



# **VALORACIÓN GRUPO NUTRESA S.A.**

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

**Alumno: Gert Weiskorn Cancino  
Profesor Guía: José Olivares Rojas**

**Santiago, Abril 2017**

## Tabla de contenido

1. Resumen ejecutivo .....	5
2. Metodología.....	6
2.1. Principales métodos de valoración .....	6
2.2. Modelo de descuento de dividendos.....	7
2.3. Método de flujos de caja descontados.....	8
2.4. Método de múltiplos.....	10
3. Descripción de la empresa e industria .....	13
3.1. Aspectos generales .....	13
3.2. Filiales .....	13
3.3. Principales accionistas .....	16
3.4. Descripción de empresas comparables .....	17
4. Descripción del financiamiento de la empresa .....	20
4.1. Bonos Perú 2008.....	20
4.2. Bonos Colombia 2009 .....	21
4.3. Deuda financiera de la empresa .....	24
4.4. Patrimonio económico de la empresa.....	25
5. Estimación de la estructura de capital de la empresa .....	25
6. Estimación del costo patrimonial y costo de capital de la empresa .....	27
7. Análisis operacional del negocio y la industria .....	30
7.1. Análisis de crecimiento .....	30
7.2. Análisis de costos de operación .....	31
7.3. Análisis de activos .....	34
8. Proyección de EERR.....	36
8.1. Ingresos operacionales.....	36
8.2. Costo de mercadería vendida.....	36
8.3. Gastos operacionales.....	37
8.4. Ingresos y egresos no operacionales .....	38
8.5. Impuesto a la renta.....	38
8.6. Estado de resultados proyectado.....	39
9. Proyección de flujos de caja libre.....	40

9.1.	Inversión de reposición.....	40
9.2.	Nuevas inversiones en activo fijo.....	41
9.3.	Inversión en capital de trabajo .....	42
9.4.	Proyección de flujo de caja libre .....	43
10.	Valoración económica de la empresa y de su precio de acción.....	45
11.	Conclusiones .....	46
12.	Bibliografía .....	47
13.	Anexos.....	48
13.1.	Estado de situación financiera de Grupo Nutresa, en MM\$ COP Reales. ...	48
13.2.	Estado de resultados integrales de Grupo Nutresa, en MM\$ COP Reales.	49
13.3.	Índices de precios al consumidor en Colombia. ....	50

## Índice de cuadros

Cuadro 1: Filiales por país de Grupo Nutresa S.A .....	14
Cuadro 2: Principales accionistas de Grupo Nutresa S.A. ....	17
Cuadro 3: Empresa comparable - Hormel Foods Corporation.....	17
Cuadro 4: EBIT por segmento de negocio de Hormel Foods Corporation.....	18
Cuadro 5: Empresa comparable - Conagra Foods, Inc. ....	18
Cuadro 6: EBIT por segmento de negocio de Conagra Foods, Inc. ....	19
Cuadro 7: Bono Perú 2008 .....	20
Cuadro 8: Bono Colombia 2009 – C7 .....	21
Cuadro 9: Valoración Bono Colombia 2009 – C7.....	22
Cuadro 10: Bono Colombia 2009 – C10 .....	22
Cuadro 11: Valoración Bono Colombia 2009 – C10.....	23
Cuadro 12: Bono Colombia 2009 – C12 .....	23
Cuadro 13: Valoración Bono Colombia 2009 – C12.....	24
Cuadro 14: Deuda financiera Grupo Nutresa S.A. ....	24
Cuadro 15: Patrimonio económico Grupo Nutresa S.A. ....	25
Cuadro 16: Estructura de capital de Grupo Nutresa S.A. ....	25
Cuadro 17: Resultados de la regresión lineal entre Nutresa y el índice COLCAP .....	27
Cuadro 18: Variación IPC de Colombia .....	30
Cuadro 19: Ingresos operacionales por área geográfica.....	30
Cuadro 20: Tasas de crecimiento de ingresos operacionales por área geográfica.....	31
Cuadro 21: Tasas de crecimiento de industria de productos alimenticios .....	31
Cuadro 22: Costos operacionales de Grupo Nutresa S.A. 2012 – 2016 S1 .....	32
Cuadro 23: Costos operacionales (%) de Grupo Nutresa S.A. 2012 – 2016 S1.....	32
Cuadro 24: Detalle costos operacionales de Grupo Nutresa S.A. 2012 – 2016 S1 .....	33
Cuadro 25: Detalle costos operacionales (%) de Grupo Nutresa S.A. 2012 – 2016 S1	33
Cuadro 26: Clasificación de activos de Grupo Nutresa S.A. 2016 S1 .....	34
Cuadro 27: Resumen de clasificación de activos de Grupo Nutresa S.A. 2016 S1 .....	34
Cuadro 28: Tasas de crecimiento por región geográfica .....	36
Cuadro 29: Tasa de costo de venta 2012 - 2015 .....	37
Cuadro 30: Tasas de gastos de ventas y de producción 2012 - 2015.....	37
Cuadro 31: Estado de resultados proyectado 2016 - 2020 .....	39
Cuadro 32: Inversión de reposición 2012 - 2015.....	40
Cuadro 33: Proyección inversión de reposición 2016 - 2020 .....	41
Cuadro 34: Inversión en activo fijo 2012 - 2015 .....	41
Cuadro 35: Proyección inversión en activo fijo 2016 - 2020.....	41
Cuadro 36: Inversión en capital de trabajo 2012 - 2015.....	42
Cuadro 37: Proyección inversión en capital de trabajo 2016 - 2020.....	43
Cuadro 38: Proyección flujo de caja 2016 S2- 2021 .....	43
Cuadro 39: Valor de activos operacionales al 30-06-2016.....	44
Cuadro 40: Valoración económica del precio de la acción .....	45

## 1. Resumen ejecutivo

El siguiente informe tiene como objetivo efectuar una valoración de Grupo Nutresa S.A., empresa líder de alimentos procesados en Colombia y una de las más grandes de América Latina, con sus 8 unidades de negocios: Cárnicos, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti, Cafés, Alimentos al Consumidor, Helados y Pastas, cuenta con presencia directa en 14 países y ventas en 72 países dentro de los 5 continentes.

