.3. Método de flujos de caja descontados

El método de flujo de caja descontados, FCD, se encuentra dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, ya que ésta se utiliza la utilidad y el crecimiento del negocio el cual está siendo evaluado.

Mientras la valoración mediante FCD es solo una de las maneras de valorar compañías, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, se deben entender los fundamentos detrás de la valoración mediante el flujo de caja descontado.<sup>4</sup>

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado, el cual se nombra periodo explícito de proyección, y luego son descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para los flujos de cada generados más allá del periodo explícito de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad”, que corresponde al periodo 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 del método de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar las cifras de una compañía, los factores específicos de la industria y las tendencias macroeconómicas las que ejercen cierto grado de variabilidad en una compañía.

El valor terminal en un FCD en general representa la mayor parte del valor implícito final y es considerablemente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. Por consiguiente, 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 establecer el valor de la compañía bajo análisis.

---

<sup>3</sup> Fernández, Pablo. *Métodos de valoración de empresas*, décimo tercera edición (2019). 28p.

<sup>4</sup> Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Third Edition (2012), 992p.

En la valoración basada en el descuento de flujos se establece 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 relevantes. Se efectúa teniendo en consideración el riesgo, las volatilidades históricas, y en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo determinan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una rentabilidad determinada.

En general, cuando se habla de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la compañía, en un contexto de una valoración por el método de FCD, se refiere del costo de capital (tasa de los activos). Esta se calcula como un promedio ponderado entre el costo de la deuda y la rentabilidad exigida por los accionistas, la que se denomina costo patrimonial. Esta manera de cálculo se le denomina *Weighted Average Cost of Capital*, WACC por sus siglas, que corresponde al costo promedio ponderado de capital. WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libres totales para obtener el valor total de una compañía, que tenga deuda financiera y que los ahorros de impuestos asociados a los intereses sean incorporados en la tasa de descuento y no en los flujos de caja.

Para valorar la compañía de la forma descrita, se requiere que posea una estructura de capital objetiva a largo plazo, si esta condición no se cumple, no podría valorizarse de esta manera, se debería hacer por valor presente ajustado.

Al aplicar FCD para valorar la compañía en su parte operativa, la determinación del valor completo de la compañía implicaría adicionar los activos prescindibles, los cuales no son necesarios para la operación de la empresa, y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiese tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio se realiza restando al valor completo de la compañía, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la compañía no posea deuda financiera y sea financiada en un 100% por patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales a una tasa de costo de capital sin deuda, también conocida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio dado su nivel de riesgo. Para obtener el valor de la empresa, se realizan los ajustes mencionados anteriormente, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, lo cual el valor completo de la compañía coincidiría con el valor del patrimonio.

#### 1.4. Método de Múltiplos

El método de múltiplos o comparables, determina un valor para la compañía, el cual establece una relación entre distintos ratios financieros de una compañía de la misma industria y el valor de la firma, obteniendo así un valor aproximado de la empresa.

El valor de un activo, es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares que pueden ser comparables. Existe una gran variación en la valoración de las acciones, según el tipo de múltiplo que se utilice y según las empresas que se consideren como referencia.

Los requisitos para aplicar la valoración por múltiplos son: 1. Identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos en valores estándar, obteniendo los múltiplos, 2. Comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la compañía, y tener presente que dos compañías son comparables en la medida que posean riesgo y tasas de crecimiento similar, además de características similares en flujos de caja.

Existen distintos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, se muestra algunos de los cuales es posible utilizar:

Múltiplos de ganancias:

- Price-earning ratio (PU o PE)
- Enterprise value to EBITDA
- Enterprise value to EBIT

Los analistas utilizan este tipo de múltiplos para decisiones sobre portafolios, se compara este valor con la tasa de crecimiento esperado. Si el valor objetivo es bajo, entonces las compañías están subvaloradas. En cambio, si el valor objetivo es alto, las empresas se encuentran sobrevaloradas.

También se utiliza PU o PE, para comparar mercados y concluir cuáles se encuentran sobre o subvalorados. La relación PU está asociada positivamente con la tasa de crecimiento y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una compañía puede tener un PU bajo debido a tasas de interés altas o bien un alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de valor libro:

- Price to book equity
- Value to book ratio
- Valor de Mercado / Costo de reemplazo (Q de Tobin)

Múltiplos de ventas:

- Price to sales ratio
- Enterprise value to sales ratio

## 2. Descripción de la empresa e industria

### 2.1. Descripción General de Grupo Nutresa

Grupo Nutresa es una compañía colombiana que produce, distribuye y comercializa productos de la industria alimenticia. Nacida en 1920, bajo el nombre de Compañía Nacional de Chocolates Cruz Roja, la que luego pasó a ser Compañía Nacional de Chocolates S.A., transformándose posteriormente en el año 2011 a Grupo Nutresa.

La compañía es una empresa líder en alimentos procesados en Colombia, teniendo una participación mayor a un 50% del mercado y un actor relevante en América Latina. Posee ocho líneas de negocio principales: Cárnicos, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti -TMLUC-, Cafés, Alimentos al Consumidor, Helados y Pastas. La compañía desde los años 2000s comienza una expansión internacional, con la adquisición de distintas empresas en la región. Es así, como Nutresa ha diversificado su geografía, manteniendo su distribución, plantas y ventas en 14 países y 46 plantas de producción, principalmente en el latinoamericano, además de Centro América y Estados Unidos.<sup>5</sup> Las ventas del Grupo Nutresa en otros países, distintos a Colombia, representan en 2018 un 36,4% de las ventas totales de la compañía, la cual posee sus productos presentes en más de 75 países.

Grupo Nutresa se caracteriza por tener un modelo de negocio diferenciado a partir de su gente, quienes aportan al desarrollo sostenible de la empresa. El año 2011 ingresan por primera vez al *Dow Jones Sustainability Index*, índice que busca evaluar la sostenibilidad de empresas que cotizan en bolsa. Durante el año 2019, Grupo Nutresa alcanza por noveno año consecutivo ser parte de este índice y ser reconocida como la compañía más sostenible en el DJSI de su rubro a nivel mundial.

Dentro de los puntos destacables de la compañía, se tiene:

- Posee 45.000 colaboradores.
- Portafolio de marcas relevantes, 18 de las cuales registran ventas superiores a los USD 50mm.
- Más de un millón de clientes atendidos a través de una red de más de 9.000 vendedores.
- Compañía listada en Colombia, con ADR Nivel I, y una capitalización de mercado de COP 10,8 billones, a diciembre 2018.

---

<sup>5</sup> Ver anexo 1: Presencia en nuestra región estratégica, Grupo Nutresa.

- Segunda empresa mejor distinguida de Colombia de acuerdo con el monitor Merco Empresas 2018 y segundo mejor empleador del país según Merco Talento 2019.

## 2.2. Filiales de la compañía

En la siguiente tabla, se presentan las filiales por país del Grupo Nutresa, agrupadas por país, con el detalle de su actividad principal y el porcentaje de participación:

*Cuadro 1: Filiales por país Grupo Nutresa*

Denominación	Actividad Principal	Moneda Funcional	% Participación
<b>Colombia</b>			
Industria Colombiana de Café S. A. S.	Producción de café y productos relacionados.	COP	100,00%
Compañía Nacional de Chocolates S. A. S.	Producción de chocolates, sus derivados y otros productos	COP	100,00%
Compañía de Galletas Noel S. A. S.	Producción de galletas, cereales, entre otros.	COP	100,00%
Industria de Alimentos Zenú S. A. S.	Producción y comercialización de carnes y sus derivados.	COP	100,00%
Productos Alimenticios Doria S. A. S.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	COP	100,00%
Molino Santa Marta S. A. S.	Molituración de granos.	COP	100,00%
Alimentos Cárnicos S. A. S.	Producción de carnes y sus derivados.	COP	100,00%
Tropical Coffee Company S. A. S.	Montaje y explotación de industrias de café.	COP	100,00%
Inverlogy S. A. S. (antes Litoempaques S. A. S.)	Producción o fabricación de material de empaque.	COP	100,00%
Pastas Comarrico S. A. S.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	COP	100,00%
Novaventa S. A. S.	Comercialización de alimentos y otros artículos mediante canal de venta directa.	COP	100,00%
La Recetta Soluciones Gastronómicas Integradas S. A. S.	Distribución de alimentos mediante canal institucional.	COP	70,00%
Meals Mercadeo de Alimentos de Colombia S. A. S.	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros.	COP	100,00%
Servicios Nutresa S. A. S.	Prestación de servicios empresariales especializados.	COP	100,00%
Setas Colombianas S. A.	Producción, procesamiento y comercialización de champiñones.	COP	99,50%
Gestión Cargo Zona Franca S. A. S.	Prestación de servicios logísticos.	COP	100,00%
Comercial Nutresa S. A. S.	Comercialización de productos alimenticios.	COP	100,00%
Industrias Aliadas S. A. S.	Prestación de servicios relacionados con el café.	COP	100,00%
Oppeer Colombia S. A. S.	Prestación de servicios de transporte y logística.	COP	100,00%
Fideicomiso Grupo Nutresa	Gestión de recursos financieros.	COP	100,00%
Fondo de Capital Privado "Cacao para el Futuro" – Compartimento A	Inversión en producción de cacao.	COP	83,41%
IRCC S. A. S. - Industria de Restaurantes Casuales S. A. S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	100,00%
LYC S. A. S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	100,00%
PJ COL S. A. S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	100,00%
New Brands S. A.	Producción de lácteos y helados.	COP	100,00%
Schadel Ltda. Schalin Del Vecchio Ltda.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	99,88%
Tabelco S. A. S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	100,00%
Productos Naturela S. A. S.	Producción y comercialización de alimentos saludables y funcionales.	COP	60,00%
<b>Chile</b>			
Tresmontes Lucchetti S. A.	Prestación de servicios empresariales especializados.	CLP	100,00%
Nutresa Chile S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	CLP	100,00%
Tresmontes Lucchetti Agroindustrial S. A.	Producción agrícola e industrial.	CLP	100,00%

