



VALORACION GRUPO NUTRESA S.A.
MEDIANTE METODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO

VALORACION DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS

ALUMNO

Fabián Rojas Rojas

PROFESOR GUIA

José Olivares

Santiago, Mayo 2017

TABLA DE CONTENIDOS

TABLA DE CONTENIDOS.....	1
INDICE DE CUADROS E ILUSTRACIONES	2
RESUMEN EJECUTIVO	3
1) METODOLOGIA	4
1.1) Principales Métodos de Valoración	4
1.2) Modelo de descuento de dividendos	5
1.3) Método de Flujos de Caja Descontados	6
1.4) Método de múltiplos	8
2) DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	10
2.1) Descripción General de Nutresa.....	10
2.2) Línea de Negocios Grupo Nutresa	15
3) DESCRIPCION DE FINANCIAMIENTO DE NUTRESA.....	22
4) ESTIMACION DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE NUTRESA	28
5) ESTIMACION DEL COSTO PATRIMONIAL DE NUTRESA	29
6) ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO.....	34
7) PROYECCION DE ESTADO DE RESULTADO NUTRESA.....	36
7.1) Proyección de Ingresos Operacionales.....	36
7.2) Proyección de Resultado Operacional	40
7.3) Proyección de Resultado No Operacional.....	41
7.4) Proyección del Estado de Resultados.....	42
8) PROYECCION DE FLUJO DE CAJA LIBRE	43
8.1) Proyección Flujo de Caja Bruto	43
8.2) Proyección Flujo de Activos Fijos	44
8.3) Proyección de Capital de Trabajo	45
8.4) Proyección de Flujo de Caja Libre + Valor Terminal.....	46
9) VALORACION ECONOMICA DE NUTRESA	47
10) CONCLUSIONES	48
11) BIBLIOGRAFIA	48
12) ANEXOS	51
12.1) Resultado Regresiones por año del Grupo Nutresa.....	51
12.2) Estados Financieros Grupo Nutresa 2012 – Q3 2016	54
12.3) Bono Grupo Nutresa Serie C10 ISIN: COV38CB00028	57
12.4) Bono Grupo Nutresa Serie C12 ISIN: COV38CB00044	58

INDICE DE CUADROS E ILUSTRACIONES

1.	Filiales por País del Grupo Nutresa S.A	11
2.	Accionistas del Grupo Nutresa.	14
3.	Deuda Financiera detallada de Grupo Nutresa S.A	23
4.	Deuda Financiera de Grupo Nutresa S.A al cierre del año 2015	23
5.	Bono Emitido en Perú.....	25
6.	Bono emitido en Colombia C10.....	26
7.	Bono emitido en Colombia C12.....	27
8.	Patrimonio Económico Grupo Nutresa S.A	28
9.	Estructura de Capital de Grupo Nutresa S.A	28
10.	Estructura de Capital Objetivo Grupo Nutresa S.A	28
11.	Resultados de la regresión:	30
12.	Clasificación Costos Operacionales.....	34
13.	Costos Operacionales en MM COP	35
14.	Costos Operacionales como % sobre ventas.....	35
15.	Ingresos Operacionales en MM COP.....	36
16.	Crecimiento Anual en Ingresos Operacionales	37
17.	Proyección Tasas Reales de Crecimiento Anual en Ingresos Operacionales.....	38
18.	Proyección de Ingresos Operacionales en MM COP.....	39
19.	Proyección de Costos Variables como % Sobre Ventas	40
20.	Proyección de Costos Fijos como % Sobre Ventas	40
21.	Clasificación de Partidas No Operacional.....	41
22.	Proyección de Gasto Financiero en MM COP.....	41
23.	Proyección del Estado de Resultados en MM COP	42
24.	Proyección Flujo de Caja Bruto en MM COP	43
25.	Proyección Flujo de Activos Fijos en MM COP	44
26.	Rotación de Capital de Trabajo Vs Ingresos Operacionales	45
27.	Clasificación Activos de Nutresa en MM COP	47
28.	Resumen Valoración Económica de Acción Nutresa en COP	47
29.	Resumen de Resultados de la Valoración Económica	48

RESUMEN EJECUTIVO

El presente informe tiene como objetivo valorar la empresa Nutresa por el método de flujos de caja descontados y por múltiplos al 30 de Septiembre del 2016.

El Grupo Nutresa es un conglomerado de empresas ligadas a la industria alimenticia con importantes participaciones en los mercados emergentes de Latinoamérica de retail e industrial en las categorías de carnes, galletas, chocolates, helados y pastas.

El primer método a utilizar será el de flujos de caja descontado mediante el cual se estima el valor intrínseco del negocio en términos absolutos, donde la actitud del mercado no afecta la valorización fuertemente, como en el caso de las valoraciones relativas, consiguiendo estimaciones más precisas al largo plazo.

Como segundo método para la valorización se utilizó la valorización por múltiplos, este método se basa en la cuenta de resultados de la empresa y trata de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios. En la utilización de múltiplos es necesario obtener los ratios basados en la cuenta de resultados de empresas comparables. La valorización por múltiplos con empresas comparables permite calibrar la valorización realizada y así poder identificar las diferencias entre la empresa valorada y comparable, para este método utilizaremos el ratio específico de acuerdo al sector al cual pertenece, recomendado por Pablo Fernández que es EV/Ebitda y EV/EBIT.

Finalmente, el precio obtenido es similar con que el precio de la acción de mercado a la fecha de valoración, que al cierre de Septiembre fue de \$25.340, obteniéndose un precio -7% menor por Flujo de Caja descontados.

1) METODOLOGIA

1.1) 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 fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

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

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

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

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

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

1.2) 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, 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_p = rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.

1.3) Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.

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

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

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

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

1.4) Método de múltiplos

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

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

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

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

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 sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

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

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

2) DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1) Descripción General de Nutresa

Grupo Nutresa S.A es una empresa colombiana que produce, distribuye y comercializa productos alimenticios en donde es Líder en alimentos procesados con un 61,1% de participación de mercado y posee 8 líneas de negocios: Carnes frías, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti, Cafés, Alimentos al Consumidor, Helados y Pastas. Grupo Nutresa se caracteriza por ser una Empresa que se encuentra diversificada en términos de geografía, productos y abastecimiento, con una presencia en 14 países con 45 plantas de producción y ventas internacionales por US\$ 1.09 billones en 72 países.

Grupo Nutresa se caracteriza por un modelo de negocios diferenciado a partir de su gente que es talentosa, innovadora, comprometida y responsable que aporta al desarrollo sostenible de sus productos. Sus marcas son líderes, reconocidas y queridas. Con una amplia red de distribución y en cada una de sus ofertas diferenciadas por canales y segmentos el cual hace que el portafolio de sus productos se encuentren en toda la región estratégica.

- Cerca de 1 millón de clientes atendidos a través de una red de más de 11.700 vendedores
- Compañía listada en Colombia, con ADR Nivel 1, y una capitalización de mercado de COP \$13.2 billones.
- Calificada como Industry Mover en el anuario de sustentabilidad de Robeco SAM 2015, y, por segundo año, categoría Plata en el anuario 2016.
- Por quinto año consecutivo incluida en el DJSI (World Index & Emerging Markets Index) y reconocida como una de las empresas más sostenibles del mundo.
- Segunda Empresa mejor reputada de Colombia de acuerdo con el monitor Merco Empresas 2015 y tercer mejor empleado del país según Merco personas Talento 2015

1. Filiales por País del Grupo Nutresa S.A

Colombia

País	Empresa	Actividad Principal	Moneda	% Participación
Colombia	Industria Colombiana de Café S.A.S.	Producción de café y productos relacionados	COP	100%
Colombia	Compañía Nacional de Chocolates S.A.S.	Producción de chocolates, sus derivados y otros productos relacionados	COP	100%
Colombia	Compañía Nacional de Chocolates S.A.S.	Producción de galletas, cereales, entre otros	COP	100%
Colombia	Industria de Alimentos Zenú S.A.S.	Producción y comercialización de carnes y sus derivados	COP	100%
Colombia	Productos Alimenticios Doria S.A.S.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales	COP	100%
Colombia	Molino Santa Marta S.A.S.	Molituración de granos	COP	100%
Colombia	Alimentos Cárnicos S.A.S.	Producción de carnes y sus derivados	COP	100%
Colombia	Tropical Coffee Company S.A.S.	Montaje y explotación de industrias de café	COP	100%
Colombia	Litoempaques S.A.S.	Producción o fabricación de material de empaque	COP	100%
Colombia	Pastas Comarrico S.A.S.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales	COP	100%
Colombia	Novaventa S.A.S.	Comercialización de alimentos y otros artículos mediante canal de venta directa	COP	100%
Colombia	La Recetta Soluciones Gastronómicas Integradas S.A.S	Distribución de alimentos mediante canal institucional	COP	70%
Colombia	Meals Mercadeo de Alimentos de Colombia	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros	COP	100%
Colombia	Servicios Nutresa S.A.S.	Prestación de servicios empresariales especializados	COP	100%
Colombia	Setas Colombianas S.A.	Procesamiento y comercialización de champiñones	COP	99%

Colombia	Alimentos Cárnicos Zona Franca Santa Fe S.A.S.	Prestación de servicios logísticos	COP	100%
Colombia	Gestión Cargo Zona Franca S.A.S	Prestación de servicios logísticos	COP	100%
Colombia	Comercial Nutresa S.A.S.	Comercialización de productos alimenticios	COP	100%
Colombia	Industrias Aliadas S.A.S.	Prestación de servicios relacionados con comercio	COP	100%
Colombia	Operar Colombia S.A.S	Prestación de servicios de transporte	COP	100%
Colombia	Fideicomiso Grupo Nutresa	Gestión de recursos financieros	COP	100%
Colombia	Fondo de capital privado "Cacao para el futuro" – Compartimento A	Inversión en producción de cacao	COP	83%
Colombia	IRCC Ltda.(1)	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	-
Colombia	LYC S.A.S. (1)	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	-
Colombia	PJ COL S.A.S. (1)	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	-
Colombia	Panero S.A.S. (1)	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	-
Colombia	New Brands S.A.(1)	Producción de lácteos y helados	COP	-
Colombia	Schadel Ltda.(1)	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	-
Colombia	Tabelco S.A.S. (1) (3)	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	-