La valoración se realizó a través de un estudio en profundidad de Grupo Nutresa S.A., tomando como base sus estados financieros emitidos entre los años 2012 y el primer semestre del año 2016, además de la industria en la cual se desenvuelve. Posteriormente se determinó su estructura de capital objetivo, junto a su correspondiente tasa de costo de capital y a continuación mediante un análisis operacional detallado del negocio y la industria se proyectaron los estados financieros desde el segundo semestre del año 2016 hasta el año 2020, para finalmente construir el flujo de caja libre de la empresa y así poder valorar a Nutresa a través del método de flujos de caja descontados (FCD).

El resultado de la valoración por FCD entregó un precio de la acción de Nutresa de COP \$ 18.962 al 30 de Junio de 2016, mientras que el precio transado a esa misma fecha fue de COP \$ 25.100, dado lo anterior se puede afirmar que el precio de la acción de Grupo Nutresa S.A. se encuentra sobrevalorado en el mercado.

## 2. Metodología

### 2.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos<sup>1</sup>. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

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

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

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

---

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

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

## 2.2. 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  $\text{DPA}_1$  son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

---

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

### 2.3. Método de flujos de caja descontados

El caso del método de flujos de caja descontados, 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.<sup>4</sup>

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de

---

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



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.

## **2.4. 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<sup>5</sup>:

Múltiplos de Ganancias:

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

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

---

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

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

Múltiplos de valor libro:

- Precio de la 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 m<sup>2</sup> construido en retail)

### **3. Descripción de la empresa e industria**

#### **3.1. Aspectos generales**

Fundada en 1920 en Colombia y perteneciente a la industria de producción de alimentos envasados, Grupo Nutresa S.A. es una empresa líder en alimentos procesados en Colombia y una de las más grandes de América Latina. Cuenta con alrededor de 45.000 empleados y 8 unidades de negocios, los cuales son: Carnicos, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti, Cafés, Alimentos al consumidor, Helados y Pastas.

Encontrándose regulada por la Superintendencia Financiera de Colombia, SFC, Nutresa tiene presencia directa en 14 países con 45 plantas de producción y ventas en 72 países en los 5 continentes, presentando así, una diversificación en términos de mercados, categorías, materias primas y redes de distribución. Adicionalmente, ha sido incluida en el DJSI (Dow Jones Sustainability Index), por quinto año consecutivo, reconocida como una de las empresas más sostenibles del mundo, calificada como “Industry mover” en el anuario de sostenibilidad de RobecoSAM 2015 y por segundo año, categoría plata en el anuario 2016.

#### **3.2. Filiales**

A continuación se presentan las filiales por país de Grupo Nutresa S.A. y el negocio de cada una de ellas, junto a su porcentaje de participación al 30 de Junio de 2016 y al 31 de Diciembre de 2015.

**Cuadro 1: Filiales por país de Grupo Nutresa S.A**

Denominación	Actividad principal	Moneda	% Part. Jun-16	% Part. Dic-15
<b>Colombia</b>				
Industria Colombiana de Café S.A.S.	Producción de café y productos relacionados	COP	100%	100%
Compañía Nacional de Chocolates S. A. S.	Producción de chocolates, sus derivados y otros productos relacionados	COP	100%	100%
Compañía de Galletas Noel S. A. S.	Producción de galletas, cereales, entre otros	COP	100%	100%
Industria de Alimentos Zenú S. A. S.	Producción y comercialización de carnes y sus derivados	COP	100%	100%
Productos Alimenticios Doria S. A. S.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	COP	100%	100%
Molino Santa Marta S.A.S.	Moltruración de granos	COP	100%	100%
Alimentos Cárnicos S.A.S.	Producción de carnes y sus derivados	COP	100%	100%
Tropical Coffee Company S. A. S.	Montaje y explotación de industrias de café	COP	100%	100%
Litoempaques S. A. S.	Producción o fabricación de material de empaque	COP	100%	100%
Pastas Comarrico S. A. S.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	COP	100%	100%
Novaventa S.A.S.	Comercialización de alimentos y otros artículos mediante canal de venta directa	COP	100%	100%
La Recetta Soluciones Gastronómicas Integradas S.A.S.	Distribución de alimentos mediante canal institucional	COP	70%	70%
Meals Mercadeo de Alimentos de Colombia S.A.S.	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros	COP	100%	100%
Servicios Nutresa S.A.S.	Prestación de servicios empresariales especializados.	COP	100%	100%
Setas Colombianas S.A.	Procesamiento y comercialización de champiñones	COP	99,48%	99,48%
Alimentos Cárnicos Zona Franca Santa Fe S.A.S.	Prestación de servicios logísticos	COP	100%	100%
Gestión Cargo Zona Franca S.A.S.	Prestación de servicios logísticos	COP	100%	100%
Comercial Nutresa S.A.S.	Comercialización de productos alimenticios.	COP	100%	100%
Industrias Aliadas S.A.S.	Prestación de servicios relacionados con el café	COP	100%	100%
Opperar Colombia S.A.S.	Prestación de servicios de transporte	COP	100%	100%
Fideicomiso Grupo Nutresa	Gestión de recursos financieros	COP	100%	100%
Fondo de Capital Privado "Cacao para el Futuro" – Compartimento A	Inversión en producción de cacao	COP	83,41%	83,41%
IRCC Ltda.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100%	100%
LYC S.A.S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100%	100%
PJ COL S.A.S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100%	100%
Panero S.A.S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100%	100%
New Brands S.A.	Producción de lácteos y helados	COP	100%	100%
Schadel Ltda.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	99,88%	99,88%
Tabelco S.A.S. (1)	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100%	-
<b>Chile</b>				
Tresmontes Lucchetti S.A.	Prestación de servicios empresariales especializados	CLP	100%	100%
Nutresa Chile S.A.	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100%	100%
Tresmontes Lucchetti Agroindustrial S.A.	Producción agrícola e industrial	CLP	100%	100%