Tresmontes Lucchetti Servicios S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	CLP	100,00%	
Tresmontes S. A.	Producción y comercialización de alimentos.	CLP	100,00%	
Lucchetti Chile S. A.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	CLP	100,00%	
Novaceites S. A.	Producción y comercialización de aceites vegetales.	CLP	50,00%	
Tresmontes Lucchetti Inversiones S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	CLP	100,00%	
<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 POPPS 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</b>				
Abimar Foods Inc.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	USD	100,00%	
Cordials Usa, Inc.	Comercialización de productos alimenticios.	USD	100,00%	
Denominación	Actividad Principal	País	Moneda Funcional	% Participación
<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%
Helados Bon S. A.	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros.	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%

### 2.3. Accionistas principales

En el siguiente cuadro se muestran los 12 principales accionistas del Grupo Nutresa, los cuales poseen en conjunto un 69,1% de la compañía:

*Cuadro 2: Accionistas Grupo Nutresa, acciones y porcentaje de participación*

Nombre Accionista	Cantidad de Acciones	% de Participación
Grupo de Inversiones Suramericana S.A.	161.777.155	35,16%
Grupo Argos S.A.	45.243.781	9,83%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	33.094.766	7,19%
Fdo de Pensiones Obligatorias Proteccion Moderado	19.456.618	4,23%
Fondo Bursatil Ishaes Colcap	13.047.822	2,84%
Microinversiones S.A.	10.871.984	2,36%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	9.162.118	1,99%
Amalfi S.A.S	7.055.128	1,53%
Libreville S.A.S.	5.514.904	1,20%
Fundacion Fraternidad Medellin	4.520.400	0,98%
Old Mutual Fondo de Pens. Obligatorias - Moderado	4.179.488	0,91%
Norges Bank-Cb New York	4.008.934	0,87%
<b>Total</b>	<b>317.933.098</b>	<b>69,10%</b>

### 2.4. Unidades de Negocio

La estructura empresarial definida por el Grupo Nutresa, comprende ocho líneas de negocio de acuerdo con el tipo de producto que se comercializa. Cada una de estas unidades se detalla a continuación:

#### **Cárnicos:**

El negocio cárnico produce y comercializa carnes frías procesadas, carnes maduradas, embutidos y vegetales enlatados, platos listos preparados y champiñones. Posee 11 plantas ubicadas en Colombia, Panamá y Venezuela y tiene una participación directa en tres países. Esta unidad de negocio representa el 20,6% de las ventas totales de la compañía.



#### **Galletas:**

Este negocio produce y comercializa galletas dulces (saborizadas, cremadas, *wafers*) y salados (*crackers*). Posee 7 plantas de producción distribuidas en Colombia, Estados Unidos y



Centroamérica, además de poseer molinos de trigo. Esta unidad de negocio participa en diez países de manera directa y representa el 20,2% de las ventas de la compañía.



**Chocolates:**

La unidad de negocio de chocolates produce y comercializa golosinas de chocolate, bebidas de chocolate, modificadores de leche, barras de cereal y nueces. Posee cinco plantas productivas distribuidas en Colombia, Centroamérica, México y Perú. Esta unidad tiene presencia directa en once países, teniendo una participación significativa en Costa Rica y Perú en el segmento modificadores de leche y golosinas de chocolate. Sus ventas representan el 17,2% del total de la compañía.



**Cafés:**

El negocio de cafés produce y comercializa café tostado y molido, café soluble -en polvo y granulado- extractos de café y mezclas de café. Comercializa además café liofilizado. Tiene presencia directa en 12 países y posee 5 plantas productivas en Colombia y Malasia. Sus ventas representan un 10,9% del total de la compañía.



**Tresmontes Lucchetti – TMLUC:**

Esta unidad de negocio produce y comercializa bebidas instantáneas frías, té, jugos, café, pastas, snacks, aceites comestibles, sopas y postres. Posee cuatro plantas productivas, ubicadas en Chile y México. Esta unidad tiene presencia directa en trece países y es líder en Chile en la categoría de bebidas instantáneas frías. Las ventas de esta unidad de negocio representan el 11% del total de ventas de la compañía.



**Alimentos al Consumidor:**

El Negocio Alimentos al Consumidor ofrece experiencias de calidad y servicio en el segmento de alimentos fuera del hogar. Es líder en los segmentos de *fast casual* y *casual dining* en Colombia. Además de operar marcas internacionales líderes en las categorías de pizza, helado de yogurt y *doughnuts*, participa en la operación de Starbucks en Colombia. Posee más de 800

puntos de venta entre Colombia, Centroamérica y República Dominicana y el Caribe. Esta línea de negocio representa el 8,2% del total de las ventas de Grupo Nutresa.



**Helados:**

Este negocio produce y comercializa, entre otros, paletas de agua, paletas de leche, conos, litros, postres, vasos y galletas. Posee tres plantas de producción en Colombia y solo tiene presencia directa en dicho país. Esta unidad representa el 4,9% del total de ventas de la compañía.



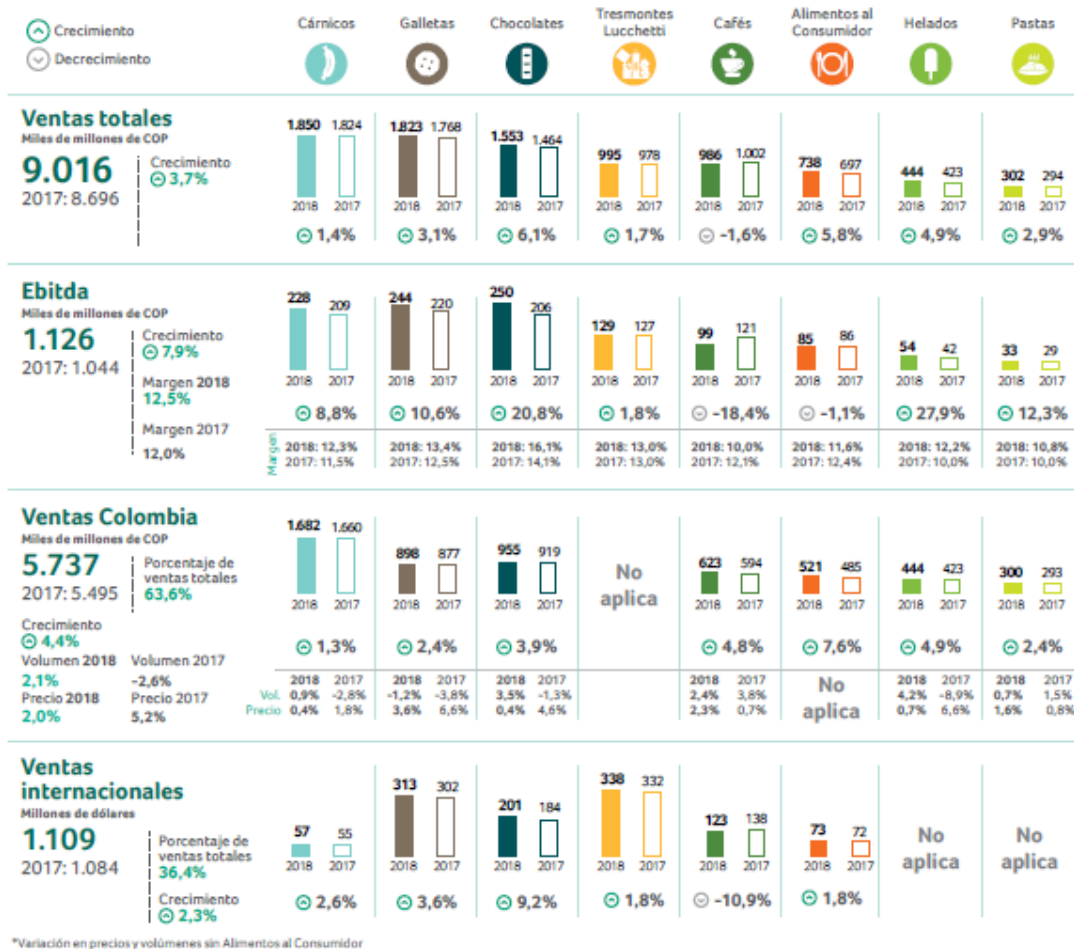
**Pastas:**

El negocio de Pastas produce y comercializa, entre otros, pastas alimenticias cortas, largas, al huevo, con verduras, alta en fibra, con mantequilla e instantáneas. Posee dos plantas productivas en Colombia y tiene presencia directa solo en dicho país. Las ventas de esta unidad representan un 3,4% del total de ventas del Grupo Nutresa.