Chile

Pais	Empresa	Actividad Principal	Moneda	% Participacion
Chile	Tresmontes Lucchetti S.A.	Prestación de servicios empresariales especializados	CLP	100%
Chile	Nutresa Chile S.A.	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100%
Chile	Tresmontes Lucchetti Agroindustrial S.A.	Producción agrícola e industrial	CLP	100%
Chile	Tresmontes Lucchetti Internacional S.A.	Comercialización de productos alimenticios	CLP	100%
Chile	Tresmontes Lucchetti Servicios S.A.	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100%
Chile	Tresmontes S.A.	Producción y comercialización de alimentos	CLP	100%
Chile	Inmobiliaria Tresmontes Lucchetti S.A.	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100%
Chile	Lucchetti Chile S.A.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales	CLP	100%
Chile	Novaceites S.A.	Producción y comercialización de aceites vegetales	CLP	50%
Chile	Inmobiliaria y Rentas Tresmontes Lucchetti	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100%

Costa Rica

Pais	Empresa	Actividad Principal	Moneda	% Participacion
Costa Rica	Compañía Nacional de Chocolates DCR S.A.	Producción de chocolates y sus derivados	CRC	100%
Costa Rica	Compañía de Galletas Pozuelo DCR S.A.	Producción de galletas y otros relacionados	CRC	100%
Costa Rica	Industrias Lácteas de Costa Rica S.A.	Producción y comercialización de lácteos	CRC	-
Costa Rica	Cía. Americana de Helados S.A.	Producción y venta de helados	CRC	100%
Costa Rica	Fransouno S.A.	Producción y comercialización de alimentos	CRC	-
Costa Rica	Helados H.D. S.A.	Producción y comercialización de alimentos	CRC	-
Costa Rica	Americana de Alimentos Ameral S.A.	Producción y comercialización de alimentos	CRC	-
Costa Rica	Inmobiliaria Nevada S.A.	Ejercicio amplio del comercio, la industria, la represen	CRC	-
Costa Rica		la representación de productos		
Costa Rica	Servicios Nutresa CR S.A.	Prestación de servicios empresariales especializados	CRC	100%

Guatemala

Pais	Empresa	Actividad Principal	Moneda	% Participacion
Guatemala	Comercial Pozuelo Guatemala S.A.	Distribución y comercialización de productos alimenticios	QTZ	100%
Guatemala	Heladera Guatemalteca S.A.	Producción y comercialización de helados	QTZ	100%
Guatemala	Distribuidora POPS S.A.	Comercialización de helados	QTZ	100%
Guatemala	Nevada Guatemalteca S.A.	Servicios de arrendamiento de inmuebles	QTZ	100%
Guatemala	Guate-Pops S.A.	Servicios de personal	QTZ	100%

México

Pais	Empresa	Actividad Principal	Moneda	% Participacion
Mexico	Nutresa S.A. de C.V.	Producción y comercialización de productos alimenticios	MXN	100%
Mexico	Serer S.A. de C.V	Servicios de personal	MXN	100%
Mexico	Comercializadora Tresmontes Lucchetti S.A. de C.V	Comercialización de productos alimenticios	MXN	100%
Mexico	Servicios Tresmontes Lucchetti S.A. de C.V	Prestación de servicios empresariales especializados	MXN	100%
Mexico	Tresmontes Lucchetti México S.A. de C.V.	Producción y comercialización de alimentos	MXN	100%
Mexico	TMLUC Servicios Industriales S.A. de CV	Prestación de servicios empresariales especializados	MXN	100%

Panamá

Pais	Empresa	Actividad Principal	Moneda	% Participacion
Panamá	Promociones y Publicidad Las Américas S.A.	Gestión financiera y de inversiones	PAB	100%
Panamá	Alimentos Cárnicos de Panamá S.A.	Producción de carnes y sus derivados	PAB	100%
Panamá	Comercial Pozuelo Panamá S.A	Producción de galletas y otros relacionados	PAB	100%
Panamá	American Franchising Corp. (AFC)	Gestión financiera y de inversiones	USD	100%
Panamá	Aldage, Inc.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100%
Panamá	LYC Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100%
Panamá	Sun Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100%

Venezuela

Pais	Empresa	Actividad Principal	Moneda	% Participacion
Venezuela	Venezuela Cordialsa Noel Venezuela S.A.	Comercialización de productos alimenticios	VEI	100%
Venezuela	Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela	Producción de alimentos	VEI	100%

USA

Pais	Empresa	Actividad Principal	Moneda	% Participacion
USA	Abimar Foods Inc.	Producción y comercialización de productos alimenticios	USD	100%
USA	POPS One LLC.	Operación de establecimientos de alimentos al consumidor – helados	USD	-
USA	POPS Two LLC.	Operación de establecimientos de alimentos al consumidor – helados	USD	100%
USA	Cordialsa Usa, Inc.	Comercialización de productos alimenticios	USD	100%
USA	Costa Rica´s Creamery LLC.	Operación de establecimientos de alimentos al consumidor – helados	USD	-
USA	Gulla Properties Development LLC	Gestión Financiera y de inversiones	USD	-
USA	Heanor Consulting LLC.	Gestión Financiera y de inversiones	USD	-

Países con menos concentración de negocios.

Pais	Empresa	Actividad Principal	Moneda	% Participacion
Argentina	TMLUC Argentina S.A.	Produccion y Comercializacion de Alimentos	ARS	100%
Ecuador	Corp. Distrib. de Alimentos S.A.	Comercialización de productos alimenticios	USD	100%
El Salvador	Comercial Pozuelo El Salvador S.A. de C.V	Distribución y comercialización de productos alimenticios	USD	100%
El Salvador	Americana de Alimentos S.A. de C.V.	Comercialización de productos alimenticios	USD	100%
Nicaragua	Comercial Pozuelo Nicaragua S.A.	Comercialización de productos alimenticios	NIO	100%
Nicaragua	Industrias Lácteas Nicaragua S.A.	Comercialización y gestión logística	NIO	100%

Pais	Empresa	Actividad Principal	Moneda	% Participacion
Peru	Compañía Nacional de Chocolates del Perú S.A.	Producción de bebidas y alimentos	PEN	100%
Peru	TMLUC Perú S.A.	Produccion y Comercializacion de Alimentos	PEN	100%
Puerto Rico	Cordialsa Boricua Empaque, Inc.	Comercialización de productos alimenticios	USD	-
Republica Dominicana	Helados Bon	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros	DOP	81%
BVI	Gabon Capital LTD	Gestión financiera y de inversiones	USD	100%
BVI	Baton Rouge Holdings LTD	Gestión financiera y de inversiones	USD	100%
BVI	Ellenbrook Holdings Limited	Gestión financiera y de inversiones	USD	100%
BVI	Perlita Investments LTD	Gestión financiera y de inversiones	USD	100%
BVI	El Corral Investments INC	Gestión de franquicias de la industria alimenticia	USD	100%

2. Accionistas del Grupo Nutresa.

Empresa	Cantidad de Acciones	%	Valor de Mercado
SURAMERICANA DE INVERSIONES	160.270.588	34,83	3.923.423.994.240
GRUPO ARGOS SA	45.243.781	9,83	1.107.567.758.880
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIO PORVENIR MOD	27.716.075	6,02	678.489.516.000
BLACKROCK	7.911.270	5,16	193.667.889.600
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIO PROTEC MOD	20.503.853	4,46	501.934.321.440
FD PEN OBLIGATORI PROT MOD	20.503.853	4,46	501.934.321.440
AMALFI SA	11.296.142	2,46	276.529.556.160
MICRO INVERSIONES SA	10.751.984	2,34	263.208.568.320
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIO COLFONDOS	7.933.252	1,72	194.206.008.960
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIO COLFOND MOD	7.539.147	1,64	184.558.318.560
INVERSIONES EL DUERO SA	6.997.636	1,52	171.302.129.280
LIBREVILLE SAS	5.514.904	1,2	135.004.849.920

2.2) Línea de Negocios Grupo Nutresa

1. Cárnicos

El negocio cárnico produce y comercializa carnes frías y procesadas, carnes maduradas, embutidos y vegetales enlatados, platos listos preparados y champiñones. Líder en participación de mercado en Colombia y Panamá con presencia en 3 países y 10 plantas de producción: Colombia (8), Panamá (1) y Venezuela (1).

En cuanto a las ventas totales en millones de COP los productos cárnicos representan un 24% del total de las ventas del grupo, respecto al Ebitda representan un 23.8% del total del grupo y finalmente las ventas internacionales representan un 17.6% del total de la unidad de negocio.

Las Principales empresas del negocio Cárnico son las siguientes:

Colombia

- Industria de Alimentos Zenu S.A
- Alimentos Cárnicos S.A.S
- Setas colombianas S.A

Panamá

- Alimentos Cárnicos Panamá
- Ernesto Berard S.A

Venezuela

- Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela S.A



2. Galletas

El negocio de las galletas produce y comercializa galletas dulces (saborizadas, cremadas, wafers) y saladas (crackers). Es Líder en participación de mercados en Colombia, y Centro América con presencia en más de 10 países. Posee 8 plantas las cuales están distribuidas en Colombia (4), Costa Rica (1), y Estados Unidos (3).

Las ventas totales de esta línea de negocio representa un 19.7% del total de las ventas del grupo, un 19.1% de las ventas representan el Ebitda del total del grupo y en cuanto a las ventas internacionales representan un 49.9% del total de la unidad de negocio.

Las principales fábricas de esta línea de negocios son:

Colombia

- Compañía de Galletas Noel S.A.S
- Litoempaques S.A.S
- Molinos Santa Marta S.A.S

Costa Rica

- Compañía de Galletas Pozuelo DCR S.A
- Amibar Foods Inc.



ES... NOVUCHA GALLETA

3. Chocolates

El Negocio de Chocolates produce y comercializa golosinas de chocolate, bebidas de chocolate, modificadores de leche, barras de cereal y nueces. Es líder en Colombia en las categorías de chocolate, chocolate de mesa, modificadores de leche y pasabocas. Cuenta con participaciones significativas en Costa Rica y Perú en los segmentos de modificadores de leche y golosinas de chocolates. Posee una presencia directa en 11 países.