Tresmontes Lucchetti Servicios S.A.	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100%	100%
Tresmontes S.A.	Producción y comercialización de alimentos	CLP	100%	100%
Inmobiliaria Tresmontes Lucchetti S.A.	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100%	100%
Lucchetti Chile S.A.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales	CLP	100%	100%
Novaceites S.A.	Producción y comercialización de aceites vegetales	CLP	50%	50%
Inmobiliaria y Rentas Tresmontes Lucchetti	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100%	100%
<b>Costa Rica</b>				
Compañía Nacional de Chocolates DCR, S.A.	Producción de chocolates y sus derivados	CRC	100%	100%
Compañía de Galletas Pozuelo DCR S.A.	Producción de galletas y otros relacionados	CRC	100%	100%
Cía. Americana de Helados S.A.	Producción y venta de helados	CRC	100%	100%
Servicios Nutresa CR S.A.	Prestación de servicios empresariales especializados	CRC	100%	100%
<b>Guatemala</b>				
Comercial Pozuelo Guatemala S.A.	Distribución y comercialización de productos alimenticios	QTZ	100%	100%
Heladera Guatemalteca S.A.	Producción y comercialización de helados	QTZ	-	100%
Distribuidora POPS S.A.	Comercialización de helados	QTZ	100%	100%
Nevada Guatemalteca S.A.	Servicios de arrendamiento de inmuebles	QTZ	-	100%
Guate-Pops S.A.	Servicios de personal	QTZ	-	100%
<b>México</b>				
Nutresa S.A. de C.V.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	MXN	100%	100%
Serer S.A. de C.V.	Servicios de personal	MXN	100%	100%
Comercializadora Tresmontes Lucchetti S.A. de C.V.	Comercialización de productos alimenticios	MXN	100%	100%
Servicios Tresmontes Lucchetti S.A. de C.V.	Prestación de servicios empresariales especializados	MXN	100%	100%
Tresmontes Lucchetti México S.A. de C.V.	Producción y comercialización de alimentos	MXN	100%	100%
TMLUC Servicios Industriales, S. A. de CV	Prestación de servicios empresariales especializados	MXN	100%	100%
<b>Panamá</b>				
Promociones y Publicidad Las Américas S.A.	Gestión financiera y de inversiones	PAB	100%	100%
Alimentos Cárnicos de Panamá S.A.	Producción de carnes y sus derivados	PAB	100%	100%
Comercial Pozuelo Panamá S. A	Producción de galletas y otros relacionados	PAB	100%	100%
American Franchising Corp. (AFC)	Gestión financiera y de inversiones	USD	100%	100%
Aldage, Inc.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100%	100%
LYC Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100%	100%
Sun Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100%	100%
<b>Estados Unidos de América</b>				
Abimar Foods Inc.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	USD	100%	100%
Cordialsa Usa, Inc.	Comercialización de productos alimenticios	USD	100%	100%
Costa Rica´s Creamery LLC.	Operación de establecimientos de alimentos al consumidor – helados	USD	-	100%
Gulla Properties Development LLC. (1)	Gestión financiera y de inversiones	USD	-	-
Heanor Consulting LLC. (1)	Gestión financiera y de inversiones	USD	-	-
<b>Venezuela</b>				

Cordialsa Noel Venezuela S.A.	Comercialización de productos alimenticios		VEI	100%	100%
Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela	Producción de alimentos		VEI	100%	100%
Denominación	Actividad principal	País	Moneda	% Part. Jun-16	% Part. Dic-15
Otros países					
TMLUC Argentina S.A.	Producción y comercialización de alimentos	Argentina	ARS	100,00%	100,00%
Corp. Distrib. de Alimentos S.A (Cordialsa)	Comercialización de productos alimenticios	Ecuador	USD	100,00%	100,00%
Comercial Pozuelo El Salvador S.A. de C.V.	Distribución y comercialización de productos alimenticios	El Salvador	USD	100,00%	100,00%
Americana de Alimentos S.A. de C.V.	Comercialización de productos alimenticios	El Salvador	USD	100,00%	100,00%
Comercial Pozuelo Nicaragua S.A.	Comercialización de productos alimenticios	Nicaragua	NIO	100,00%	100,00%
Industrias Lácteas Nicaragua S.A.	Comercialización y gestión logística	Nicaragua	NIO	100,00%	100,00%
Compañía Nacional de Chocolates del Perú S.A.	Producción de bebidas y alimentos.	Perú	PEN	100,00%	100,00%
TMLUC Perú S.A.	Producción y comercialización de alimentos	Perú	PEN	100,00%	100,00%
Helados Bon	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros	República Dominicana	DOP	81,18%	81,18%
Compañía de Galletas Pozuelo de República Dominicana S.R.L.	Gestión financiera y de inversiones	República Dominicana	DOP	100,00%	100,00%
Gabon Capital LTD.	Gestión financiera y de inversiones	BVI	USD	100,00%	100,00%
Baton Rouge Holdings LTD.	Gestión financiera y de inversiones	BVI	USD	100,00%	100,00%
Ellenbrook Holdings Limited	Gestión financiera y de inversiones	BVI	USD	-	100,00%
Perlita Investments LTD.	Gestión financiera y de inversiones	BVI	USD	100,00%	100,00%
El Corral Investments INC	Gestión de franquicias de la industria alimenticia	BVI	USD	100,00%	100,00%
(1) A 31 de diciembre de 2015, Grupo Nutresa no poseía participación directa o indirecta sobre estas sociedades; sin embargo, existía un acuerdo privado de accionistas, derivado de la adquisición de Grupo El Corral, en el que se otorgaba al Grupo el control sobre las decisiones relevantes de estas sociedades. Este mismo acuerdo otorgaba a Grupo Nutresa el control sobre Tabelco S.A.S., entidad sobre la cual, se obtuvo la propiedad del 100% de las acciones mediante un acuerdo privado de accionistas en abril de 2016.					

### 3.3. Principales accionistas

En el siguiente cuadro se presentan a los 12 mayores accionistas de Grupo Nutresa S.A., mediante el cual se puede observar que en conjunto poseen un 65,69% de la propiedad y el accionista mayoritario posee un 34,79% de ella.