Finalmente, se muestra un resumen de las Ventas del Grupo Nutresa y Ebitda, por cada unidad de negocio:

Ilustración 3: Crecimiento ventas y ebitda por unidad de negocio



### 3. Financiamiento del Grupo Nutresa

Dentro de los Estados Financieros Consolidados a junio 2019, se identifican dos bonos vigentes a la fecha de los EEFF.

En agosto de 2009 se realizó en Colombia una emisión de bonos corporativos a través del Fideicomiso Grupo Nutresa, administrado por Alianza Fiduciaria S. A., la emisión se realizó por \$500.000 con vencimiento en cuatro tramos de 5, 7, 10 y 12 años, con intereses pagaderos trimestre vencido y amortización al vencimiento de cada tramo. A junio de 2019 quedan vigentes dos bonos de dicha emisión, su motivo de colocación fue la sustitución de pasivos. El detalle de cada uno de ellos es el siguiente:

#### 3.1. Bonos Colombia

*Cuadro 4: Bono COV38CB00028*

Datos	Observaciones
Bono	Fideicomiso Grupo Nutresa
Nemotécnico	COV38CB00028
Fecha de Emisión	20/08/2009
Valor Nominal (VN o D)	135.482.000.000
Moneda	COP
Tipo de Colocación	Nacional, Colombia
Fecha de Vencimiento	20/08/2019
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	IPC + 6,00%
Periodicidad	Trimestral vencido
Número de pagos (N)	40
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracias
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	AAA, Fitch Ratings Colombia S.A.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	IPC + 5,33% (Fuente: Sala de prensa Grupo Nutresa)
Precio de venta el día de la emisión.	MM\$ 142.483
Valor de Mercado	105,17% (Sobre la par)

Cuadro 5: Bono COV38CB00044

Datos	Observaciones
Bono	Fideicomiso Grupo Nutresa
Nemotécnico	COV38CB00044
Fecha de Emisión	20/08/2009
Valor Nominal (VN o D)	134.162.000.000
Moneda	COP
Tipo de Colocación	Nacional, Colombia
Fecha de Vencimiento	20/08/2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	IPC + 6,20%
Periodicidad	Trimestral vencido
Número de pagos (N)	40
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracias
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	AAA, Fitch Ratings Colombia S.A.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	IPC + 5,59% (Fuente: Sala de prensa Grupo Nutresa)
Precio de venta el día de la emisión.	MM\$ 141.282
Valor de Mercado	105,31% (Sobre la par)

### 3.2. Deuda Financiera

A continuación, se muestra el detalle de la deuda financiera de Grupo Nutresa, a diciembre de los años 2015 a 2018 y a junio 2019, en millones de Unidades de Valor Real<sup>6</sup> (UVR):

*Cuadro 6: Deuda financiera detallada de Grupo Nutresa desde 2015 a junio 2019, en millones de UVR*

Concepto	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Préstamos	11.115	11.107	10.447	9.605	9.772
Bonos	2.238	1.549	1.511	1.044	1.017
Arrendamientos	82	61	53	47	39
Deuda Bruta	13.436	12.717	12.011	10.696	10.829
Intereses causados y otros	120	173	0	0	0
<b>Total</b>	<b>13.555</b>	<b>12.890</b>	<b>12.011</b>	<b>10.696</b>	<b>10.829</b>
Corriente	4.642	3.496	2.208	2.004	2.037
No corriente	8.913	9.393	9.803	8.692	8.792

En particular con la deuda Financiera del Grupo Nutresa a la fecha del análisis, se puede apreciar que más del 90% de su deuda se compone por Préstamos y no por los bonos emitidos, los cuales tienen un horizonte de vencimiento en los próximos 2 años. Si bien a raíz de esta característica puede resultar difícil determinar el costo de la deuda a través de los bonos, debido a su baja representación en el total de la deuda y su próximo vencimiento. Por otro lado, a pesar que los bonos representan solo el 10% de la deuda, se transan en el mercado, por lo que su precio se considera una buena aproximación del costo de la deuda del Grupo Nutresa.

---

<sup>6</sup> La unidad de valor real (UVR) es certificada por el Banco de la República y refleja el poder adquisitivo con base en la variación del índice de precios al consumidor (IPC) durante el mes calendario inmediatamente anterior al mes del inicio del período de cálculo.

### 3.3. Patrimonio Económico de Nutresa

El patrimonio económico, que es el número de acciones en circulación de la empresa por el precio de la acción, para los años 2015 a 2018 y primer semestre de 2019, es el siguiente:

*Cuadro 7: Patrimonio económico de Grupo Nutresa desde 2015 a junio 2019.*

<b>Patrimonio Económico</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>S1 2019</b>
Precio en COP \$	22.620	24.900	27.820	23.500	24.980
Precio en UVRs	99	103	110	90	93
Nº Acciones	460.123.458	460.123.458	460.123.458	460.123.458	460.123.458
<b>Patrimonio Bursátil (MMCOP\$)</b>	<b>10.407.993</b>	<b>11.457.074</b>	<b>12.800.635</b>	<b>10.812.901</b>	<b>11.493.884</b>
<b>Patrimonio Bursátil (MMUVRs)</b>	<b>45.595</b>	<b>47.255</b>	<b>50.720</b>	<b>41.482</b>	<b>42.960</b>

## 4. Estimación de la Estructura de Capital de Nutresa

Con la información obtenida de los Estados de Resultados del Grupo Nutresa, se construyen las razones de endeudamiento y patrimonio del Grupo para los años 2015 a 2018 y el primer semestre de 2019, por lo que, en resumen, se tiene:

*Cuadro 8: Resumen de deuda y patrimonio Grupo Nutresa, desde 2015 a junio 2019, en millones de UVR*

Concepto	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Total deuda Financiera (B)	13.555	12.890	12.011	10.696	10.829
Patrimonio Económico (P)	45.595	47.255	50.720	41.482	42.960
<b>Valor de los Activos (B+P)</b>	<b>59.151</b>	<b>60.145</b>	<b>62.731</b>	<b>52.178</b>	<b>53.789</b>

Con la información anterior, se calcula la estructura objetivo de la compañía, la cual es:

*Cuadro 9: Estructura objetivo de Grupo Nutresa*

Concepto	2015	2016	2017	2018	S1 2019	Promedio 2015 a 2019	Promedio 2 últimos años
<b>B/V</b>	23,0%	21,0%	19,0%	20,0%	20,0%	20,6%	20,0%
<b>P/V</b>	77,0%	79,0%	81,0%	80,0%	80,0%	79,4%	80,0%
<b>B/P</b>	29,7%	27,3%	23,7%	25,8%	25,2%	25,9%	25,0%

Según el análisis realizado para los años 2015 al primer semestre 2019, se puede apreciar que la estructura objetivo del Grupo Nutresa es similar en los 4,5 años. La estructura objetivo que se usará para los cálculos futuros, es una relación de deuda financiera sobre el valor de la empresa de un 20% y una relación de patrimonio económico sobre el valor de la empresa de un 80%, esto debido a que los dos últimos años más relevantes para proyectar a futuro la estructura objetivo de la empresa.



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

Usando los precios de acciones de acciones semanales del grupo Nutresa y del índice COLCAP extraídos de Economática entre el 01 de julio de 2015 al 30 de junio de 2019 se calcularon los retornos del precio de la acción y del índice COLCAP<sup>7</sup> y se estimó el beta de la acción de la compañía mediante el modelo de mercado

$$R_{i t} = \alpha + \beta_i R_{m t} + \varepsilon.$$

Luego de estimar el beta de la acción se obtuvieron los siguientes resultados:

*Cuadro 10: Estimación beta de la acción y presencia bursátil Grupo Nutresa*

Concepto	2017	2018	2019
<b>Beta de la Acción</b>	0,7489	0,4825	0,6024
<b>p-value (significancia)</b>	0,000000000001	0,00000145738	0,00000008450
<b>Presencia Bursátil (%)</b>	99,5%	100%	99,6%

En este cuadro se indica que el beta de la acción que mide el grado de variabilidad de la rentabilidad de la acción de Nutresa y el mercado es positivo, el valor p es estadísticamente significativo y posee una presencia bursátil sobre el 99% en los últimos tres años, este porcentaje indica que la acción está siendo transada constantemente en el mercado colombiano y, por ende, la acción es líquida.

### Impuesto estimado

Para obtener la tasa de impuesto que se utilizará para realizar el cálculo de costo de capital de la compañía, se realizó una ponderación de la tasa de impuestos de cada país en donde tiene participación relevante Grupo Nutresa, los cuales corresponden, de mayor a menor participación a: Colombia, Centroamérica, Estados Unidos, Chile, México, Perú, República Dominicana y Caribe y Ecuador.