La línea de negocios de Chocolate cuenta con 5 plantas de producción: Colombia (2), Costa Rica (1), México (1) y Perú (1). Las ventas de chocolate en millones de COP representan el 16% del total de ventas del grupo, estas ventas representan un 12,7% del Ebitda total del grupo, las ventas en Colombia representan un 62,8% dl total de la unidad de negocio y finalmente las ventas internacionales de esta línea de negocio representan un 37,2% del total de la unidad de negocio.

Las principales fábricas del negocio Chocolates son:

Colombia

- Compañía Nacional de Chocolates S.A.S

Perú

- Compañía Nacional de Chocolates de Perú S.A

Costa Rica

- Compañía Nacional de Chocolate DCR S.A



4. Tresmontes Lucchetti-TMLUC

Tresmontes Lucchetti- TMLUC produce y comercializa bebidas instantáneas frías, te, jugos, pastas, snacks, aceites comestibles, sopas y postres.

Líder en Chile en la categoría de bebidas instantáneas frías con participaciones de mercado significativas en el resto de categorías en las que participa, incluyendo la de bebidas instantáneas en México y con presencia en 13 países.

Tresmontes cuenta con 4 plantas de producción las cuales se encuentran en: Chile (3) y México (3). Las ventas totales de TMLUC representan un 11,3% de las ventas totales del grupo, en cuanto al Ebitda representan un 9,6% del Ebitda total del grupo y respecto a sus ventas internacionales representan un 100% del total de la unidad de negocio.

Las principales fábricas del negocio Tresmontes son:

Chile

- Tresmontes Lucchetti S.A

México

- TMLUC México S.A de CV



5. Cafés

El Negocio Cafés produce y comercializa café tostado y molido, café saludable en polvo y granulado, extractos de café y mezclas de café. Comercializa además café liofilizado. Es líder en participación de mercado en Colombia en las categorías de café tostado y molido y tiene una participación importante en el segmento de café soluble. Con presencia en 12 países.

La línea de Negocios de Café cuenta con 5 plantas de producción las cuales se encuentran en: Colombia (4) y Malasia (1). Las ventas totales en millones de COP representan un 11,2% del total de las ventas del grupo, Las ventas en Colombia en millones de pesos representan un 59,6% del total de la unidad de negocio y las ventas internacionales representan un 40,4% del total de la unidad de negocio.

Las principales fábricas del negocio Cafés son:

Colombia

- Industria Colombiana de café S.A.S
- Tropical Coffee Company S.A.A
- Industrias Aliadas S.A

Malasia

- Dan Kaffe (Malaysia) Sdn Bhd



6. Alimentos al Consumidor

El Negocio Alimentos al consumidor ofrece experiencias superiores de calidad y servicio en el segmento de alimentos fuera del hogar. Gracias a la reciente adquisición de Grupo el Corral, 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 el país.

Alimentos al consumidor cuenta con puntos de venta localizados en: Colombia (373), Centroamérica (172) y República Dominicana (285). Las ventas totales de esta línea de negocios en millones de COP representan un 6,8% del total de las ventas del grupo, ventas Colombia representan un 67% del total de la unidad de negocio y las ventas internacionales representan un 33% del total de la unidad de negocio

Las principales Empresas del negocio de Alimentos al Consumidor son:

Colombia

- Grupo el Corral

República Dominicana

- Helados Bon Perú S.A

Costa Rica

- Helados Pops



7. Helados

El Negocio Helado produce y comercializa, entre otros, paletas de agua, paletas de leche, conos, litros, postres, vasos y galletas. Opera también importantes cadenas de heladerías en Centroamérica y Caribe. Líder en participación de mercados en Colombia en la categoría de helados, y en República Dominicana y Centroamérica en el segmento de heladerías con presencia directa en 6 países y con una planta operativa en Colombia.

Las ventas totales en millones de COP representan un 5,6% del total de ventas del grupo, respecto al Ebitda representa un 6,3% del Ebitda total del grupo y las ventas en Colombia son un 100% del total de la unidad de negocio.

Las principales Empresas del negocio de Helados son:

Colombia

- Meals de Colombia S.A.S



8. Pastas

El Negocio Pastas produce y comercializa, entre otros, pastas alimenticias cortas, largas, al huevo, con verduras, alta en fibra, con mantequilla e instantáneas. Líder en Colombia en términos de participación en el mercado de las pastas. Esta línea de Negocios cuenta con 2 Plantas de producción en Colombia.

Las ventas totales en millones de COP representan un 3,2% del total de las ventas del grupo, un 2,7% del Ebitda total del grupo y las ventas en Colombia representan el 100% del total de la unidad de negocio.

Las principales Empresas del negocio de las pastas son:

Colombia

- Productos Alimenticios Doria S.A.S
- Pastas Comarrico S.A.S



3) DESCRIPCION DE FINANCIAMIENTO DE NUTRESA

A continuación se presenta un detalle general de la deuda financiera del grupo Nutresa, la cual indica que el principal acreedor financiero son los bancos.

3. Deuda Financiera detallada de Grupo Nutresa S.A

Deuda Financiera (MM COP)	2012	2013	2014	2015	sept-16
Prestamos Bancarios	185.230	1.493.781	1.617.489	2.537.306	Sin detalle
Bonos	500.000	500.000	496.293	510.924	Sin detalle
Leasing y otros	5.124	2.956	30.495	46.193	Sin detalle
Total	690.354	1.996.737	2.144.277	3.094.423	3.163.995

Al termino del año 2015, el 82% de la deuda financiera era con bancos y el bono más largo del grupo es el C12 emitido en Colombia a una tasa variable.

4. Deuda Financiera de Grupo Nutresa S.A al cierre del año 2015

Deuda Financiera (MM COP)	2015	%	Descripción
Prestamos Bancarios	2.537.306	82%	Principalmente en USD, tasa variable (IBR y DTF) y plazo de 1 a 3 años
Bonos	510.924	17%	1 bono en Peru (2008, a 10 años, tasa fija) y otro en Colombia C10 y C12 (2009, tasa variable)
Leasing y otros	46.193	1%	
Total	3.094.423		

A continuación se detallan las emisiones de bonos del Grupo Nutresa.

En Julio del año 2008, Compañía Nacional de Chocolates del Perú S. A. Realizo una emisión de bonos corporativos garantizados teniendo a Grupo Nutresa como garante de esta operación. La emisión se realizó por 118.520.000 soles con vencimiento a 10 años (2018) a una

tasa de interés fija de 8,84% tipo bullet en el cual solo pagara cupones semestralmente y amortización al vencimiento.

En Agosto del año 2009 se realizó una emisión de bonos corporativos a través del fideicomiso Grupo Nutresa, administrado por Alianza Fiduciaria S.A. Se realizaron emisiones vigentes en la serie C.

El Series C y F El rendimiento de los Bonos Ordinarios de las Series C y F estará dado con base en una tasa variable. Para los efectos de la Emisión se utilizará como tasa de referencia el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Colombia adicionada en unos puntos porcentuales expresada como una tasa efectiva anual.

Los Bonos Ordinarios de la Serie C ofrecerán un rendimiento máximo equivalente IPC en Colombia adicionado hasta en nueve puntos porcentuales (9,00%) efectivo anual. Los intereses serán determinados por el Emisor al momento de efectuar la respectiva oferta pública y deberá publicarse en el respectivo Aviso de Oferta Pública.

Los intereses se liquidarán como una tasa variable, con base en el último dato oficial suministrado por el DANE para el IPC anualizado de los últimos 12 meses conocida al momento en que se inicie el respectivo período de causación del interés y adicionada en los puntos (Margen) determinados al momento de la respectiva oferta pública.

$$(1+IPC\%)*(1+Margen\%)-1$$

Objetivos Económicos y Financieros de la emisión de Bonos

Los recursos provenientes de las colocaciones de bonos fueron destinados en un 100 % a las operaciones tanto de financiamiento de pasivos como de inversión del Grupo Nutresa.

5. Bono Emitido en Perú

	<i>Observaciones</i>
Bono	Compañía Nacional de Chocolates S.A. de Perú CNCH
Nemotécnico	CVL71800M013
Fecha de Emisión	03-07-2008
Valor Nominal (VN o D)	118.520.000
Moneda	PEN
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	13-08-2018
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_c)	8,84
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	20
Tabla de Pagos	S/I
Periodo de Gracia	No Tiene
Motivo de la Emisión	Financiar Proyectos de Inversión y sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	AAA DUFF & PHELPS DE COLOMBIA SOCIEDAD CLASIFICADORA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	S/I
Precio de venta el día de la emisión.	S/I
Valor de Mercado	S/I

6. Bono emitido en Colombia C10

	<i>Observaciones</i>
Bono	Fideicomiso Grupo Nutres Serie C10
Nemotécnico	COV38CB00028
Fecha de Emisión	20-08-2009
Valor Nominal (VN o D)	135.482
Moneda	COP
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	20-08-2019
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_c)	$(1+IPC\%)*(1+533BSP)-1$
Periodicidad	Trimestral
Número de pagos (N)	40
Tabla de Pagos	Se adjunta tabla de desarrollo
Periodo de Gracia	No Tiene
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	AAA DUFF & PHELPS DE COLOMBIA SOCIEDAD CLASIFICADORA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_e)	S/I
Precio de venta el día de la emisión.	S/I
Valor de Mercado	S/I

7. Bono emitido en Colombia C12

	<i>Observaciones</i>
Bono	Fideicomiso Grupo Nutres Serie C12
Nemotécnico	COV38CB00044
Fecha de Emisión	20-08-2009
Valor Nominal (VN o D)	134.162
Moneda	COP
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	20-08-2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_a)	$(1+IPC\%)*(1+533BSP)-1$
Periodicidad	Trimestral
Número de pagos (N)	48
Tabla de Pagos	Se adjunta tabla de desarrollo
Periodo de Gracia	No Tiene
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	AAA DUFF & PHELPS DE COLOMBIA SOCIEDAD CLASIFICADORA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_e)	S/I
Precio de venta el día de la emisión.	S/I
Valor de Mercado	S/I

4) ESTIMACION DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE NUTRESA

A continuación se detallara los cálculos y procedimiento para determinar la estructura objetivo de capital de la empresa Nutresa.