Cuadro 2: Principales accionistas de Grupo Nutresa S.A.

Nombre Accionista	Cantidad de Acciones	% de Part. a Sep-15
GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	160.094.344	34,79%
GRUPO ARGOS S.A.	38.246.145	8,31%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	26.266.364	5,71%
FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	20.303.853	4,41%
AMALFI S.A.	11.322.692	2,46%
MICROINVERSIONES S.A.	10.751.984	2,34%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	8.331.526	1,81%
INVERSIONES EL DUERO S.A.S.	6.997.636	1,52%
LIBREVILLE S.A.S.	5.514.904	1,20%
NORGES BANK-CB NEW YORK	5.206.674	1,13%
FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	4.751.910	1,03%
FUNDACION FRATERNIDAD MEDELLIN	4.520.660	0,98%
<b>TOTAL</b>	<b>302.308.692</b>	<b>65,69%</b>

### 3.4. Descripción de empresas comparables

Cuadro 3: Empresa comparable - Hormel Foods Corporation

<b>Nombre de la Empresa</b>	Hormel Foods Corporation
<b>Ticker o Nemotécnico</b>	HRL
<b>Clase de Acción</b>	Acciones comunes
<b>Derechos de cada Clase</b>	Comunes
<b>Mercado</b>	NYSE, S&P500 Component
<b>Sector e Industria</b>	Bienes de consumo, carnes y productos alimenticios

Fundada en 1891 en Estados Unidos, Hormel Foods Corporation es una empresa que produce y comercializa una variedad de carnes y productos alimenticios en Estados Unidos y alrededor del mundo, tiene un modelo de negocios equilibrado en el que opera con una diversa cartera de productos, clasificados en 5 segmentos: Productos

comestibles, Jennie-O tienda de pavo, Alimentos especiales, Alimentos refrigerados e Internacional y otros.

A continuación se presenta el EBIT de cada negocio en que se encuentra:

Cuadro 4: EBIT por segmento de negocio de Hormel Foods Corporation

Segmento	EBIT FY'15	%
Alimentos refrigerados	424.968	38,60%
Jennie-O tienda de pavo	276.217	25,10%
Productos comestibles	228.582	20,80%
Alimentos especiales	93.258	8,50%
Internacional y otros	78.318	7,10%
<b>Total</b>	<b>1.101.343</b>	<b>100,00%</b>

Cuadro 5: Empresa comparable - Conagra Foods, Inc.

<b>Nombre de la Empresa</b>	Conagra Foods, Inc.
<b>Ticker o Nemo-técnico</b>	CAG
<b>Clase de Acción</b>	Acciones comunes
<b>Derechos de cada Clase</b>	Comunes
<b>Mercado</b>	NYSE, S&P500 Component
<b>Sector e Industria</b>	Bienes de consumo, alimentos elaborados y envasados

Fundada en 1919 en Estados Unidos, cuenta con más de 40 mil empleados y más de 100 marcas de alimentos reconocidas alrededor del mundo. Conagra Foods tiene presencia en más de 110 países y 2 grandes unidades de negocios: Alimentos de consumo; que incorporan alimentos envasados presentes en autoservicios y mayoristas y Alimentos comerciales; que incorporan alimentos presentes en hoteles, restaurantes, cafeterías, entre otros.

A continuación se presenta el EBIT de cada negocio en que se encuentra:

Cuadro 6: EBIT por segmento de negocio de Conagra Foods, Inc.

Segmento	EBIT FY'15	%
Alimentos de consumo	1.070	589,40%
Productos comerciales	569	313,20%
Marcas privadas	-1.457	-802,60%
<b>Total</b>	<b>182</b>	<b>100,00%</b>

## 4. Descripción del financiamiento de la empresa

Mediante los estados financieros de Grupo Nutresa S.A. se pueden identificar 4 bonos vigentes al 30 de Junio de 2016, de los cuales uno fue emitido en Perú en el año 2008 y los tres restantes fueron emitidos en Colombia en el año 2009. A continuación se presenta el detalle de cada uno de ellos:

### 4.1. Bonos Perú 2008

En Julio de 2008 la Compañía Nacional de Chocolates de Perú S.A. emitió bonos corporativos garantizados teniendo a Grupo Nutresa como garante:

Cuadro 7: Bono Perú 2008

<b>Ítem</b>	<b>Detalle</b>
Bono	Perú
Nemotécnico	N/A
Fecha de emisión	04-07-2008
Valor nominal (VN o D)	118.520.000
Moneda	PEN (Nuevo sol peruano)
Tipo de colocación	Nacional, Perú
Fecha de vencimiento	04-07-2018
Tipo de bono	Bullet
Tasa cupón ( $k_d$ )	8,84%
Periodicidad	Semestral vencido
Número de pagos (N)	20
Tabla de pagos	Ver al final.
Periodo de gracia	Sin periodo de gracia.
Motivo de la emisión	Reemplazar la financiación de corto plazo y financiación de algunas inversiones de capital en Perú.
Clasificación de riesgo	AA+ (PE)

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

## 4.2. Bonos Colombia 2009

En Agosto de 2009 el Fideicomiso Grupo Nutresa, administrado por Alianza Fiduciaria S.A., emitió los siguientes bonos corporativos en Colombia:

Cuadro 8: Bono Colombia 2009 – C7

<b>Ítem</b>	<b>Detalle</b>
Bono	Colombia: C7
Nemotécnico	N/A
Fecha de emisión	20-08-2009
Valor nominal (VN o D)	MM\$ 131.815
Moneda	COP (Peso colombiano)
Tipo de colocación	Nacional, Colombia
Fecha de vencimiento	20-08-2016
Tipo de bono	Bullet
Tasa cupón ( $k_d$ )	IPC + 5,60%
Periodicidad	Trimestral vencido
Número de pagos (N)	28
Tabla de pagos	Ver al final.
Periodo de gracia	Sin periodo de gracia.
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 + 4,96% (Fuente: Sala de prensa Grupo Nutresa)
Precio de venta el día de la emisión.	MM\$ 136.778
Valor de mercado	103.77% (Sobre la par)