Las tasas de impuestos aplicables, de 2018 a 2022, obtenidas de los Estados Financieros del Grupo Nutresa, son las siguientes:

<sup>7</sup> COLCAP es un índice de capitalización que refleja las variaciones de los precios de las acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), donde la participación de cada acción en el índice está determinada por el correspondiente valor de la capitalización bursátil ajustada (flotante de la compañía multiplicada por el último precio). La canasta del índice COLCAP estará compuesta por mínimo 20 acciones de 20 emisores diferentes.

*Cuadro 11: Tasa de impuestos por años, según país.*

<b>País</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Colombia	37%	33%	32%	31%	30%
Centroamérica	28%	28%	28%	28%	28%
Estados Unidos	21%	21%	21%	21%	21%
Chile	27%	27%	27%	27%	27%
México	30%	30%	30%	30%	30%
Perú	30%	30%	30%	30%	30%
República Dominicana y Caribe	27%	27%	27%	27%	27%
Ecuador	25%	25%	25%	25%	25%

El porcentaje de participación de cada país en los ingresos de Grupo Nutresa es el siguiente:

*Cuadro 12: Porcentaje de participación en los ingresos por país, para 2017, 2018 y primer semestre 2019*

<b>País</b>	<b>S1 2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>Promedio</b>
Colombia	64,44%	65,83%	65,12%	65,13%
Centroamérica	9,83%	9,58%	9,51%	9,64%
Estados Unidos	8,52%	7,35%	8,15%	8,01%
Chile	8,16%	8,07%	8,13%	8,12%
México	3,80%	3,56%	3,57%	3,64%
Perú	1,93%	2,28%	2,28%	2,17%
República Dominicana y Caribe	1,89%	1,85%	1,80%	1,85%
Ecuador	1,43%	1,49%	1,44%	1,45%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

De acuerdo con las tasas de impuestos aplicables a los años 2018 y 2019, se realiza una ponderación de cada tasa de impuestos según el porcentaje de participación de los ingresos por cada país:

*Cuadro 13: Cálculo de tasa de impuestos promedio ponderada por país de acuerdo con participación de ingresos 2018 y 2019*

País	2018			2019		
	Imptos	Participación ingresos	Promedio Ponderado	Imptos	Participación ingresos	Promedio Ponderado
Colombia	37%	65,83%	24,36%	33%	64,44%	21,27%
Centroamérica	28%	9,58%	2,68%	28%	9,83%	2,75%
Estados Unidos	21%	7,35%	1,54%	21%	8,52%	1,79%
Chile	27%	8,07%	2,18%	27%	8,16%	2,20%
México	30%	3,56%	1,07%	30%	3,80%	1,14%
Perú	30%	2,28%	0,67%	30%	1,93%	0,57%
República Dominicana y Caribe	27%	1,85%	0,50%	27%	1,89%	0,51%
Ecuador	25%	1,49%	0,37%	25%	1,43%	0,36%
<b>Total</b>	<b>28,1%</b>	<b>100,0%</b>	<b>33,37%</b>	<b>27,6%</b>	<b>100,0%</b>	<b>30,59%</b>
<b>Promedio 2018-2019</b>	<b>31,98%</b>					

Por lo que la tasa de impuestos a utilizar es el promedio de los dos últimos años ponderados a la participación en ingresos de cada país, la cual es 31,98%.

Para la obtención de la tasa de impuestos para los años de proyección futura, se utilizan las tasas de impuestos de más largo plazo disponibles, en este caso 2022, y se calcula un promedio ponderado, en este caso, de acuerdo con el promedio de ingresos de los años 2017, 2018 y primer semestre de 2019, obteniendo lo siguiente:

*Cuadro 14: Cálculo de tasa de impuestos futura promedio ponderada por país de acuerdo con participación promedio de ingresos*

País	Tasa impto	Participación promedio	Promedio Ponderado
Colombia	30%	65,13%	19,5%
Centroamérica	28%	9,64%	2,7%
Estados Unidos	21%	8,01%	1,7%
Chile	27%	8,12%	2,2%
México	30%	3,64%	1,1%
Perú	30%	2,17%	0,6%
República Dominicana y Caribe	27%	1,85%	0,5%
Ecuador	25%	1,45%	0,4%
<b>Promedio</b>			<b>28,70%</b>

## 5.1. Costo de Capital de la Empresa

### Costo de la deuda ( $k_b$ )

Para determinar el costo de la deuda se consideró la tasa *Yield* obtenida del bono de más largo plazo que tiene la compañía: COV38CB00044 bono colombiano a 12 años, emitido en el año

2009, utilizando *Bloomberg* para identificar la tasa que se transó hasta antes del 30 de junio de 2019, la cual es la siguiente:

$$k_b = 9,81\%$$

Como anteriormente se destacó en el punto 3.2, si bien el bono a más largo plazo que mantiene actualmente la compañía vence en 2021 y que los bonos representan solamente un 10% de la deuda financiera de la compañía, la tasa yield de dicho bono es la única tasa a mercado representativa del costo de la deuda de la compañía, ya que, si bien tiene préstamos por un monto más importante, no se tiene información de mercado sobre dicha deuda.

### Beta de la deuda ( $\beta_b$ )

Para determinar el beta de la deuda se consideró una tasa libre de riesgo de 4,75%, obtenido de un bono de Tesorería colombiano<sup>8</sup> y un premio por riesgo de mercado de 8,60%, provisto por Damodaran, a enero de 2019.

$$k_b = rf + (PRM \cdot \beta_d)$$

$$9,81\% = 4,75\% + 8,60\% \cdot \beta_d$$

$$\beta_d = \frac{9,81\% - 4,75\%}{8,60\%}$$

$$\beta_d = \mathbf{0,5884}$$

---

<sup>8</sup> Bono de Tesorería colombiano ISIN COL17CT03441 con fecha de emisión el 04-04-2015 y fecha de vencimiento 04-04-2035.

### Beta de la acción ( $\beta_p^{c/d}$ )

El beta de la acción corresponde al resultado obtenido a través de la regresión lineal al 30 de junio de 2019, la cual comprende los retornos de junio de 2017 a junio de 2019.

$$\beta_p^{c/d} = 0,6024$$

### Beta patrimonial sin deuda ( $\beta_p^{s/d}$ )

Para determinar el beta patrimonial sin deuda, se desapalancó el beta de la acción utilizando Rubinstein, considerando el promedio ponderado de las estructuras de capitales vigentes del 31 de diciembre de 2015 al 31 de diciembre de 2018 y 30 de junio de 2019, que es concordante con el periodo utilizado en la regresión lineal. Además, para establecer una tasa de impuesto representativa para el grupo, la tasa de impuesto utilizada se determinó mediante un promedio ponderado en relación con los ingresos por países en los que opera el grupo, explicado anteriormente. Con esto, se tiene:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \left[ 1 + (1 - t_c) * \left( \frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d * (1 - t_c) \left( \frac{B}{P} \right)$$

$$0,6024 = \beta_p^{s/d} [1 + (1 - 0,3198) * 0,25] - 0,5884 * (1 - 0,3198) * 0,25$$

$$0,6024 = \beta_p^{s/d} 1,1701 - 0,1001$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{0,6024 + 0,1001}{1,1701}$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,6004$$

### Beta patrimonial con deuda ( $\beta_p^{c/d}$ )

El beta patrimonial con deuda, se calculó al apalancar el beta patrimonial sin deuda, con la estructura de capital objetivo de la compañía,  $B/P = 25,94\%$  que fue determinado como el promedio de los últimos 5 años:

$$\begin{aligned}\beta_p^{c/d} &= \beta_p^{s/d} \left[ 1 + (1 - t_c) \left( \frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - t_c) \left( \frac{B}{P} \right) \\ \beta_p^{c/d} &= 0,6004 * [1 + (1 - 0,2870)(0,2594)] - \beta_d (1 - 0,2870)(0,2594) \\ \beta_p^{c/d} &= (0,6004 * 1,1849) - (0,5884 * 0,7130 * 0,2594) \\ \beta_p^{c/d} &= 0,7114 - 0,1088 \\ \beta_p^{c/d} &= 0,6026\end{aligned}$$

### Costo patrimonial ( $k_p$ )

Una vez obtenido el beta patrimonial con deuda, se calcula el costo patrimonial a través de CAPM:

$$\begin{aligned}k_p &= rf + PRM * \beta_p^{c/d} \\ k_p &= 0,0475 + 0,0860 * 0,6026 \\ k_p &= 0,0993 \\ k_p &= 9,93\%\end{aligned}$$

### Costo de capital ( $k_0$ )

Finalmente, el costo de capital promedio ponderado (WACC), se estimó utilizando el costo patrimonial, el costo de la deuda, la tasa de impuesto a las empresas y la estructura de capital objetivo de la compañía:

$$k_0 = k_p \left( \frac{P}{V} \right) + k_b (1 - t_c) \left( \frac{B}{V} \right)$$

$$k_0 = 0,0993 \cdot 0,7940 + 0,0981 \cdot (1 - 0,2870) \cdot 0,2060$$

$$k_0 = 0,0788 + 0,0144$$

$$k_0 = 0,0933$$

$$\mathbf{k_0 = 9,33\%}$$

## 6. Valoración de Nutresa por múltiplos

Para realizar la valoración de Grupo Nutresa mediante Múltiplos, se utilizaron empresas de la misma industria alimenticia, pero de otros países, debido a que, si bien en el mercado colombiano existen empresas del mismo rubro, éstas no transan en bolsa por lo que sus Estados Financieros no son públicos. Por ello, se utilizaron tres empresas de la misma industria similares de Perú y México, las cuales también poseen participación en otros países en Latinoamérica y en el mundo, las cuales permitirán obtener valores comparables. Las empresas seleccionadas son:

- Alicorp
- Bimbo
- Gruma

### 6.1. Alicorp S.A.

Esta empresa, que transa en la bolsa de valores de Perú bajo el nemotécnico Alicorp, posee dos series de acciones: acciones comunes ALICORC1 y acciones preferentes ALICORI1. Alicorp es una empresa industrial dedicada al rubro de alimentos, cuidado del hogar y personal, presente en nueve países de Latinoamérica con más de 150 marcas, las que se dividen en 4 líneas de negocio.