Lo primero es determinar el patrimonio económico a cada cierre de año, esto se logra al multiplicar la cantidad de acciones en circulación por el precio de mercado de dichas acciones.

8. Patrimonio Económico Grupo Nutresa S.A

Patrimonio Economico (MM COP)	2012	2013	2014	2015	sept-16
Nº acciones (MM)	460,1	460,1	460,1	460,1	460,1
Precio cierre	25.420	26.440	28.600	22.620	25.340
Patrimonio Economico (MM COP)	11.696.339	12.165.665	13.159.532	10.407.994	11.659.529

Luego se calculan las series anuales de los ratios de estructura de capital y se escoge la mediana como medida de tendencia central más representativa.

9. Estructura de Capital de Grupo Nutresa S.A

Estructura de Capital	2012	2013	2014	2015	sept-16
B/V	0,06	0,14	0,14	0,23	0,21
P/V	0,94	0,86	0,86	0,77	0,79
B/P	0,06	0,16	0,16	0,30	0,27

10. Estructura de Capital Objetivo Grupo Nutresa S.A

Estructura de Capital	Media	Min	Max	Desv Estandar	Estructura Objetivo Propuesta
B/V	0,22	0,06	0,23	0,07	0,22
P/V	0,78	0,94	0,77	0,07	0,78
B/P	0,28	0,06	0,30	0,10	0,28

5) ESTIMACION DEL COSTO PATRIMONIAL DE NUTRESA

Estimación de la estructura del costo Patrimonial y costo de Capital de la Empresa.

Para poder determinar el costo patrimonial y el costo de capital del Grupo Nutresa primero se tuvo que calcular el beta de la acción de la Empresa para los periodos 2012 al 2016 (30 de septiembre de cada año) mediante la siguiente metodología:

Primero se descargaron los precios semanales de la acción del Grupo Nutresa y del índice COLCAP utilizando como fuente principal Bloomberg desde el 1 de Octubre del año 2010 al 30 de Septiembre del año 2016 utilizando el precio cierre del día viernes de cada semana en donde se obtuvo un total de 314 datos.

Se utilizó como índice referencial a COLCAP debido a que es el principal índice de capitalización accionario publicado por la Bolsa de Valores de Colombia (sociedad anónima de carácter privado, en donde se inscriben y se negocian valores públicamente) y a partir del 1 de Noviembre del año 2013 reemplazo a IGBC como el principal indicador del comportamiento del mercado accionario colombiano. COLCAP refleja los precios de las 20 acciones más liquidas del mercado colombiano, en donde a través de la capitalización bursátil ajustada se determina la ponderación de cada compañía.

Con la información descargada se calcularon los retornos semanales para la acción del Grupo Nutresa y para el índice COLCAP.

Se obtuvieron 106 retornos para calcular el beta de la acción de acuerdo al modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$)

Una vez realizada la regresión en Eviews se obtuvieron los siguientes resultados:

11. Resultados de la regresión:

Grupo Nutresa	2012	2013	2014	2015	2016
Beta de la Acción	0,6972	0,9082	0,9366	0,6936	0,6534
p-value (significancia)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

Los retornos son calculados con logaritmo natural

La significancia estadística del valor de beta es bastante alta en todos los años al ser testeada a través de Fisher (ver Anexo 13.1), esto nos permite estimar el beta con deuda con tranquilidad en un valor equivalente al del año 2016.

Estimación del Costo de Capital de la Empresa.

Costo de la Deuda (K_b)

Bono ISIN COV38CB00044 12 años = 0,0849%

Para el costo de la deuda se utilizó el bono de más largo plazo de Fideicomiso Grupo Nutresa Serie C12 ISIN COV38CB00044 emitido en el año 2009 a un plazo de 12 años denominado en COP, tipo Bullet con pagos trimestrales cuyo cupón posee una tasa flotante respecto a la inflación en Colombia. Dado que no se encontraron registros respecto a su Yield su tasa se expresara nominalmente según la siguiente fórmula expresada en su prospecto $(1 + \% \text{Meta IPC}) * (1 + \text{Tasa base}) - 1$. La meta del Banco Central Colombiano para el IPC en el largo plazo es de un 3%.

Beta de la Deuda β_b

K_b	8,49%	$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_b$
R_f	7,12%	8,49% = 7,12% + 3,01% * β_b
R_m	10,13%	
$R_m - R_f$	3,01%	$\beta_b =$ 0,135
β_b	Incognita	

Para calcular el Beta de la deuda se utilizó como tasa libre de riesgo el Yield del bono colombiano a mayor plazo (15 años) COLTES ISIN COL17CTO3342 al 30 de septiembre del 2016, denominado en COP emitido el 18 de Septiembre del año 2014. Adicionalmente se utilizó como premio por riesgo de mercado una tasa del 10,13% para Colombia provisto por Damodaran a Julio de 2016.

Beta de la accion $\beta_p^{C/D}$

Beta de la accion $\beta_p^{C/D}$ = 0,653

Para el Beta de la acción se consideran los datos obtenidos en la regresión en donde se opta por el último beta del año 2016.

Beta patrimonial sin deuda $\beta_p^{S/D}$

B/P Prom	0,284	$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_C) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - t_C) \left(\frac{B}{P} \right)$
T_C	34%	
β_b	0,135	$0,653 = \beta_p^{S/D} * 1,188 - 0,0253$
$\beta_p^{C/D}$	0,653	
$\beta_p^{S/D}$	Incognita	$\beta_p^{S/D} = 0,5716$

Para calcular el Beta patrimonial sin deuda se desapalanco el beta de la acción a Septiembre de 2016 utilizando Rubinstein $K_b > R_f$ con la estructura de capital promedio entre los años 2015-2016= B/P 0,284.

Beta patrimonial con deuda $\beta_p^{C/D}$

B/P objetivo	0,28	$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_C) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - t_C) \left(\frac{B}{P} \right)$
T_C	34%	
β_b	0,135	$\beta_p^{C/D} = 0,5716 * 1,185 - 0,025$
$\beta_p^{S/D}$	0,5716	
$\beta_p^{C/D}$	Incognita	$\beta_p^{C/D} = 0,6528$

El Beta patrimonial con deuda se calcula apalancando la estructura de capital objetivo propuesta que es de B/P 0,28, dando como resultado un Beta patrimonial con deuda de 0,6528.

Costo Patrimonial

$\beta_p^{C/D}$	0,6538	$k_p = r_f + [E (R_m) - r_f] \beta_p^{C/D}$
R_f	7,12%	
R_m	10,13%	$k_p = (7,12\% + 0,6538) * 10,13\%$
k_p	Incognita	$k_p = 13,7\%$

Utilizando el modelo de valoración de activos financieros (CAPM) y el beta patrimonial con deuda calculamos el costo de capital de Grupo Nutresa dando como resultado 13,7%.

Costo de Capital

K_b	8.49%	$k_0 = k_p \left(\frac{P}{V}\right) + k_b(1 - t_c) \left(\frac{B}{V}\right)$
T_c	34%	
k_p	13.7%	$k_0 = 13,7\% * 0,78 + 8,49\% * (1 - 34\%) * (0,22)$
P/V	0.78	
B/V	0.22	$k_0 = 11,95\%$
k_0	Incognita	

Finalmente para poder obtener el Costo de Capital de Grupo Nutresa se utilizó el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) tomando como referencia el promedio de la estructura de capital objetivo de Grupo Nutresa, P/V 0,78 y B/V 0,22 respectivamente.

6) ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO

Para realizar el análisis operacional de Nutresa se consideró la apertura de costos informada en los estados financieros auditados de los periodos 2012 a sept 2016, los cuales se consideraron variables o fijos según el siguiente criterio:

Costos Variables son aquellos que poseen relación directa con una unidad adicional vendida, en cambio los costos fijos no necesariamente, por ejemplo los arriendos de locales, bodegas etc.

Un segundo criterio utilizado fue analizar el comportamiento de la serie entre el 2012 y sept 2016 entre el costo real dividido los ingresos operacionales (Ver tabla 14). En este caso, clasificamos al costo de empleados como costo variable por el comportamiento estable de la serie indicada en 17% durante los 3 últimos años.

Cabe señalar que el periodo representativo utilizado para proyectar los costos operacionales se consideró a partir del 2014, dado que estos datos sí incluyen la adquisición de TMLUC, la cual tiene un significativo impacto en todas las líneas del Estado de Resultado.

12. Clasificación Costos Operacionales

Ítem	Clasificación	Descripción
Consumo de inventario	Costo variable	Es el consumo del inventario (productos terminados)
Otros Servicios	Costo variable	Gasto en energías, aseo, servicios de construcción
Otros gastos	Costo variable	Gastos directos asociados a los restaurantes
Beneficios a empleados	Costo variable	Remuneraciones y beneficios al personal
Arrendamientos	Costo Fijo	Gasto de arriendo de instalaciones y equipos
Servicios de transporte	Costo Fijo	Transporte de sus productos (logística)
Material publicitario	Costo Fijo	Gasto en publicidad (televisión, diarios etc.)
Honorarios	Costo Fijo	Asesorías y personal no contratados
Impuesto diferente a impuesto a la renta	Costo Fijo	Otros Impuestos
Seguros	Costo Fijo	Primas de los seguros contratados
Deterioro de activos	Costo Fijo	Deterioros de activos operacionales

13. Costos Operacionales en MM COP

Grupo Nutresa SA (NUTRESA CB) - Costos operacionales por naturaleza

En Millones de COP		FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016
Ítem	Clasificación	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	09/30/2016
Consumo de inventario	Costo variable	2.815.008	2.983.563	2.739.274	3.463.889	2.840.268
Otros Servicios	Costo variable	691.067	766.963	815.414	939.835	766.085
Otros gastos	Costo variable	104.143	128.461	360.959	434.003	338.849
Beneficios a empleados	Costo variable	551.007	624.291	1.078.573	1.320.159	1.065.510
Arrendamientos	Costo Fijo	129.513	142.061	148.765	229.342	157.140
Servicios de transporte	Costo Fijo	219.302	242.187	224.287	242.605	222.698
depreciaciones y amortizaciones	Costo Fijo	120.726	164.738	171.004	192.869	176.046
Material publicitario	Costo Fijo	35.944	41.323	118.543	126.897	86.845
Honorarios	Costo Fijo	53.872	84.355	76.355	100.266	65.208
Impuesto diferente a impuesto a la renta	Costo Fijo	44.181	48.461	46.917	64.091	53.605
Seguros	Costo Fijo	19.907	21.836	24.673	28.760	24.154
Deterioro de activos	Costo Fijo			12.352	20.016	-1.395
Total de Costos Operacionales		4.784.670	5.248.239	5.817.116	7.162.732	5.795.013