Cuadro 9: Valoración Bono Colombia 2009 – C7

Valoración Bono C7 Bullet		
Valor nominal	131.815	
Tasa cupón Kd	1,40%	5,60%
N° trimestres	28	
Capitalización	Trimestral	
Tasa mercado Kb	1,24%	4,96%
Cupón	1.845,40	
Precio venta 20-08-09	<b>136.778</b>	
Valor de mercado	<b>103,77%</b>	
	<b>Sobre la par</b>	

Cuadro 10: Bono Colombia 2009 – C10

Ítem	Detalle
Bono	Colombia: C10
Nemotécnico	N/A
Fecha de emisión	20-08-2009
Valor nominal (VN o D)	MM\$ 135.482
Moneda	COP (Peso colombiano)
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
Tabla de pagos	Ver al final.
Periodo de gracia	Sin periodo de gracia.
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 11: Valoración Bono Colombia 2009 – C10

Valoración Bono C10 Bullet		
Valor nominal	135.482	
Tasa cupón Kd	1,50%	6,00%
N° trimestres	40	
Capitalización	Trimestral	
Tasa mercado Kb	1,33%	5,33%
Cupón	2.032,20	
Precio venta 20-08-09	<b>142.483</b>	
Valor de mercado	<b>105,17%</b>	
	<b>Sobre la par</b>	

Cuadro 12: Bono Colombia 2009 – C12

<b>Ítem</b>	<b>Detalle</b>
Bono	Colombia: C12
Nemotécnico	N/A
Fecha de emisión	20-08-2009
Valor nominal (VN o D)	MM\$ 134.162
Moneda	COP (Peso colombiano)
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)	48
Tabla de pagos	Ver al final.
Periodo de gracia	Sin periodo de gracia.
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)

Cuadro 13: Valoración Bono Colombia 2009 – C12

Valoración Bono C12 Bullet		
Valor nominal	134.162	
Tasa cupón Kd	1,55%	6,20%
Nº trimestres	48	
Capitalización	Trimestral	
Tasa mercado Kb	1,40%	5,59%
Cupón	2.079,50	
Precio venta 20-08-09	<b>141.282</b>	
Valor de mercado	<b>105,31%</b>	
	<b>Sobre la par</b>	

### 4.3. Deuda financiera de la empresa

A partir del estado de situación financiera de Grupo Nutresa S.A. se determinó el total de la deuda financiera de la compañía, considerando tanto las obligaciones corrientes, como las no corrientes:

Cuadro 14: Deuda financiera Grupo Nutresa S.A.

Concepto	2.012	2.013	2.014	2.015	2016 S1
+ Obligaciones financieras (Corriente)	96.662	399.840	426.621	939.256	727.181
+ Obligaciones financieras (No corriente)	593.692	1.558.940	1.582.541	1.803.423	1.948.126
<b>= Deuda financiera (MM\$ COP Reales)</b>	<b>690.354</b>	<b>1.958.780</b>	<b>2.009.162</b>	<b>2.742.679</b>	<b>2.675.308</b>

Se puede observar que la deuda financiera presenta un creciente aumento durante todo el periodo analizado.



#### 4.4. Patrimonio económico de la empresa

A través del total de acciones suscritas y pagadas de la compañía y considerando el último precio de la acción de cada año y del último día del primer semestre del año 2016, se determinó que el patrimonio económico es el siguiente:

Cuadro 15: Patrimonio económico Grupo Nutresa S.A.

Concepto	2.012	2.013	2.014	2.015	2016 S1
Cantidad de acciones	460.123.458	460.123.458	460.123.458	460.123.458	460.123.458
Precio de acción	25.420	26.440	28.600	22.620	25.100
<b>Patrimonio económico (MM\$ COP Reales)</b>	<b>11.696.338</b>	<b>11.934.398</b>	<b>12.453.849</b>	<b>9.225.388</b>	<b>9.740.015</b>
Precio de la acción al:	28-dic	30-dic	30-dic	30-dic	30-jun

#### 5. Estimación de la estructura de capital de la empresa

A continuación se presentan las razones de endeudamiento y patrimonio de Grupo Nutresa S.A. desde el año 2012 hasta el primer semestre del año 2016, además de una serie de estadísticas descriptivas básicas de ellas, tales como, mínimo, máximo, mediana, media y desviación estándar:

Cuadro 16: Estructura de capital de Grupo Nutresa S.A.

Concepto	2.012	2.013	2.014	2.015	2016 S1
B	690.354	1.958.780	2.009.162	2.742.679	2.675.308
P	11.696.338	11.934.398	12.453.849	9.225.388	9.740.015
<b>V (MM\$ COP Reales)</b>	<b>12.386.692</b>	<b>13.893.177</b>	<b>14.463.011</b>	<b>11.968.067</b>	<b>12.415.322</b>
B/V	5,57%	14,10%	13,89%	22,92%	21,55%
P/V	94,43%	85,90%	86,11%	77,08%	78,45%
B/P	5,90%	16,41%	16,13%	29,73%	27,47%

Concepto	Mínimo	Máximo	Mediana	Media	Desv. Estándar
B/V	5,57%	22,92%	14,10%	15,61%	6,98%
P/V	77,08%	94,43%	85,90%	84,39%	6,98%
B/P	5,90%	29,73%	16,41%	19,13%	9,66%

Para efectos de esta valoración, se estableció como estructura de capital objetivo una relación de 22,23% de deuda sobre valor de la empresa y 77,77% de patrimonio sobre valor de la empresa. Se consideró el promedio simple entre la relación vigente al 31 de Diciembre de 2015 y la vigente al 30 de Junio de 2016 y no el promedio de todo el periodo analizado, dado que Grupo Nutresa S.A. comenzó a aplicar las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS) a partir del año 2015, por lo tanto, las relaciones contenidas en los años 2012 a 2014 no son representativas de la estructura que mantendrá la compañía en el futuro.