Para realizar el cálculo de múltiplos de Alicorp, se utilizan los siguientes datos obtenidos desde sus EEFF a junio de 2018 y 2019:



Cuadro 15: Datos relevantes Alicorp en millones de UVR a junio de 2018 y 2019

Alicorp		
Ítem	2018	2019
Precio de mercado acción	11,05	10,33
Ganancia por acción	0,26	0,23
N° de acciones	847.192	847.192
Valor M° del Capital	9.361.469	8.751.491
Valor M° de la deuda	3.058.145	4.854.912
Efectivo	958.952	660.886
EBITDA	475.060	536.513
EBIT	397.144	403.048
Valor libro del Capital	2.905.584	3.146.528
Valor libro de la deuda	1.836.292	2.168.463
Ingresos	3.833.380	4.687.216
Depreciación	64.789	118.756
Amortización	13.127	14.709
Interés	53.134	31.510
UAI	323.984	297.556

Con dichos datos, se calcula lo siguiente:

Cuadro 16: Ratio Precio utilidad de Alicorp (PU/PE)

Ítem	2018	2019
Precio de mercado acción	11,05	10,33
Ganancia por acción	0,26	0,23
<b>Ratio Precio Utilidad (PE/PU)</b>	<b>42,5</b>	<b>45,3</b>

Este ratio mide la relación entre la ganancia por acción y su impacto en el precio de mercado, así para Alicorp entre 2018 y 2019 dicho ratio se mantiene estable, presentando un impacto en que por cada unidad de ganancia neta por acción el impacto en el precio de la acción en el mercado es de 42,5 y 45,3 para los años 2018 y 2019 veces respectivamente.

*Cuadro 17: Ratio Valor empresa sobre ebitda de Alicorp (EV/EBITDA)*

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	9.361.469	8.751.491
Valor M° de la deuda	3.058.145	4.854.912
Efectivo	958.952	660.886
EBITDA	475.060	536.513
<b>Ratio Valor empresa sobre Ebitda (EV/EBITDA)</b>	<b>24,1</b>	<b>24,1</b>

Este ratio ayuda a entender el valor de mercado de los activos independiente de cómo está financiado, este ratio mide las veces del valor de los activos por cada unidad de EBITDA que genera la empresa, por cada unidad de EBITDA los activos se valoran en 24,1 veces para ambos años.

*Cuadro 18: Ratio Valor empresa sobre ebit de Alicorp (EV/EBIT)*

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	9.361.469	8.751.491
Valor M° de la deuda	3.058.145	4.854.912
Efectivo	958.952	660.886
EBIT	397.144	403.048
<b>Ratio Valor empresa sobre Ebit (EV/EBIT)</b>	<b>28,9</b>	<b>32,1</b>

Al igual que el ratio anterior este ratio mide las veces que se valora los activos por cada unidad de EBIT que genera la empresa independiente de la forma de financiar dichos activos. A diferencia del ratio anterior, este ratio mide el valor de los activos por cada peso de utilidad antes de intereses financieros e impuestos.

*Cuadro 19: Ratio precio valor contable de Alicorp*

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	9.361.469	8.751.491
Valor libro del Capital	2.905.584	3.146.528
<b>Ratio precio valor contable (PBV)</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>

Este ratio mide la relación entre el precio que se paga por una compañía y su valor patrimonial contable, que este ratio sea mayor a uno quiere decir que en el mercado el precio de la acción se cotiza por sobre el valor libro de los activos. Es de gran utilidad para tener una primera impresión del valor aproximado al que cotiza una compañía en relación a su patrimonio.

*Cuadro 20: Ratio valor M° valor L° de Alicorp*

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	9.361.469	8.751.491
Valor M° de la deuda	3.058.145	4.854.912
Valor libro del Capital	2.905.584	3.146.528
Valor libro de la deuda	1.836.292	2.168.463
<b>Ratio valor M° valor L°</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>

Este ratio mide la relación entre el precio que se paga por una compañía y su valor patrimonial contable, que este ratio sea mayor a uno quiere decir que en el mercado el precio de la acción se cotiza por sobre el valor libro de los activos. Es de gran utilidad para tener una primera impresión del valor aproximado al que cotiza una compañía en relación a sus activos.

*Cuadro 21: Ratio precio/ingresos de Alicorp*

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	9.361.469	8.751.491
Ingresos	3.833.380	4.687.216
<b>Ratio precio/ingresos (PS)</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>

Este ratio mide la relación que existe entre los ingresos generados por la compañía (primera línea del estado de resultado) y el valor de mercado del capital, es decir, es un multiplicador entre los ingresos y las veces que el mercado valor el capital de la compañía. Para el caso de Alicorp este ratio se interpreta en que por cada pesos de ingreso el valor de mercado del capital es de 2,4 y 1,9 veces para los años 2018 y 2019 respectivamente.

Cuadro 22: Ratio valor empresa sobre ingresos de Alicorp

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	9.361.469	8.751.491
Valor M° de la deuda	3.058.145	4.854.912
Efectivo	958.952	660.886
Ingresos	3.833.380	4.687.216
<b>Ratio valor empresa sobre ingresos (VS)</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>

Resumen de los ratios de Alicorp:

Cuadro 23: Resumen de ratios Alicorp obtenidos a junio 2018 y 2019

Ratio	2018	2019
Ratio Precio Utilidad (PE/PU)	42,5	45,3
Ratio Valor empresa sobre Ebitda (EV/EBITDA)	24,1	24,1
Ratio Valor empresa sobre Ebit (EV/EBIT)	28,9	32,1
Ratio precio valor contable (PBV)	3,2	2,8
Ratio valor M° valor L°	2,6	2,6
Ratio precio/ingresos (PS)	2,4	1,9
Ratio valor empresa sobre ingresos (VS)	3,0	2,8

## 6.2. Bimbo

Grupo Bimbo, empresa mexicana que transa sus acciones en la Bolsa Mexicana de Valores bajo el nemotécnico BIMBOA. Con una presencia en 32 países de América, Europa, África y Asia, y más de 197 plantas, se dedica a producir y distribuir pan de caja fresco y congelado, bollos, galletas, pastelitos, *english muffins*, *bagels*, productos empacados, tortillas, botanas saladas y confitería, entre otros.

Para realizar el cálculo de múltiplos de Bimbo, se utilizan los siguientes datos obtenidos desde sus EEFF a junio de 2018 y 2019:

Cuadro 24: Datos relevantes Bimbo en millones de UVR a junio de 2018 y 2019

Bimbo		
Ítem	2018	2019
Precio de mercado acción	38,69	40,03
Ganancia por acción	0,32	0,54
N° de acciones	4.710.511.145	420.957.493
Valor M° del Capital	182.249.676.200	16.850.928.445
Valor M° de la deuda	93.044.465.000	90.957.528.000
Efectivo	8.076.073.000	5.688.807.000
EBITDA	11.699.705.000	15.647.011.000
EBIT	6.843.958.000	8.884.579.000
Valor libro del Capital	83.920.581.000	81.446.983.000
Valor libro de la deuda	18.332.692.000	20.665.371.000
Ingresos	140.351.700.000	141.993.778.000
Depreciación y amortización	4.855.747.000	6.762.432.000
Interés	3.792.157.000	4.223.034.000
UAI	3.511.436.000	4.925.321.000

Con dichos datos, se calcula lo siguiente:

Cuadro 25: Ratio Precio utilidad de Bimbo (PU/PE)

Ítem	2018	2019
Precio de mercado acción	38,69	40,03
Ganancia por acción	0,32	0,54
<b>Ratio Precio Utilidad (PE/PU)</b>	<b>120,9</b>	<b>74,1</b>

Este ratio mide la relación entre la ganancia por acción y su impacto en el precio de mercado, así para Bimbo entre 2018 y 2019 dicho ratio se mantiene volátil, presentando un impacto en que por cada unidad de ganancia neta por acción el impacto en el precio de la acción en el mercado es de 120,9 y 74,1 para los años 2018 y 2019 veces respectivamente.