14. Costos Operacionales como % sobre ventas

Grupo Nutresa SA (NUTRESA CB) - Costos operacionales por naturaleza

% sobre ventas		FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016
Ítem	Clasificación	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	09/30/2016
Consumo de inventario	Costo variable	53%	51%	42%	44%	44%
Otros Servicios	Costo variable	13%	13%	13%	12%	12%
Otros gastos	Costo variable	2%	2%	6%	5%	5%
Beneficios a empleados	Costo variable	10%	11%	17%	17%	17%
Arrendamientos	Costo Fijo	2%	2%	2%	3%	2%
Servicios de transporte	Costo Fijo	4%	4%	3%	3%	3%
Material publicitario	Costo Fijo	1%	1%	2%	2%	1%
Honorarios	Costo Fijo	1%	1%	1%	1%	1%
Impuesto diferente a impuesto a la renta	Costo Fijo	1%	1%	1%	1%	1%
Seguros	Costo Fijo	0%	0%	0%	0%	0%
Deterioro de activos	Costo Fijo	0%	0%	0%	0%	0%
Total de Costos Operacionales		88%	86%	87%	88%	88%

7) PROYECCION DE ESTADO DE RESULTADO NUTRESA

A continuación se detallara los supuestos y consideraciones tomadas para proyectar cada Ítem del Estado de Resultado de Nutresa, el input principal considerado son los estados financieros auditados entre los periodos 2012 a 2015 y el informe proforma a sept de 2016.

7.1) Proyección de Ingresos Operacionales

La apertura de ingresos operacionales es por unidad de negocios, tal como lo indica Nutresa en sus informes auditados.

El mix de ingresos operacionales se concentra principalmente en carnes (23%) seguido de Galletas (20%) y chocolates (16%), también destaca la adquisición en Chile de TMLUC alcanzando un 12% de los ingresos totales. En cuanto a EBITDA por unidad de Negocios son estas mismas unidades que en su conjunto forman el 67% del EBITDA total de 2016. Dado lo anterior, la proyección de ingresos que pondremos foco son las 4 unidades de negocios mencionadas.

En la siguiente tabla se muestran los ingresos operacionales de Nutresa por unidad de negocio, en la cual se agrega el tercer cuarto del año 2015, para mostrar el crecimiento anual acumulado del 2016.

15. Ingresos Operacionales en MM COP

Ingresos Operacionales NUTRESA	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	Q3 2015	Q3 2016
En Millones de COP	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	09/30/2015	09/30/2016
Carnes	1.727.000	1.911.000	1.744.593	1.908.524	1.324.693	1.472.598
Galletas	1.118.000	1.142.000	1.245.748	1.566.841	1.119.033	1.270.651
Chocolates	940.000	983.000	1.068.390	1.268.153	901.082	1.041.474
TMLUC		252.000	737.727	896.403	689.182	740.152
Cafés	810.000	789.000	772.318	891.103	650.322	705.089
Alimentos consumidor			115.466	542.296	374.857	486.032
Helados	380.000	486.000	422.069	443.737	326.165	335.438
Pastas	219.000	231.000	237.346	257.928	190.934	213.551
Otros	111.782	104.466	138.156	170.432	123.944	154.310
Ingreso Totales	5.305.782	5.898.466	6.481.813	7.945.417	5.700.212	6.419.295

La siguiente tabla muestra los crecimientos nominales y reales por unidad de negocio de Nutresa, las fórmulas utilizadas para calcular crecimientos reales y nominales son las siguientes:

- Crec % Nominal año 1 = (Ingresos año 1 / Ingresos año 0) - 1
- Crec % Real año 1 = (1 + Crec % Nominal año 1) * (1 + Inflación año 1) - 1

16. Crecimiento Anual en Ingresos Operacionales

Crecimiento % Nominal	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	Q3 2016	
Carnes		10,7%	-8,7%	9,4%	11,2%	
Galletas		2,1%	9,1%	25,8%	13,5%	
Chocolates		4,6%	8,7%	18,7%	15,6%	
TMLUC			192,7%	21,5%	7,4%	
Cafés		-2,6%	-2,1%	15,4%	8,4%	
Alimentos consumidor				369,7%	29,7%	
Helados		27,9%	-13,2%	5,1%	2,8%	
Pastas		5,5%	2,7%	8,7%	11,8%	
Otros		-6,5%	32,2%	23,4%	24,5%	
Crec % Ingresos Totales	4,9%	11,2%	9,9%	22,6%	12,6%	
Inflación colombiana del periodo	1,7%	1,6%	3,2%	6,1%	5,7%	
Crecimiento % Real	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	Q3 2016	Promedio
Carnes		8,9%	-11,5%	3,1%	5,1%	1,4%
Galletas		0,5%	5,7%	18,6%	7,4%	8,0%
Chocolates		2,9%	5,4%	11,9%	9,3%	7,4%
TMLUC			183,8%	14,5%	1,6%	66,6%
Cafés		-4,2%	-5,1%	8,8%	2,5%	0,5%
Alimentos consumidor			-3,1%	342,7%	22,6%	120,8%
Helados		25,8%	-15,8%	-0,9%	-2,7%	1,6%
Pastas		3,8%	-0,4%	2,4%	5,8%	2,9%
Otros		-8,0%	28,2%	16,3%	17,7%	13,5%
Crec % Ingresos Totales	3,2%	9,4%	6,5%	15,5%	6,5%	8,2%

En términos generales, Nutresa en promedio ha crecido un 8,2% real, lo cual se explica principalmente por la adquisición de TMLUC y el aumento en la unidad de Galletas.

Para proyectar los ingresos operacionales reales entre el cuarto trimestre del 2016 y el año 2021, se consideró lo siguiente:

- Para el 2016, mismo crecimiento acumulado al tercer cuarto del año 2016 en todas las unidades de negocio.
- Para 2017 – 2021, los promedios históricos obtenidos en la tabla 16 para las unidades de negocio Carnes, Galletas, Chocolates, Cafés, Helados, Pastas y otros (73% de la venta total)
- Para TMLUC se consideró un crecimiento real del 5% anual, dado que la serie posee demasiada volatilidad.
- Para Alimentos en consumidor se consideró un crecimiento real del 23% el año 2017 decreciente en un 5% anual dado que la serie posee demasiada volatilidad.

El resultado global de la proyección nos indica un crecimiento promedio de 5.5% anual, menor que el promedio histórico, básicamente explicado por alcanzar el régimen en los negocios de TMLUC y galletas.

17. Proyección Tasas Reales de Crecimiento Anual en Ingresos Operacionales

Proyección crecimiento Real						
Crecimiento % Real	Q4 2016	2017	2018	2019	2020	2021
Carnes	5%	1%	1%	1%	1%	1%
Galletas	7%	8%	8%	8%	8%	8%
Chocolates	9%	7%	7%	7%	7%	7%
TMLUC	2%	5%	5%	5%	5%	5%
Cafés	3%	1%	1%	1%	1%	1%
Alimentos consumidor	23%	23%	18%	13%	8%	3%
Helados	-3%	2%	2%	2%	2%	2%
Pastas	6%	3%	3%	3%	3%	3%
Otros	18%	14%	14%	14%	14%	14%
Crec % Ingresos Totales	6,5%	6,0%	5,9%	5,6%	5,2%	4,8%

Finalmente, la inflación proyectada se asumió de 3% anual (meta del banco central de Colombia) para el periodo 2017 a 2021, para el Q4 2016 se consideró la inflación de 12 meses corridos registrada al 30 de sept de 2016 que es 5.7%.

18. Proyección de Ingresos Operacionales en MM COP

In Millions of CLP	2016 Q3	2016e Q4	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Carnes	1.472.598	649.017	2.215.954	2.314.487	2.417.402	2.524.893	2.637.164
Galletas	1.270.651	508.482	1.979.970	2.203.480	2.452.220	2.729.039	3.037.107
Chocolates	1.041.474	424.262	1.620.825	1.792.324	1.981.969	2.191.681	2.423.582
TMLUC	740.152	222.546	1.041.158	1.126.013	1.217.783	1.317.032	1.424.370
Cafés	705.089	261.058	1.000.161	1.035.373	1.071.824	1.109.558	1.148.621
Alimentos consumidor	486.032	217.098	887.978	1.075.691	1.247.687	1.382.929	1.461.608
Helados	335.438	120.915	477.543	499.717	522.921	547.202	572.610
Pastas	213.551	74.930	305.745	324.043	343.435	363.989	385.772
Otros	154.310	57.877	248.153	290.214	339.404	396.933	464.212
Ingreso	6.419.295	2.536.185	9.777.488	10.661.341	11.594.645	12.563.255	13.555.046
Crec Anual		12,7%	9,2%	9,0%	8,8%	8,4%	7,9%

7.2) Proyección de Resultado Operacional

Para los costos variables se consideraron los promedios históricos de los % sobre ingresos mostrados en la tabla 14, los cuales son:

19. Proyección de Costos Variables como % Sobre Ventas

Costos Variables (% Sobre ventas)	2016e Q4	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Prom
Consumo de inventario	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%
Otros Servicios	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Otros gastos	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beneficios a empleados	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Total	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%

Para los costos fijos se consideró IPC proyectado + 0%, lo cual nos da un crecimiento anual de costos fijos de 3%

20. Proyección de Costos Fijos como % Sobre Ventas

Gastos Fijos (crecimiento anual)	2016e Q4	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Arrendamientos	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Servicios de transporte	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Material publicitario	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Honorarios	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Impuesto diferente a impuesto a la ren	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Seguros	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Deterioro de activos	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

7.3) Proyección de Resultado No Operacional

Para estimar el Resultado No Operacional, se comienza por definir que partidas se consideran recurrentes y cuáles no. Solo se consideró No Recurrente la partida Otros ingresos y egresos por ser demasiado volátil.