## 6. Estimación del costo patrimonial y costo de capital de la empresa

Mediante la extracción de los precios de cierre semanales de Grupo Nutresa S.A. desde su sitio web y del índice COLCAP<sup>6</sup> desde la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) desde el año 2011 al primer semestre del año 2016 y utilizando 2 años de precios, aproximadamente 104 retornos, se estimó el beta de la acción de la compañía a través de la metodología del modelo de mercado ( $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$ ) al 30 de Junio de cada año, obteniéndose así los siguientes resultados:

Cuadro 17: Resultados de la regresión lineal entre Nutresa y el índice COLCAP

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016
Beta de la Acción	0,6932	0,8364	0,9975	0,8284	0,7050
P-value (significancia)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Presencia bursátil (%)	Alta	Alta	Alta	Alta	Alta

En seguida se presentan de forma detallada los distintos cálculos y variables necesarias para la estimación del costo de capital promedio ponderado, WACC por sus siglas en inglés.

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

Para el costo de la deuda se considera la tasa Yield obtenida del bono de más largo plazo que tiene la compañía: BFCH1099C12 bono colombiano a 12 años, emitido en el año 2008.

$$K_b = 7,10\%$$

<sup>6</sup> El índice COLCAP refleja las variaciones de precios de las 20 acciones más líquidas de la BVC, donde la capitalización bursátil ajustada de cada compañía determina su ponderación.

### Beta de la deuda ( $B_b$ )

Para determinar el beta de la deuda se consideró una tasa libre de riesgo de 3,88% y un premio por riesgo de mercado de 10,13%, ambos provistos por Damodaran, a Julio de 2016.

$$\begin{aligned}
 K_b &= R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_b \\
 7,10\% &= 3,88\% + 10,13\% \beta_b \\
 \beta_b &= \mathbf{0,3179}
 \end{aligned}$$

### Beta de la acción ( $B_p^{C/D}$ )

El beta de la acción corresponde al resultado obtenido a través de la regresión lineal al 30 de Junio de 2016, la cual comprende los retornos de Julio de 2014 a Junio de 2016.

$$\beta_p^{C/D} = \mathbf{0,7050}$$

### Beta patrimonial sin deuda ( $B_p^{S/D}$ )

Para determinar el beta patrimonial sin deuda se desapalancó el beta de la acción utilizando Rubinstein, considerando el promedio ponderado de las estructuras de capital vigentes al 31 de Diciembre de 2014, 31 de Diciembre de 2015 y 30 de Junio de 2016, con un 25%, 50% y 25% respectivamente, dado que corresponden al periodo utilizado en la regresión lineal, además de una tasa de impuesto a las corporaciones de un 34% en Colombia, la cual corresponde a un 25% de impuesto a la renta más un 9% del impuesto a la equidad (CREE).

$$\begin{aligned}
 \beta_p^{C/D} &= \beta_p^{S/D} [1 + (1 - t_c) (B/P)] - \beta_b (1 - t_c) (B/P) \\
 0,7050 &= \beta_p^{S/D} [1 + (1 - 0,34) (25,76\%)] - 0,3179 (1 - 0,34) (25,76\%) \\
 \beta_p^{S/D} &= \mathbf{0,6487}
 \end{aligned}$$

### 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,  $B/P = 28,60\%$ .

$$\begin{aligned}\beta_P^{C/D} &= \beta_P^{S/D} * [1 + (1 - t_c) * (B/P)] - \beta_b * (1 - t_c) * (B/P) \\ \beta_P^{C/D} &= 0,6487 * [1 + (1 - 0,34) * (28,60\%)] - 0,3179 * (1 - 0,34) * (28,60\%) \\ \beta_P^{C/D} &= \mathbf{0,7111}\end{aligned}$$

### Costo patrimonial ( $K_p$ )

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

$$\begin{aligned}K_p &= R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta_P^{C/D} \\ K_p &= 3,88\% + 10,13\% * 0,7111 \\ K_p &= \mathbf{11,08\%}\end{aligned}$$

### Costo de capital ( $K_o$ )

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 corporaciones y la estructura de capital objetivo de la compañía.

$$\begin{aligned}K_{o(wacc)} &= K_p * (P/V) + K_b * (1 - t_c) * (B/V) \\ K_{o(wacc)} &= 11,08\% * (77,77\%) + 7,10\% * (1 - 0,34) * (22,23\%) \\ K_{o(wacc)} &= \mathbf{9,66\%}\end{aligned}$$

## 7. Análisis operacional del negocio y la industria

A continuación se presenta un análisis operacional de Grupo Nutresa S.A. y la industria en la cual se encuentra inserta. Dado lo anterior, se tomaron como base los estados financieros emitidos por la compañía entre los años 2012 y el primer semestre del año 2016 en términos reales, es decir, considerando la variación que presentó el Índice de Precios al Consumidor, IPC, de Colombia.

Para mantener la consistencia en el tratamiento del dinero, la variación IPC se presenta de forma acumulada al término de cada periodo, tomando como base el 31 de Diciembre de 2012.

Cuadro 18: Variación IPC de Colombia

Fecha	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
% IPC	0,00%	1,94%	5,67%	12,82%	18,57%
Factor	1,0000	1,0194	1,0567	1,1282	1,1857

### 7.1. Análisis de crecimiento

Los ingresos operacionales de la compañía según área geográfica son los siguientes:

Cuadro 19: Ingresos operacionales por área geográfica

Ingresos operacionales (MM\$ COP Reales)	2.012	2.013	2.014	2.015	2016 S1
Nacionales por venta de productos	3.794.081	3.798.836	3.978.623	4.357.276	2.151.038
Exportaciones y ventas en el exterior	1.511.701	1.987.502	2.136.616	2.685.346	1.395.517
<b>Total</b>	<b>5.305.782</b>	<b>5.786.338</b>	<b>6.115.240</b>	<b>7.042.622</b>	<b>3.546.555</b>

Así mismo, las tasas de crecimiento reales de las ventas por región geográfica para los años 2012 a Junio de 2016 son las siguientes:

Cuadro 20: Tasas de crecimiento de ingresos operacionales por área geográfica

Crecimiento anual por región geográfica	2012-13	2013-14	2014-15
Nacionales por venta de productos	0,13%	4,73%	9,52%
Exportaciones y ventas en el exterior	31,47%	7,50%	25,68%
<b>Total</b>	<b>9,06%</b>	<b>5,68%</b>	<b>15,17%</b>

A continuación se presentan las tasas de crecimiento reales de la industria:

Cuadro 21: Tasas de crecimiento de industria de productos alimenticios

Crecimiento ind. prod. alimenticios	2.012	2.013	2.014	2.015
Colombia	4,2%	8,5%	4,2%	-2,0%

De acuerdo a lo indicado en el punto anterior, el promedio del crecimiento de la industria de productos alimenticios en Colombia es de un 3,73%, por lo cual, se asume que la industria tendrá esa perspectiva de crecimiento.