Cuadro 26: Ratio Valor empresa sobre ebitda de Bimbo (EV/EBITDA)

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	182.249.676.200	16.850.928.445
Valor M° de la deuda	93.044.465.000	90.957.528.000
Efectivo	8.076.073.000	5.688.807.000
EBITDA	11.699.705.000	15.647.011.000
<b>Ratio Valor empresa sobre Ebitda (EV/EBITDA)</b>	<b>22,8</b>	<b>6,5</b>

Este ratio ayuda a entender el valor de mercado de los activos independiente de cómo está financiado, este ratio mide las veces del valor de los activos por cada unidad de EBITDA que genera la empresa, por cada unidad de EBITDA los activos se valoran en 22,8 y 6,5 veces para los años 2018 y 2019 respectivamente.

*Cuadro 27: Ratio Valor empresa sobre ebit de Bimbo (EV/EBIT)*

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	182.249.676.200	16.850.928.445
Valor M° de la deuda	93.044.465.000	90.957.528.000
Efectivo	8.076.073.000	5.688.807.000
EBIT	6.843.958.000	8.884.579.000
<b>Ratio Valor empresa sobre Ebit (EV/EBIT)</b>	<b>39,0</b>	<b>11,5</b>

Al igual que el ratio anterior este ratio mide las veces que se valora los activos por cada unidad de EBIT que genera la empresa independiente de la forma de financiar dichos activos. A diferencia del ratio anterior este ratio mide el valor de los activos por cada pesos de utilidad antes de intereses financieros e impuestos.

*Cuadro 28: Ratio precio valor contable de Bimbo*

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	182.249.676.200	16.850.928.445
Valor libro del Capital	83.920.581.000	81.446.983.000
<b>Ratio precio valor contable (PBV)</b>	<b>2,2</b>	<b>0,2</b>

Este ratio mide la relación entre el precio que se paga por una compañía y su valor patrimonial contable, que este ratio sea mayor a uno quiere decir que en el mercado el precio de la acción se cotiza por sobre el valor libro de los activos. Es de gran utilidad para tener una primera impresión del valor aproximado al que cotiza una compañía en relación a su patrimonio.

*Cuadro 29: Ratio valor M° valor L° de Bimbo*

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	182.249.676.200	16.850.928.445
Valor M° de la deuda	93.044.465.000	90.957.528.000
Valor libro del Capital	83.920.581.000	81.446.983.000
Valor libro de la deuda	18.332.692.000	20.665.371.000
<b>Ratio valor M° valor L°</b>	<b>2,7</b>	<b>1,1</b>

Este ratio mide la relación entre el precio que se paga por una compañía y su valor patrimonial contable, que este ratio sea mayor a uno quiere decir que en el mercado el precio de la acción se cotiza por sobre el valor libro de los activos. Es de gran utilidad para tener una primera impresión del valor aproximado al que cotiza una compañía en relación a sus activos.

*Cuadro 30: Ratio precio/ingresos de Bimbo*

Ítem	2018	2019
Valor M <sup>o</sup> del Capital	182.249.676.200	16.850.928.445
Ingresos	140.351.700.000	141.993.778.000
<b>Ratio precio/ingresos (PS)</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>

Este ratio mide la relación que existe entre los ingresos generados por la compañía (primera línea del estado de resultado) y el valor de mercado del capital, es decir, es un multiplicador entre los ingresos y las veces que el mercado valor el capital de la compañía. Para el caso de Bimbo este ratio se interpreta en que por cada peso de ingreso el valor de mercado del capital es de 1,3 y 0,1 veces para los años 2018 y 2019 respectivamente.

*Cuadro 31: Ratio valor empresa sobre ingresos de Bimbo*

Ítem	2018	2019
Valor M <sup>o</sup> del Capital	182.249.676.200	16.850.928.445
Valor M <sup>o</sup> de la deuda	93.044.465.000	90.957.528.000
Efectivo	8.076.073.000	5.688.807.000
Ingresos	140.351.700.000	141.993.778.000
<b>Ratio valor empresa sobre ingresos (VS)</b>	<b>1,9</b>	<b>0,7</b>

Este ratio ayuda a entender el valor de mercado de los activos independiente de cómo está financiado, este ratio mide las veces del valor de los activos por cada unidad de ingresos que genera la empresa, por lo que para Bimbo que por cada unidad de ingresos los activos se valoran en 1,9 y 0,7 veces para los años 2018 y 2019 respectivamente.

Resumen de los ratios de Bimbo:

*Cuadro 32: Resumen de ratios Bimbo obtenidos a junio 2018 y 2019*

Ratio	2018	2019
Ratio Precio Utilidad (PE/PU)	120,9	74,1
Ratio Valor empresa sobre Ebitda (EV/EBITDA)	22,8	6,5
Ratio Valor empresa sobre Ebit (EV/EBIT)	39,0	11,5
Ratio precio valor contable (PBV)	2,2	0,2
Ratio valor M° valor L°	2,7	1,1
Ratio precio/ingresos (PS)	1,3	0,1
Ratio valor empresa sobre ingresos (VS)	1,9	0,7

### 6.3. Gruma

Gruma es una compañía mexicana que transa sus acciones en la Bolsa Mexicana de Valores bajo el nemotécnico GRUMAB. Se dedica principalmente a la producción harina de maíz y tortillas a nivel mundial, así como *wraps*, pan pita, además de otros alimentos como arroz, snacks, pastas, condimentos y palmitos. Tiene presencia en 112 países de América, Europa, Asia y Oceanía con 79 plantas.

Para realizar el cálculo de múltiplos de Gruma, se utilizan los siguientes datos obtenidos desde sus EEFF a junio de 2018 y 2019:

*Cuadro 33: Datos relevantes Gruma en millones de UVR a junio de 2018 y 2019*

Gruma		
Ítem	2018	2019
Precio de mercado acción	222,70	180,14
Ganancia por acción	6,02	5,50
N° de acciones	432.749.079	420.957.493
Valor M° del Capital	96.373.218.595	75.831.282.368
Valor M° de la deuda	24.066.966.000	23.714.716.000
Efectivo	5.368.980.000	4.828.501.000
EBITDA	5.788.952.000	6.048.513.000
EBIT	4.664.602.000	4.411.395.000
Valor libro del Capital	25.727.552.000	25.060.471.000
Valor libro de la deuda	12.577.997.000	11.915.253.000
Ingresos	36.473.915.000	37.892.524.000
Depreciación y amortización	1.124.350.000	1.637.118.000
Interés	652.717.000	993.860.000
UAI	4.045.203.000	3.511.151.000

Con dichos datos, se calcula lo siguiente:



*Cuadro 34: Ratio Precio utilidad de Gruma (PU/PE)*

Ítem	2018	2019
Precio de mercado acción	222,70	180,14
Ganancia por acción	6,02	5,50
<b>Ratio Precio Utilidad (PE/PU)</b>	<b>36,99</b>	<b>32,75</b>

Este ratio mide la relación entre la ganancia por acción y su impacto en el precio de mercado, así para Gruma entre 2018 y 2019 dicho ratio se mantiene estable, presentando un impacto en que por cada unidad de ganancia neta por acción el impacto en el precio de la acción en el mercado es de 36,99 y 32,75 para los años 2018 y 2019 veces respectivamente.

*Cuadro 35: Ratio Valor empresa sobre ebitda de Gruma (EV/EBITDA)*

Ítem	2018	2019
Valor M <sup>o</sup> del Capital	96.373.218.595	75.831.282.368
Valor M <sup>o</sup> de la deuda	24.066.966.000	23.714.716.000
Efectivo	5.368.980.000	4.828.501.000
EBITDA	5.788.952.000	6.048.513.000
<b>Ratio Valor empresa sobre Ebitda (EV/EBITDA)</b>	<b>19,9</b>	<b>15,7</b>

Este ratio ayuda a entender el valor de mercado de los activos independiente de cómo está financiado, este ratio mide las veces del valor de los activos por cada unidad de EBITDA que genera la empresa, por cada unidad de EBITDA los activos se valoran en 19,9 y 15,7 para los años 2018 y 2019 respectivamente.

*Cuadro 36: Ratio Valor empresa sobre ebit de Gruma (EV/EBIT)*

Ítem	2018	2019
Valor M <sup>o</sup> del Capital	96.373.218.595	75.831.282.368
Valor M <sup>o</sup> de la deuda	24.066.966.000	23.714.716.000
Efectivo	5.368.980.000	4.828.501.000
EBIT	4.664.602.000	4.411.395.000
<b>Ratio Valor empresa sobre Ebit (EV/EBIT)</b>	<b>24,7</b>	<b>21,5</b>

Al igual que el ratio anterior este ratio mide las veces que se valora los activos por cada unidad de EBIT que genera la empresa independiente de la forma de financiar dichos activos. A diferencia del ratio anterior este ratio mide el valor de los activos por cada pesos de utilidad antes de intereses financieros e impuestos.

*Cuadro 37: Ratio precio valor contable de Gruma*

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	96.373.218.595	75.831.282.368
Valor libro del Capital	25.727.552.000	25.060.471.000
<b>Ratio precio valor contable (PBV)</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>

Este ratio mide la relación entre el precio que se paga por una compañía y su valor patrimonial contable, que este ratio sea mayor a uno quiere decir que en el mercado el precio de la acción se cotiza por sobre el valor libro de los activos. Es de gran utilidad para tener una primera impresión del valor aproximado al que cotiza una compañía en relación a su patrimonio.