21. Clasificación de Partidas No Operacional

Grupo Nutresa SA (NUTRESA CB) -Ingresos-Egresos no operacionales						
En Millones de COP		FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016
Ítem	Clasificación	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	09/30/2016
Ingreso por dividendos y financieros	Recurrente	96.140	81.465	136.488	88.953	27.123
Gastos Financieros	Recurrente	-117.209	-121.689	-202.635	-234.896	-229.990
Otros ingresos y egresos, neto	No Recurrente	-13.923	-54.865	-28.525	-32.188	7.037
Total de Egresos No Operacionales		-34.992	-95.089	-94.672	-178.131	-195.830

Los ingresos por dividendos y financieros se estimaron con un promedio histórico. El total de gastos Financieros para el Q4 2016 se estimaron como la suma de los intereses devengados por el Bono de mayor plazo cuya tasa está en función de la inflación colombiana, y la tasa promedio ponderada de sus deudas con bancos. Finalmente el valor estimado se suma al informado al 30 de sept de 2016 y se considera fijo durante el periodo 2017 a 2021.

22. Proyección de Gasto Financiero en MM COP

Gastos Financieros	2016e Q4	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Capital Bonos	376.655					
Tasa Bonos	11,3%					
Gastos financieros Bonos	10.672					
Capital Bancos	2.787.340					
Tasa Bancos	9,7%					
Gastos financieros Bancos	67.593					
Total Gasto Financiero	78.265	301.218	301.218	301.218	301.218	301.218

7.4) Proyección del Estado de Resultados

La última consideración es señalar que la tasa impositiva utilizada es la colombiana del 34%.

23. Proyección del Estado de Resultados en MM COP

En Millones de COP	2016 Q43	2016e Q4	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Grupo Nutresa SA							
Ingreso	6,419,295	2,536,185	9,777,488	10,661,341	11,594,645	12,563,255	13,555,046
Crec Anual		13%	9%	9%	9%	8%	8%
Total Gastos Variables	5,010,712	1,973,152	7,606,886	8,294,523	9,020,634	9,774,212	10,545,826
% S/ ventas	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%
Total Gastos Fijos	608,255	228,081	861,426	887,269	913,887	941,304	969,543
% S/ ventas	9%	9%	9%	8%	8%	7%	7%
EBITDA	800,328	334,952	1,309,176	1,479,549	1,660,124	1,847,739	2,039,677
% S/ ventas	12%	13%	13%	14%	14%	15%	15%
Depreciaciones y amortizaciones	176,046	58,682	259,585	283,051	307,829	333,545	359,876
Resultado Operacional	624,282	276,270	1,049,591	1,196,498	1,352,295	1,514,194	1,679,801
Gastos Financieros	-222,953	-78,265	-301,218	-301,218	-301,218	-301,218	-301,218
Ingresos financieros	27,123	60,719	87,842	87,842	87,842	87,842	87,842
Ingreso antes de impuestos	428,452	258,724	836,215	983,122	1,138,918	1,300,817	1,466,424
Impuesto a la renta	-123,424	-87,966	-284,313	-334,261	-387,232	-442,278	-498,584
Utilidad Neta	305,028	170,758	551,902	648,860	751,686	858,539	967,840

8) PROYECCION DE FLUJO DE CAJA LIBRE

8.1) Proyección Flujo de Caja Bruto

Para proyectar el flujo de caja bruto, se reversan dos partidas a la utilidad neta proyectada en la sección anterior.

La primera es la depreciación y amortización, y la segunda son los intereses financieros después de impuestos a una tasa del 34%, dado que dicho beneficio ya se encuentra capturado en el cálculo de la tasa de descuento.

Finalmente, para el flujo de caja bruto a perpetuidad se considera el mismo valor que el proyectado al 2021.

24. Proyección Flujo de Caja Bruto en MM COP

En Millones de COP Grupo Nutresa SA	2016 Q43	2016e Q4	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Utilidad Neta	305,028	170,758	551,902	648,860	751,686	858,539	967,840	
Depreciación y Amortización	176,046	58,682	259,585	283,051	307,829	333,545	359,876	
Ingresos financieros después de impuestos	-17,901	-40,075	-57,976	-57,976	-57,976	-57,976	-57,976	
Gastos financieros después de impuestos	147,149	51,655	198,804	198,804	198,804	198,804	198,804	
Flujo de Caja Bruto	610,322	241,020	952,315	1,072,739	1,200,344	1,332,913	1,468,545	1,468,545

8.2) Proyección Flujo de Activos Fijos

Para proyectar el Flujo de Caja en Activos Fijos se debe hacer la distinción en activos fijos nuevos y activos fijos de reposición.

La estimación del flujo de caja para la reposición de activos fijos se realizó considerando igual valor que la proyección de depreciación para el periodo en evaluación. Dicha proyección se realiza considerando estable la tasa entre la depreciación del ejercicio y el valor neto de los activos fijos. A continuación se muestra el desglose entre depreciación y amortización informada por Nutresa.

La estimación de flujos de cajas para activos fijos nuevos se considera constante la tasa histórica de rotación de ingresos vs activos fijos netos. En la siguiente tabla se detallan ambos cálculos.

25. Proyección Flujo de Activos Fijos en MM COP

% Crecimiento Ventas	2016e Q4	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Activos Fijos Neto	1,135,785	1,456,074	2,963,335	3,383,722	3,311,507	2,450,085
Activo Fijo Neto / Ventas Operacionales	21%	25%	46%	43%	37%	34%
Depreciacion	120,726	164,738	171,004	192,869	176,046	176,813
Depreciacion / Activos Fijos Netos	11%	11%	6%	6%	5%	8%
	2016e Q4	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Activo Fijo Neto Proyectado	3,069,480	3,351,222	3,654,162	3,974,051	4,306,041	4,645,976
Depreciacion Proyectada	59,440	259,585	283,051	307,829	333,545	359,876
Flujo de Reposicion de Activos	59,440	259,585	283,051	307,829	333,545	359,876
Flujo de Activos Fijos	0	281,742	302,940	319,889	331,990	339,935

8.3) Proyección de Capital de Trabajo

Para la proyección del Capital de Trabajo necesaria para soportar el aumento en ingresos operacionales proyectados se realizó considerando constante la tasa de rotación entre el capital de trabajo contable histórico vs ingresos operacionales. Esto se detalla en la siguiente tabla.

26. Rotación de Capital de Trabajo Vs Ingresos Operacionales

Capital de Trabajo	2.012	2.013	2.014	2.015	Q3 2016
Deudores por venta	657.872	829.822	695.720	878.280	869.999
Inventarios	555.796	725.323	841.852	1.032.969	1.147.825
Proveedores	-430.104	-638.706	-656.458	-825.435	-855.542
Total Capital de Trabajo	783.564	916.439	881.114	1.085.814	1.162.282

	2.012	2.013	2.014	2.015	Proy 2016
Ingresos Operacionales	5.305.782	5.898.466	6.481.813	7.945.417	8.559.060
CTON % Ventas	15%	16%	14%	14%	14%
CTON Dias	54	57	50	50	50

Promedio CTON % Ventas	13,6%
Promedio CTON Dias	50

Finalmente la variación anual entre el capital de trabajo proyectado, es el requerimiento de flujo de caja por este items

Requerimiento capital de trabajo	Q3 2016	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	8,559,060	8,955,480	9,777,488	10,661,341	11,594,645	12,563,255
Capital de trabajo	1,162,282	1,219,113	1,331,013	1,451,332	1,578,383	1,710,240
Requerimiento capital de trabajo	-56,831	-111,900	-120,319	-127,051	-131,857	

8.4) Proyección de Flujo de Caja Libre + Valor Terminal

Finalmente, el flujo a descontar se obtiene al sumar periodo a periodo el flujo de caja bruto + flujo de activos fijos + flujo de reposición + flujo de capital de trabajo + el flujo de perpetuidad (sin tasa de crecimiento)

En Millones de COP Grupo Nutresa SA	2016 Q3	2016e Q4	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Flujo de Caja Bruto	610,322	241,020	952,315	1,072,739	1,200,344	1,332,913	1,468,545	1,468,545
Flujo de Activos Fijos		0	-281,742	-302,940	-319,889	-331,990	-339,935	
Flujo de Reposición		-59,440	-259,585	-283,051	-307,829	-333,545	-359,876	-359,876
Capital de Trabajo		0	-111,900	-120,319	-127,051	-131,857	0	
Flujo de Caja Libre	0	181,580	299,088	366,430	445,575	535,521	768,733	1,108,668
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	0	181,580	299,088	366,430	445,575	535,521	768,733	9,280,554

9) VALORACION ECONOMICA DE NUTRESA

Para determinar el Valor Económico de Nutresa se debe valorar los activos operacionales, los activos prescindibles y la deuda financiera.

Lo primero entonces es clasificar los activos totales de la empresa a la fecha de valoración. La siguiente tabla lo detalla.

27. Clasificación Activos de Nutresa en MM COP

En Millones de COP	Q3 2016 09/30/2016	% Sobre Total	Clasificación
Activos			
Efectivo y equivalentes	222.833	2%	Prescindible
Cuentas y pagarés por cobrar	869.999	6%	Operacionales
Inventarios	1.147.825	9%	Operacionales
Otros activos corrientes	361.995	3%	
Activos totales corriente	2.602.652	19%	
Inversiones LP	161.801	1%	
Activos fijos netos	3.311.507	25%	Operacionales
Otros activos a largo plazo	7.399.004	55%	Prescindible
Activos totales LP	10.872.312	81%	
Activos totales	13.474.964	100%	

Finalmente la valoración obtenida por el método de flujos de cajas descontados, nos indica que el valor de la acción es 21.677 COP

28. Resumen Valoración Económica de Acción Nutresa en COP

Valoración de la Empresa	MM\$
Valor de activos operacionales	6,370,128
Activos Prescindibles	7,621,837
Capital de Trabajo	-56,831
Interes minoritario	36,480
Deuda Financiera	-3,163,995
Valor Patrimonio economico	10,807,619
N° acciones	460,123,500
Valor accion	23,489

10) CONCLUSIONES

Se puede concluir entonces que el valor de la empresa no es la suma del valor de cada uno de sus activos por separado, es decir, tomar cada uno de sus activos por separado y recibir el precio de mercado por cada uno de ellos. Por lo tanto, lo que se espera al formar una empresa, es que la sinergia que se produce al tener todos los activos junto; genera un flujo, que en Valor Presente sea mayor que la Inversión realizada por los activos.