## 7.2. Análisis de costos de operación

Los costos operacionales se clasifican de la siguiente forma:

Cuadro 22: Costos operacionales de Grupo Nutresa S.A. 2012 – 2016 S1

<b>Costos operacionales (MM\$ COP Reales)</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>	<b>2.014</b>	<b>2.015</b>	<b>2016 S1</b>
Costo de ventas	-3.064.460	-3.198.978	-3.399.358	-3.995.041	- 2.023.462
Administración	- 270.303	- 340.971	- 386.141	- 329.563	- 163.600
Ventas	-1.326.976	-1.476.553	-1.612.466	-1.900.834	- 951.859
Producción	- 122.931	- 131.970	- 113.167	- 121.829	- 58.448
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	-	-	-	2.321	13.313
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	-	-	-	- 3.924	7.216
<b>Total</b>	<b>-4.784.670</b>	<b>-5.148.471</b>	<b>-5.511.131</b>	<b>-6.348.869</b>	<b>- 3.176.841</b>

Porcentualmente, los costos operacionales se distribuyen de la siguiente manera:

Cuadro 23: Costos operacionales (%) de Grupo Nutresa S.A. 2012 – 2016 S1

<b>Costos operacionales (%)</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>	<b>2.014</b>	<b>2.015</b>	<b>Promedio</b>
Costo de ventas	64,0%	62,1%	61,7%	62,9%	62,7%
Administración	5,6%	6,6%	7,0%	5,2%	6,1%
Ventas	27,7%	28,7%	29,3%	29,9%	28,9%
Producción	2,6%	2,6%	2,1%	1,9%	2,3%
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Como se puede observar en el cuadro anterior, históricamente el costo de ventas ha significado en promedio un 62,7% del total de los costos operacionales y a su vez los gastos de venta un 28,9% de ellos, es decir, solamente estos 2 ítems suman cerca de un 91,6% del total de los costos operacionales de la compañía.

Separando la depreciación del ejercicio y la amortización de intangibles, los costos de operación se detallan de la siguiente forma:



Cuadro 24: Detalle costos operacionales de Grupo Nutresa S.A. 2012 – 2016 S1

<b>Costos operacionales (MM\$ COP Reales)</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>	<b>2.014</b>	<b>2.015</b>	<b>2016 S1</b>
Consumo de inventarios y otros costos	-3.064.460	-3.198.978	-3.399.358	-3.070.306	- 1.554.132
Beneficios a empleados	- 575.620	- 646.623	- 695.094	-1.170.156	- 608.022
Otros servicios	- 591.067	- 654.273	- 728.688	- 831.444	- 401.894
Otros gastos	- 161.840	- 192.284	- 169.385	- 384.690	- 185.460
Servicios de transporte	- 54.430	- 60.359	- 70.495	- 215.039	- 125.922
<b>Depreciaciones y amortizaciones</b>	<b>- 79.726</b>	<b>- 103.261</b>	<b>- 132.554</b>	<b>- 177.455</b>	<b>- 92.668</b>
Material publicitario	- 35.944	- 40.537	- 55.909	- 112.478	- 47.813
Honorarios	- 53.872	- 82.751	- 69.330	- 88.873	- 36.053
Impuestos, seguros y arrendamientos	- 167.711	- 169.404	- 190.319	- 285.584	- 140.050
Deterioro de activos	-	-	-	- 11.241	- 5.355
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	-	-	-	2.321	13.313
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	-	-	-	3.924	7.216
<b>Total</b>	<b>-4.784.670</b>	<b>-5.148.471</b>	<b>-5.511.131</b>	<b>-6.348.869</b>	<b>- 3.176.841</b>

Porcentualmente, los costos operacionales son los siguientes:

Cuadro 25: Detalle costos operacionales (%) de Grupo Nutresa S.A. 2012 – 2016 S1

<b>Costos operacionales (%)</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>	<b>2.014</b>	<b>2.015</b>	<b>Promedio</b>
Consumo de inventarios y otros costos	64,0%	62,1%	61,7%	48,4%	59,1%
Beneficios a empleados	12,0%	12,6%	12,6%	18,4%	13,9%
Otros servicios	12,4%	12,7%	13,2%	13,1%	12,8%
Otros gastos	3,4%	3,7%	3,1%	6,1%	4,1%
Servicios de transporte	1,1%	1,2%	1,3%	3,4%	1,7%
<b>Depreciaciones y amortizaciones</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,2%</b>
Material publicitario	0,8%	0,8%	1,0%	1,8%	1,1%
Honorarios	1,1%	1,6%	1,3%	1,4%	1,3%
Impuestos, seguros y arrendamientos	3,5%	3,3%	3,5%	4,5%	3,7%
Deterioro de activos	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

### 7.3. Análisis de activos

A continuación se presenta la clasificación de los activos de Grupo Nutresa S.A. al 30 de Junio de 2016 como operacionales, no operacionales y no operacionales prescindibles.