*Cuadro 38: Ratio valor M° valor L° de Gruma*

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	96.373.218.595	75.831.282.368
Valor M° de la deuda	24.066.966.000	23.714.716.000
Valor libro del Capital	25.727.552.000	25.060.471.000
Valor libro de la deuda	12.577.997.000	11.915.253.000
<b>Ratio valor M° valor L°</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>

Este ratio mide la relación entre el precio que se paga por una compañía y su valor patrimonial contable, que este ratio sea mayor a uno quiere decir que en el mercado el precio de la acción se cotiza por sobre el valor libro de los activos. Es de gran utilidad para tener una primera impresión del valor aproximado al que cotiza una compañía en relación a sus activos.

*Cuadro 39: Ratio precio/ingresos de Gruma*

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	96.373.218.595	75.831.282.368
Ingresos	36.473.915.000	37.892.524.000
<b>Ratio precio/ingresos (PS)</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>

Este ratio mide la relación que existe entre los ingresos generados por la compañía (primera línea del estado de resultado) y el valor de mercado del capital, es decir, es un multiplicador entre los ingresos y las veces que el mercado valor el capital de la compañía. Para el caso de Gruma este ratio se interpreta en que por cada peso de ingreso el valor de mercado del capital es de 2,6 y 2,0 veces para los años 2018 y 2019 respectivamente.

*Cuadro 40: Ratio valor empresa sobre ingresos de Gruma*

Ítem	2018	2019
Valor M° del Capital	96.373.218.595	75.831.282.368
Valor M° de la deuda	24.066.966.000	23.714.716.000
Efectivo	5.368.980.000	4.828.501.000
Ingresos	36.473.915.000	37.892.524.000
<b>Ratio valor empresa sobre ingresos (VS)</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>

Este ratio ayuda a entender el valor de mercado de los activos independiente de cómo está financiado, este ratio mide las veces del valor de los activos por cada unidad de ingresos que genera la empresa, por cada unidad de ingresos los activos se valoran en 3,2 y 2,5 veces para los años 2018 y 2019 respectivamente.

*Cuadro 41: Resumen de ratios Gruma obtenidos a junio 2018 y 2019*

Ratio	2018	2019
Ratio Precio Utilidad (PE/PU)	37,0	32,8
Ratio Valor empresa sobre Ebitda (EV/EBITDA)	19,9	15,7
Ratio Valor empresa sobre Ebit (EV/EBIT)	24,7	21,5
Ratio precio valor contable (PBV)	3,7	3,0
Ratio valor M° valor L°	3,1	2,7
Ratio precio/ingresos (PS)	2,6	2,0
Ratio valor empresa sobre ingresos (VS)	3,2	2,5

## 6.4. Resumen de Múltiplos Industria Comparable

Con los ratios calculados anteriormente, se obtiene el siguiente promedio de la industria:

*Cuadro 42: Resumen de resultados de los múltiplos de la industria comparable*

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	2018	2019	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	Ratio Precio Utilidad (PE/PU)	66,80	50,73	58,76
	Ratio Valor empresa sobre Ebitda (EV/EBITDA)	22,28	15,44	18,86
	Ratio Valor empresa sobre Ebit (EV/EBIT)	30,86	21,69	26,28
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	Ratio precio valor contable (PBV)	3,05	2,00	2,53
	Ratio valor M° valor L°	2,82	2,10	2,46
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	Ratio precio/ingresos (PS)	2,13	1,33	1,73
	Ratio valor empresa sobre ingresos (VS)	2,68	1,99	2,34

## 6.5. Valoración de Grupo Nutresa utilizando el método Múltiplos

Primero, se detallan los datos contables de Grupo Nutresa, necesarios para valorar a través de Múltiplos o comparables. Dichos datos fueron obtenidos de los Estados Financieros de Nutresa al 30 de junio de 2019, expresados en millones de UVR:

*Cuadro 43: Datos Grupo Nutresa relevantes a junio 2019*

Grupo Nutresa	
Ítem	S1 2019
UTILIDAD POR ACCIÓN	2
EBITDA	2.223
EBIT	1.739
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	31.827
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	56.124
VENTAS POR ACCIÓN	38
VENTAS	17.367

Luego, en base a los múltiplos calculados y la información del cuadro anterior, se realiza la valoración de Nutresa. Para ello, el valor de la empresa por cada múltiplo fue calculado de la siguiente manera:

### 1. Ratio Precio Utilidad (PE/PU):

$$\text{Price earning ratio} = \text{Múltiplo industria} \times \text{Utilidad por acción}$$

2. Ratio Valor empresa sobre Ebitda (EV/EBITDA):

$$\text{Enterprise value to Ebitda} = \frac{(\text{Múltiplo industria} \times \text{Ebitda}) - \text{cash} + \text{ebitda}}{N^{\circ} \text{ acciones}}$$

3. Ratio Valor empresa sobre Ebit (EV/EBIT):

$$\text{Enterprise value to Ebit} = \frac{(\text{Múltiplo industria} \times \text{Ebitda}) - \text{cash} + \text{ebit}}{N^{\circ} \text{ acciones}}$$

4. Ratio precio valor contable (PBV):

$$\text{Price to book equity} = \frac{\text{Múltiplo industria} \times \text{Valor libro patrimonio}}{N^{\circ} \text{ acciones}}$$

5. Ratio valor M° valor L°:

$$\text{Value to book ratio} = \frac{(\text{Múltiplo industria} \times \text{Valor libro empresa}) - \text{valor M}^{\circ} \text{ deuda}}{N^{\circ} \text{ acciones}}$$

6. Ratio precio/ingresos (PS):

$$\text{Price to sales ratio} = \frac{\text{Múltiplo industria} \times \text{ingresos por ventas}}{N^{\circ} \text{ acciones}}$$

7. Ratio valor empresa sobre ingresos (VS):

$$\text{Enterprise to sales ratio} = \frac{(\text{Múltiplo industria} \times \text{ingr. ventas}) + \text{int.} - \text{Dep y amort.}}{N^{\circ} \text{ acciones}}$$

Realizados los cálculos anteriores, el valor de la acción de Nutresa para los distintos múltiplos es, en millones de UVR, la siguiente:

*Cuadro 44: Valoración Grupo Nutresa mediante método de múltiplos, en millones de UVR*

Tipo de Múltipo	Múltiplos	Prom. Múltiplo Industria	Valor Empresa	Patrimonio Económico	Valor Acción
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	Ratio Precio Utilidad (PE/PU)	58,76			135,31
	Ratio Valor empresa sobre Ebitda (EV/EBITDA)	18,86	41.931,66	43.064,47	93,59
	Ratio Valor empresa sobre Ebit (EV/EBIT)	26,28	58.420,92	59.069,56	128,38
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	Ratio precio valor contable (PBV)	2,53		31.826,67	69,17
	Ratio valor M° valor L°	2,46	138.098,01	127.269,13	276,60
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	Ratio precio/ingresos (PS)	1,73		30.014,74	65,23
	Ratio valor empresa sobre ingresos (VS)	2,34	40.606,44	23.724,07	51,56
<b>PROMEDIO</b>					<b>117,12</b>

Se aprecia que, de acuerdo con los múltiplos obtenidos, se obtiene una gran variedad de resultados para la valoración de Grupo Nutresa, desde 51,56 UVR hasta 276,6 UVR. Estos resultados son disímiles a los obtenidos por el método de valoración por FCD, en el cual se obtuvo una valoración de 94,5 UVR el precio de la acción y al cual ninguno de los múltiplos se asemeja. Dependiendo del ratio utilizado, se puede concluir que la compañía está sobre o sub valorada, es por ello que el valor de la empresa no solo se debe mirar como la suma de sus activos por separado, sino como el conjunto, dado la sinergia que se obtiene mirándolo de dicha manera.

## 7. Conclusiones

Respecto a la valoración por múltiplos se llegó a una gran variedad de resultados los cuales van desde 51,56 UVR hasta 276,6 UVR, por lo tanto, si se consideran los resultados de estos ratios se puede indicar que la acción está sobre o subvalorada, esta conclusión dependerá de qué ratio utilizar, dependiendo de la industria. Considerando lo anterior, esta metodología es un punto de referencia a la hora de obtener una valoración inicial y dependerá de las empresas de referencia que se estén utilizando. Los resultados varían dado que las empresas comparables no siempre son exactamente iguales al Grupo Nutresa ya que poseen líneas de negocio distintas, operan en mercados distintos o poseen estructuras distintas.