Finalmente, el precio obtenido es similar con que el precio de la acción de mercado a la fecha de valoración, que al cierre de Septiembre fue de \$25.340, obteniéndose un precio -7% menor por Flujo de Caja descontados.

29. Resumen de Resultados de la Valoración Económica

Metodo de valoracion	Valor accion	Var%
FCD	23.489	-7%

11) BIBLIOGRAFIA

- <https://www.gruponutresa.com/>

- <https://www.gruponutresa.com/inversionistas/perfil-de-la-compania/presentacion-corporativa-fact-sheet/>
- <http://informe2013.gruponutresa.com/>
- <http://informe2014.gruponutresa.com/>
- <http://informe2015.gruponutresa.com/>
- [http://informe2013.gruponutresa.com/pdf/Informe Anual y de sostenibilidad 2013.pdf](http://informe2013.gruponutresa.com/pdf/Informe_Anual_y_de_sostenibilidad_2013.pdf)
- <http://es.investinbogota.org/sites/default/files/fs-alimentos-procesados-bogota-2016.pdf>
- <http://www.larepublica.co/en-2020-las-ventas-anuales-de-la-industria-de-alimentos-y-bebida-facturar%C3%A1n-m%C3%A1s-de-us35000-millones>
- <http://www.datosmacro.com/ipc-paises/colombia>
- <http://es.investinbogota.org/noticias/el-mercado-de-bebidas-y-alimentos-en-bogota-y-colombia-continua-creciendo-de-forma>
- <http://es.investinbogota.org/vuelve-a-bogota-alimentec>
- <http://acis.org.co/portal/content/industria-de-alimentos-en-colombia-impulsa-su-crecimiento-con-aplicativos-m%C3%B3viles>
- <http://www.elespectador.com/noticias/economia/bebidas-y-alimentos-impulsan-el-crecimiento-de-industri-articulo-509278>
- <http://acis.org.co/portal/content/industria-de-alimentos-en-colombia-impulsa-su-crecimiento-con-aplicativos-m%C3%B3viles>
- <http://www.elespectador.com/noticias/economia/bebidas-y-alimentos-impulsan-el-crecimiento-de-industri-articulo-509278>
- <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>
- <http://www.banrep.gov.co/es/igbc>
- <http://acis.org.co/portal/content/industria-de-alimentos-en-colombia-impulsa-su-crecimiento-con-aplicativos-m%C3%B3viles>
- <http://www.eltiempo.com/economia/sectores/cifras-de-crecimiento-de-industria-nacional-en-colombia/16484850>

- <http://www.sac.org.co/es/estudios-economicos/balance-sector-agropecuario-colombiano/290-balance-y-perspectivas-del-sector-agropecuario-2012-2013.html>
- <http://marketing.asobancaria.com/blog/como-se-proyecta-el-sector-agroindustrial-en-colombia>
- <http://www.mineduccion.gov.co/1759/w3-article-299218.html>
- <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/colombia-2017-una-apuesta-por-la-inversion/>
- <http://es.investinbogota.org/noticias/el-mercado-de-bebidas-y-alimentos-en-bogota-y-colombia-continua-creciendo-de-forma>
- <http://www.eltiempo.com/economia/sectores/crecimiento-economico-de-colombia-en-2016-dependera-de-sector-industrial/16611330>
- <http://www.elempaque.com/temas/Industria-colombiana-de-alimentos-y-bebidas-aumentaria-12-para-2017+113211>
- <http://www.banrep.gov.co/es/ipc>
- <http://www.datosmacro.com/paises/colombia>
- <http://www.larepublica.co/en-2020-las-ventas-anuales-de-la-industria-de-alimentos-y-bebida-facturar%C3%A1n-m%C3%A1s-de-us35000-millones>
- <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf>
- <http://www.elespectador.com/noticias/economia/aumento-del-iva-economia-creceria-21-2017-bdo-colombia-articulo-672791>
- <https://www.davienda.com/wps/wcm/connect/c50330b0-4d2a-481a-96fd-94fe0904f723/Colombia+-+Perspectivas+Macroecon%C3%B3micas+2017.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=c50330b0-4d2a-481a-96fd-94fe0904f723>
- <http://www.mincit.gov.co/publicaciones.php?id=15870>
- <http://www.supersociedades.gov.co/asuntos-economicos-y-contables/estudios-y-supervision-por-riesgos/estudios-economicos-y-financieros/Documents/Sector%20Real%20Economia/EE3-%201000%20mas%20grandes%20Colgap%20y%20Niif-%202016%20V%202017.pdf>

12) ANEXOS

12.1) Resultado Regresiones por año del Grupo Nutresa.

- Resultados año 2012

Dependent Variable: RETORNO_NUTRESA				
Method: Least Squares				
Date: 01/08/17 Time: 14:33				
Sample: 10/08/2010 9/28/2012				
Included observations: 104				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001609	0.002032	-0.791474	0.4305
RETORNO_COLCAP	0.697248	0.089362	7.802532	0.0000
R-squared	0.373770	Mean dependent var	-0.001942	
Adjusted R-squared	0.367631	S.D. dependent var	0.026057	
S.E. of regression	0.020721	Akaike info criterion	-4.896279	
Sum squared resid	0.043795	Schwarz criterion	-4.845425	
Log likelihood	256.6065	Hannan-Quinn criter.	-4.875677	
F-statistic	60.87951	Durbin-Watson stat	2.364036	
Prob(F-statistic)	0.000000			

- Resultados año 2013

Dependent Variable: RETORNO_NUTRESA				
Method: Least Squares				
Date: 01/08/17 Time: 14:38				
Sample: 10/14/2011 9/27/2013				
Included observations: 103				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETORNO_COLCAP	0.908179	0.109146	8.320745	0.0000
C	0.000917	0.001891	0.484694	0.6289
R-squared	0.406702	Mean dependent var	0.001889	
Adjusted R-squared	0.400828	S.D. dependent var	0.024749	
S.E. of regression	0.019157	Akaike info criterion	-5.053027	
Sum squared resid	0.037068	Schwarz criterion	-5.001867	
Log likelihood	262.2309	Hannan-Quinn criter.	-5.032305	
F-statistic	69.23480	Durbin-Watson stat	2.500254	
Prob(F-statistic)	0.000000			

- Resultados año 2014

Dependent Variable: RETORNO_NUTRESA				
Method: Least Squares				
Date: 01/08/17 Time: 14:40				
Sample: 10/12/2012 9/26/2014				
Included observations: 103				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETORNO_COLCAP	0.936643	0.115409	8.115847	0.0000
C	0.002573	0.001940	1.326075	0.1878
R-squared	0.394727	Mean dependent var	0.002430	
Adjusted R-squared	0.388735	S.D. dependent var	0.025188	
S.E. of regression	0.019693	Akaike info criterion	-4.997928	
Sum squared resid	0.039167	Schwarz criterion	-4.946768	
Log likelihood	259.3933	Hannan-Quinn criter.	-4.977206	
F-statistic	65.86697	Durbin-Watson stat	2.862515	
Prob(F-statistic)	0.000000			

- Resultados año 2015

Dependent Variable: RETORNO_NUTRESA				
Method: Least Squares				
Date: 01/08/17 Time: 14:42				
Sample (adjusted): 10/06/2013 9/20/2015				
Included observations: 103 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETORNO_COLCAP	0.693606	0.084320	8.225859	0.0000
C	-0.000117	0.001903	-0.061430	0.9511
R-squared	0.401179	Mean dependent var	-0.002579	
Adjusted R-squared	0.395250	S.D. dependent var	0.024524	
S.E. of regression	0.019071	Akaike info criterion	-5.062070	
Sum squared resid	0.036734	Schwarz criterion	-5.010910	
Log likelihood	262.6966	Hannan-Quinn criter.	-5.041348	
F-statistic	67.66475	Durbin-Watson stat	2.550339	
Prob(F-statistic)	0.000000			

- Resultados 31 Septiembre 2016

Dependent Variable: RETORNO_NUTRESA				
Method: Least Squares				
Date: 01/08/17 Time: 14:46				
Sample: 10/17/2014 9/30/2016				
Included observations: 103				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETORNO_COLCAP	0.653449	0.076653	8.524804	0.0000
C	0.000696	0.001933	0.360004	0.7196
R-squared	0.418445	Mean dependent var	-0.000442	
Adjusted R-squared	0.412687	S.D. dependent var	0.025535	
S.E. of regression	0.019569	Akaike info criterion	-5.010514	
Sum squared resid	0.038678	Schwarz criterion	-4.959354	
Log likelihood	260.0415	Hannan-Quinn criter.	-4.989792	
F-statistic	72.67228	Durbin-Watson stat	2.231657	
Prob(F-statistic)	0.000000			