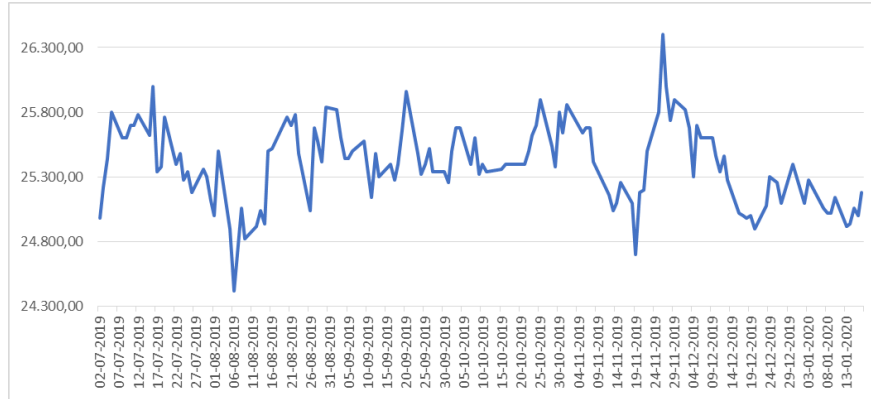
Por otro lado, Grupo Nutresa posee un número importante de empresas e inversiones relacionadas al rubro, las que, en ciertos casos, si bien no posee el control de las compañías, sí resultan ser parte fundamental de manera de crear alianzas estratégicas para el rubro donde se desempeña.

Realizando un análisis referente al precio de la acción desde la fecha de valoración, desde el 30 de junio de 2019 al día de 19 de enero de 2020, no se aprecian grandes desviaciones, entre la fecha analizada esta presenta una desviación del 0,8% y entre el precio de la acción mínimo y máximo presenta una desviación del 8,11%. Lo que indican estos datos es que la información que recoge el mercado es consistente y las políticas de la compañía son estables.

*Cuadro 45: Comparación valoración Grupo Nutresa a junio 2019 con valor actual de la acción.*

Concepto	Valor
Precio acción a la fecha de valoración (COP)	24.980
Precio acción al 17-01-2020	25.180
<b>Desviación</b>	<b>0,80%</b>
Precio acción mínimo entre 02-07-2019 al 17-01-2020 (COP)	24.420
Precio acción máximo entre 02-07-2019 al 17-01-2020 (COP)	26.400
<b>Desviación</b>	<b>8,11%</b>

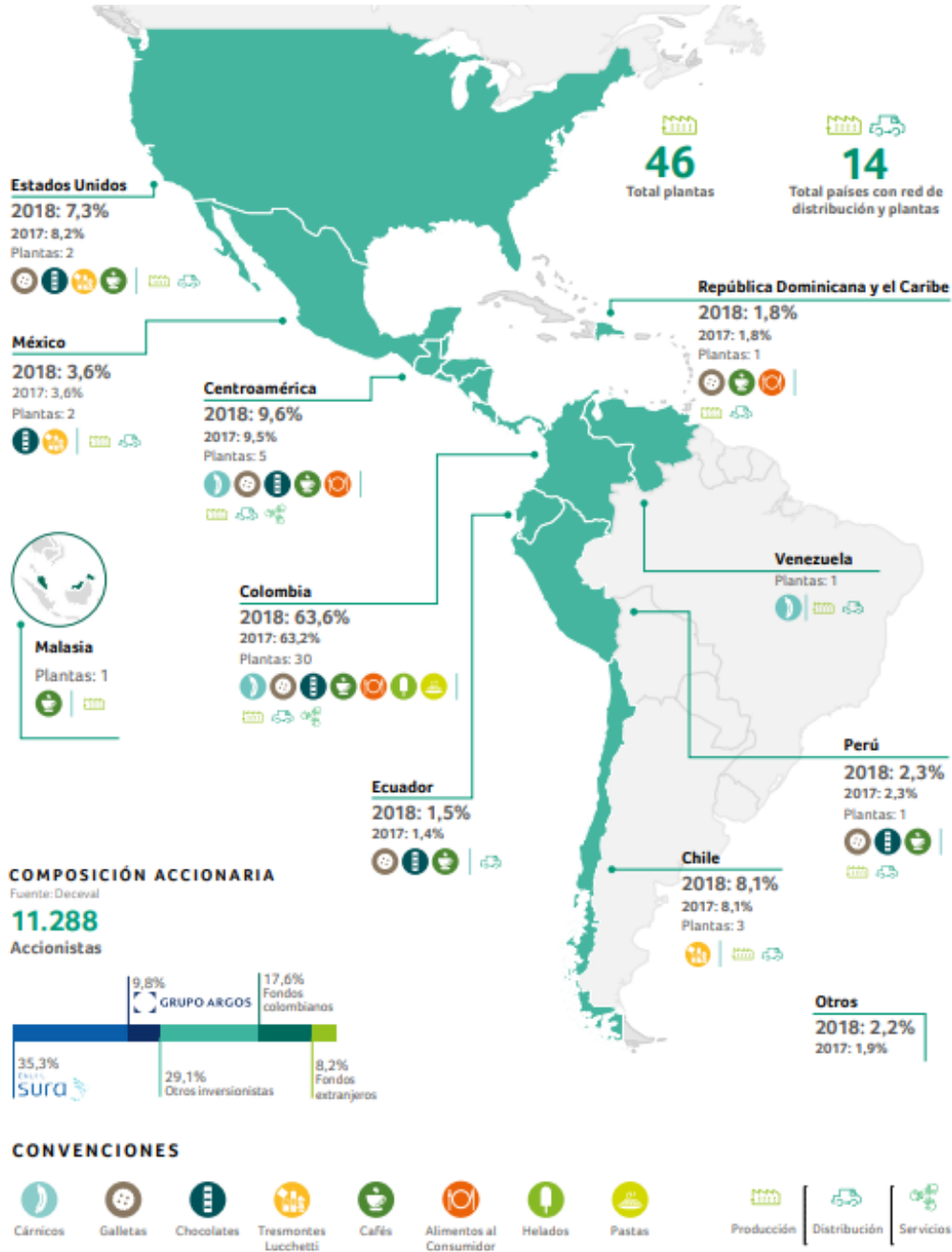
Cuadro 46: Gráfico evolución valor acción Grupo Nutresa, desde el 02 de julio 2019 al 17 de enero de 2020.





# ANEXOS

## Presencia en región estratégica (distribución y ventas)



## Tasas de impuestos por país

Impuesto Renta	2018	2019	2020	2021	2022
Colombia	37%	33%	32%	31%	30%
Costa Rica	30%	30%	30%	30%	30%
El Salvador	30%	30%	30%	30%	30%
Guatemala	25%	25%	25%	25%	25%
Nicaragua	30%	30%	30%	30%	30%
Panamá	25%	25%	25%	25%	25%
Estados Unidos	21%	21%	21%	21%	21%
Chile	27%	27%	27%	27%	27%
México	30%	30%	30%	30%	30%
Perú	30%	30%	30%	30%	30%
Rep. Dominicana	27%	27%	27%	27%	27%
Ecuador	25%	25%	25%	25%	25%

Fuente: Estados Financieros consolidados a junio 2019

## Total de ingresos por país

País	Ingresos de actividades ordinarias			Ingreso porcentual			
	2019	2018	2017	2019	2018	2017	Promedio*
Colombia	2.994.179	5.934.838	5.662.935	64,44%	65,83%	65,12%	65,13%
Centroamérica	456.633	863.619	827.060	9,83%	9,58%	9,51%	9,64%
Estados Unidos	395.908	662.545	708.453	8,52%	7,35%	8,15%	8,01%
Chile	379.028	727.186	706.723	8,16%	8,07%	8,13%	8,12%
México	176.485	320.752	310.562	3,80%	3,56%	3,57%	3,64%
Perú	89.907	205.686	198.208	1,93%	2,28%	2,28%	2,17%
República Dominicana	87.622	166.827	156.773	1,89%	1,85%	1,80%	1,85%
Ecuador	66.655	134.613	124.890	1,43%	1,49%	1,44%	1,45%
<b>Total</b>	<b>4.646.417</b>	<b>9.016.066</b>	<b>8.695.604</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Estados Financieros consolidados al cierre de 2017, 2018 y junio 2019.

\*Promedio de los últimos tres años, considerando que el año 2019 es medio año (hasta junio 2019)

## Promedio ponderado de impuesto por peso relativo de los ingresos

País	Impuestos por peso relativo a los ingresos		
	2018	2019	2022*
<b>Colombia</b>	24,36%	21,27%	19,54%
<b>Centroamérica</b>	2,68%	2,75%	2,72%
<b>Estados Unidos</b>	1,54%	1,79%	1,67%
<b>Chile</b>	2,18%	2,20%	2,19%
<b>México</b>	1,07%	1,14%	1,10%
<b>Perú</b>	0,67%	0,57%	0,62%
<b>República Dominicana y Caribe</b>	0,50%	0,51%	0,50%
<b>Ecuador</b>	0,37%	0,36%	0,37%
<b>Total</b>	<b>33,37%</b>	<b>30,59%</b>	<b>28,71%</b>
<b>Promedio impuestos 2018 y 2019</b>	<b>31,98%</b>		
<b>Promedio impuestos futuros</b>			<b>28,71%</b>

*Fuente: Elaboración propia.*

\*Para determinar los pesos relativos de usó el promedio de los ingresos de los últimos 3 años considerando que los ingresos hasta junio 2019

## Bibliografía

- Banco de la República, Colombia (2019). Publicado en:  
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/unidad-valor-real-uvr>
- Fernández, Pablo. *Métodos de valoración de empresas*, décimo tercera edición (2019). 28p.
- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Third Edition (2012), 992p.
- Maquieira, Carlos. *Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica*. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.