12.2) Estados Financieros Grupo Nutresa 2012 – Q3 2016

En Millones de COP 12 meses fin	2012 12/31/2012	2013 12/31/2013	2014 12/31/2014	2015 12/31/2015	Q3 2016 09/30/2016
Activos					
Efectivo y equivalentes	291.812	415.478	391.863	286.064	222.833
Cuentas y pagarés por cobrar	657.872	829.822	695.720	878.280	869.999
Inventarios	555.796	725.323	841.852	1.032.969	1.147.825
Otros activos corrientes	32.215	47.694	231.210	345.560	361.995
Activos totales corriente	1.537.695	2.018.317	2.160.645	2.542.873	2.602.652
Inversiones LP	354.078	385.307	23.124	109.122	161.801
Activos fijos netos	1.135.785	1.456.074	2.963.335	3.383.722	3.311.507
<i>Activos fijos brutos</i>	<i>2.353.494</i>	<i>2.912.154</i>	<i>3.436.068</i>	<i>4.132.673</i>	<i>4.226.872</i>
- <i>Depreciación acumulada</i>	<i>1.217.709</i>	<i>1.456.080</i>	<i>472.733</i>	<i>748.951</i>	<i>915.365</i>
Otros activos a largo plazo	5.924.006	6.720.800	6.670.282	7.142.335	7.399.004
Activos totales LP	7.413.869	8.562.181	9.656.741	10.635.179	10.872.312
Activos totales	8.951.564	10.580.498	11.817.386	13.178.052	13.474.964
Pasivo y capital social					
Cuentas por pagar	430.104	638.706	656.458	825.435	855.542
Préstamos a corto plazo	96.662	408	455.480	1.059.660	799.469
Otro pasivo a corto plazo	230.906	709.247	303.819	364.007	400.158
Pasivos totales corrientes	757.672	1.348.361	1.415.757	2.249.102	2.055.169
Préstamos a largo plazo	593.692	1.589.149	1.688.797	2.034.763	2.364.526
Otros pasivos a largo plazo	174.948	212.917	681.159	851.343	856.744
Pasivo total a largo plazo	768.640	1.802.066	2.369.956	2.886.106	3.221.270
Pasivos totales	1.526.312	3.150.427	3.785.713	5.135.208	5.276.439
Capital preferente total					
Interés minoritario	16.294	19.209	29.918	34.359	36.480
Capital en acciones y APIC	549.132	549.132	549.133	549.133	549.133
Beneficios retenidos y otro capital	6.859.826	6.861.730	7.452.622	7.459.352	7.612.912
Patrimonio total	7.425.252	7.430.071	8.031.673	8.042.844	8.198.525
Pasivo y capital totales	8.951.564	10.580.498	11.817.386	13.178.052	13.474.964

En Millones de COP 12 meses fin	% Sobre Activos Totales				
	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	09/30/2016
Activos					
Efectivo y equivalentes	3%	4%	3%	2%	2%
Cuentas y pagarés por cobrar	7%	8%	6%	7%	6%
Inventarios	6%	7%	7%	8%	9%
Otros activos corrientes	0%	0%	2%	3%	3%
Activos totales corriente	17%	19%	18%	19%	19%
Inversiones LP	4%	4%	0%	1%	1%
Activos fijos netos	13%	14%	25%	26%	25%
<i>Activos fijos brutos</i>	26%	28%	29%	31%	31%
- <i>Depreciación acumulada</i>	14%	14%	4%	6%	7%
Otros activos a largo plazo	66%	64%	56%	54%	55%
Activos totales LP	83%	81%	82%	81%	81%
Activos totales	100%	100%	100%	100%	100%
Pasivo y capital social					
Cuentas por pagar	5%	6%	6%	6%	6%
Préstamos a corto plazo	1%	0%	4%	8%	6%
Otro pasivo a corto plazo	3%	7%	3%	3%	3%
Pasivos totales corrientes	8%	13%	12%	17%	15%
Préstamos a largo plazo	7%	15%	14%	15%	18%
Otros pasivos a largo plazo	2%	2%	6%	6%	6%
Pasivo total a largo plazo	9%	17%	20%	22%	24%
Pasivos totales	17%	30%	32%	39%	39%
Capital preferente total					
Interés minoritario	0%	0%	0%	0%	0%
Capital en acciones y APIC	6%	5%	5%	4%	4%
Beneficios retenidos y otro capital	77%	65%	63%	57%	56%
Patrimonio total	83%	70%	68%	61%	61%
Pasivo y capital totales	100%	100%	100%	100%	100%

En Millones de COP 12 meses fin	FY 2012 12/31/2012	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015	3 Q 09/30/2016
Ingreso	5.305.782	5.898.466	6.481.813	7.945.417	6.419.295
Total Gastos Variables	3.610.218	3.878.987	3.915.647	4.837.727	3.945.202
Total Gastos Fijos	1.053.726	1.204.514	1.730.465	2.132.136	1.673.765
EBITDA	641.838	814.965	835.701	975.554	800.328
depreciaciones y amortizaciones	120.726	164.738	171.004	192.869	176.046
Ingresos o pérdidas operacionales	521.112	650.227	664.697	782.685	624.282
Ingreso por dividendos y financieros	96.140	81.465	136.488	88.953	27.123
Gastos Financieros	-117.209	-121.689	-202.635	-234.896	-229.990
Otros ingresos y egresos, neto	-13.923	-54.865	-28.525	-32.188	7.037
Ingreso antes de impuestos	486.120	555.138	576.677	604.294	428.452
- Gasto de impuestos al ingreso (beneficio)	-138.457	-174.487	24.853	-167.140	-112.336
- Interés minoritario/no controlador (créditos)	-2.156	-416	-2.290	-2.667	-100
Pérdidas (beneficios) atípicas					-10.988
Ingreso normalizado	345.507	380.235	599.240	434.487	305.028

En Millones de COP 12 meses fin	% S/ Venta				
	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	09/30/2016
Ingreso	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Total Gastos Variables	68,0%	65,8%	60,4%	60,9%	61,5%
Total Gastos Fijos	19,9%	20,4%	26,7%	26,8%	26,1%
EBITDA	12,1%	13,8%	12,9%	12,3%	12,5%
depreciaciones y amortizaciones	2%	3%	3%	2%	3%
Ingresos o pérdidas operacionales	9,8%	11,0%	10,3%	9,9%	9,7%
Ingreso por dividendos y financieros	2%	1%	2%	1%	0%
Gastos Financieros	-2%	-2%	-3%	-3%	-4%
Otros ingresos y egresos, neto	0%	-1%	0%	0%	0%
Ingreso antes de impuestos	9,2%	9,4%	8,9%	7,6%	6,7%
- Gasto de impuestos al ingreso (beneficio)	-3%	-3%	0%	-2%	-2%
- Interés minoritario/no controlador (créditos)	0%	0%	0%	0%	0%
Pérdidas (beneficios) atípicas					0%
Ingreso normalizado	6,5%	6,4%	9,2%	5,5%	4,8%

12.3) **Bono Grupo Nutresa Serie C10 ISIN: COV38CB00028**

Fecha de pago	Interés	Principal	Total
11/20/2009	2,23	0	2,23
* 02/20/2010	2,21	0	2,21
* 05/20/2010	2,14	0	2,14
* 08/20/2010	2,21	0	2,21
* 11/20/2010	2,21	0	2,21
* 02/20/2011	2,21	0	2,21
* 05/20/2011	2,14	0	2,14
* 08/20/2011	2,21	0	2,21
* 11/20/2011	2,21	0	2,21
* 02/20/2012	2,21	0	2,21
* 05/20/2012	2,14	0	2,14
* 08/20/2012	2,21	0	2,21
* 11/20/2012	2,21	0	2,21
* 02/20/2013	2,21	0	2,21
* 05/20/2013	2,14	0	2,14
* 08/20/2013	2,21	0	2,21
* 11/20/2013	2,21	0	2,21
* 02/20/2014	2,21	0	2,21
* 05/20/2014	2,14	0	2,14
* 08/20/2014	2,21	0	2,21
* 11/20/2014	2,21	0	2,21
* 02/20/2015	2,21	0	2,21
* 05/20/2015	2,14	0	2,14
* 08/20/2015	2,21	0	2,21
* 11/20/2015	2,21	0	2,21
* 02/20/2016	2,21	0	2,21
* 05/20/2016	2,14	0	2,14
* 08/20/2016	2,21	0	2,21
* 11/20/2016	2,21	0	2,21
* 02/20/2017	2,21	0	2,21
* 05/20/2017	2,14	0	2,14
* 08/20/2017	2,21	0	2,21
* 11/20/2017	2,21	0	2,21
* 02/20/2018	2,21	0	2,21
* 05/20/2018	2,14	0	2,14
* 08/20/2018	2,21	0	2,21
* 11/20/2018	2,21	0	2,21
* 02/20/2019	2,21	0	2,21
* 05/20/2019	2,14	0	2,14
* 08/20/2019	2,21	100	102,21

12.4) **Bono Grupo Nutresa Serie C12 ISIN: COV38CB00044**

Fecha de pago	Interés	Principal	Total
11/20/2009	2,3	0	2,3
* 02/20/2010	2,28	0	2,28
* 05/20/2010	2,21	0	2,21
* 08/20/2010	2,28	0	2,28
* 11/20/2010	2,28	0	2,28
* 02/20/2011	2,28	0	2,28
* 05/20/2011	2,21	0	2,21
* 08/20/2011	2,28	0	2,28
* 11/20/2011	2,28	0	2,28
* 02/20/2012	2,28	0	2,28
* 05/20/2012	2,21	0	2,21
* 08/20/2012	2,28	0	2,28
* 11/20/2012	2,28	0	2,28
* 02/20/2013	2,28	0	2,28
* 05/20/2013	2,21	0	2,21
* 08/20/2013	2,28	0	2,28
* 11/20/2013	2,28	0	2,28
* 02/20/2014	2,28	0	2,28
* 05/20/2014	2,21	0	2,21
* 08/20/2014	2,28	0	2,28
* 11/20/2014	2,28	0	2,28
* 02/20/2015	2,28	0	2,28
* 05/20/2015	2,21	0	2,21
* 08/20/2015	2,28	0	2,28
* 11/20/2015	2,28	0	2,28
* 02/20/2016	2,28	0	2,28
* 05/20/2016	2,21	0	2,21
* 08/20/2016	2,28	0	2,28
* 11/20/2016	2,28	0	2,28
* 02/20/2017	2,28	0	2,28
* 05/20/2017	2,21	0	2,21
* 08/20/2017	2,28	0	2,28
* 11/20/2017	2,28	0	2,28
* 02/20/2018	2,28	0	2,28
* 05/20/2018	2,21	0	2,21
* 08/20/2018	2,28	0	2,28
* 11/20/2018	2,28	0	2,28
* 02/20/2019	2,28	0	2,28
* 05/20/2019	2,21	0	2,21
* 08/20/2019	2,28	0	2,28
* 11/20/2019	2,28	0	2,28
* 02/20/2020	2,28	0	2,28
* 05/20/2020	2,21	0	2,21
* 08/20/2020	2,28	0	2,28
* 11/20/2020	2,28	0	2,28
* 02/20/2021	2,28	0	2,28
* 05/20/2021	2,21	0	2,21
* 08/20/2021	2,28	100	102,28