Cuadro 26: Clasificación de activos de Grupo Nutresa S.A. 2016 S1

Estado de situación financiera (MM\$ COP Reales)	2016 S1	Clasificación
<b>ACTIVO</b>		
<b>Activo corriente</b>		
Disponible y equivalentes de efectivo	174.274	Operacional
Deudores, neto	691.254	Operacional
Inventarios, neto	914.048	Operacional
Diferidos y otros activos	235.879	No operacional
Activos biológicos	50.083	Operacional
Activos no corrientes mantenidos para la venta	55.410	No operacional prescindible
<b>Total activo corriente</b>	<b>2.120.949</b>	
<b>Activo no corriente</b>		
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	22.088	Operacional
Propiedades, planta y equipo, neto	2.793.256	Operacional
Intangibles, neto	974.214	Operacional
Diferidos y otros activos	345.833	No operacional
Activos biológicos no corrientes	5.474	Operacional
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	135.996	Operacional
Otros activos financieros no corrientes	3.167.679	Operacional
Propiedades de inversión	65.249	No operacional prescindible
Crédito mercantil	1.702.218	No operacional prescindible
<b>Total activo no corriente</b>	<b>9.212.007</b>	
<b>TOTAL DEL ACTIVO</b>	<b>11.332.955</b>	

En resumen, la distribución es la siguiente:

Cuadro 27: Resumen de clasificación de activos de Grupo Nutresa S.A. 2016 S1

Clasificación (MM\$ COP Reales)	2016 S1
Operacional	8.928.365
No operacional	581.712
No operacional prescindibles	1.822.878
<b>Total Activo</b>	<b>11.332.955</b>

Los activos no operacionales que posee la compañía consisten en lo siguiente:

**Diferidos y otros activos corrientes y no corrientes:** Corresponden a activos por impuestos diferidos, derivados financieros no designados como contabilidad de cobertura, cargos diferidos y otros activos.

**Activos no corrientes mantenidos para la venta:** Consisten en terrenos adquiridos por MM\$ COP Reales 13.075 y construcciones en curso por MM\$ COP Reales 42.335, las cuales se espera que sean finalizadas durante el año 2016.

**Propiedades de inversión:** Consisten en propiedades, terrenos y edificios adquiridos para obtener rentas y/o plusvalías, es decir, no para ser utilizados en la producción o fines administrativos del negocio ni para su venta en el curso normal de la operación.

**Crédito mercantil:** Consiste en un activo intangible asignado a los segmentos de Alimentos al consumidor, Café, Cárnico, Chocolates, Galletas y TMLUC

## 8. Proyección de EERR

### 8.1. Ingresos operacionales

Con el fin de efectuar la estimación de ventas para los años 2016 hasta el 2020, se determinó una tasa de crecimiento promedio de 4,79% para el caso de las ventas nacionales y un 21,55% para el caso de las exportaciones, de acuerdo a lo obtenido en el detalle de los ingresos operacionales por región geográfica desde el año 2012 hasta el año 2015.

Cuadro 28: Tasas de crecimiento por región geográfica

Crecimiento anual por región geográfica	2012-13	2013-14	2014-15	Promedio
Nacionales por venta de productos	0,13%	4,73%	9,52%	4,79%
Exportaciones y ventas en el exterior	31,47%	7,50%	25,68%	21,55%
<b>Total</b>	<b>9,06%</b>	<b>5,68%</b>	<b>15,17%</b>	<b>9,97%</b>

Dado lo anterior, la proyección de los ingresos operacionales del segundo semestre del año 2016 corresponde al año 2015 incrementado en las respectivas tasas de crecimiento estimadas menos los ingresos operacionales del primer semestre del año 2016. Así mismo, los ingresos operacionales de los años 2017 al 2020 corresponden a las proyecciones de cada año respecto al año anterior.

### 8.2. Costo de mercadería vendida

Por otra parte, en promedio el costo de venta histórico corresponde a un 56.34% de los ingresos operacionales, como se muestra a continuación:

Cuadro 29: Tasa de costo de venta 2012 - 2015

Estado de resultados integrales (MM\$ COP Reales)	2.012	2.013	2.014	2.015
Nacionales por venta de productos	3.794.081	3.798.836	3.978.623	4.357.276
Exportaciones y ventas en el exterior	1.511.701	1.987.502	2.136.616	2.685.346
Costo de ventas	-3.064.460	-3.198.978	-3.399.358	-3.995.041
<b>Utilidad bruta</b>	<b>2.241.322</b>	<b>2.587.360</b>	<b>2.715.882</b>	<b>3.047.581</b>

Concepto	2.012	2.013	2.014	2.015	Promedio
Costo de ventas	-57,76%	-55,29%	-55,59%	-56,73%	<b>-56,34%</b>

### 8.3. Gastos operacionales

La proyección de los gastos operacionales variables se realizó mediante el promedio histórico de los gastos de ventas y de producción respecto a los ingresos operacionales, como se muestra a continuación:

Cuadro 30: Tasas de gastos de ventas y de producción 2012 - 2015

Estado de resultados integrales (MM\$ COP)	2.012	2.013	2.014	2.015
Nacionales por venta de productos	3.794.081	3.798.836	3.978.623	4.357.276
Exportaciones y ventas en el exterior	1.511.701	1.987.502	2.136.616	2.685.346
Gastos de ventas	-1.326.976	-1.476.553	-1.612.466	-1.900.834
Gastos de producción	- 122.931	- 131.970	- 113.167	- 121.829

Concepto	2.012	2.013	2.014	2.015	Promedio
Gastos de ventas	-25,01%	-25,52%	-26,37%	-26,99%	<b>-25,97%</b>
Gastos de producción	-2,32%	-2,28%	-1,85%	-1,73%	<b>-2,04%</b>

Como se puede observar en el cuadro anterior, los gastos de ventas y gastos de producción corresponden en promedio a un 25,97% y 2,04% de los ingresos operacionales respectivamente.

Por otra parte, la proyección de los gastos operacionales fijos se realizó en base al año 2015, manteniéndose constantes por todo el periodo proyectado.

#### **8.4. Ingresos y egresos no operacionales**

La proyección de los siguientes ítems se consideran constantes para todo el periodo proyectado, tomando como base de cálculo el año 2015: ingresos por dividendos y financieros, otros ingresos y egresos, diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos, pérdida por la posición monetaria neta y participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos.

En cuanto a los gastos financieros, se proyectan constantes hasta el año 2017, sin embargo, en el año 2018 se incrementan en un 25%, dado que se asume que los bonos peruanos que vencen ese año serán reemplazados por bonos colombianos, los cuales son más costosos.

#### **8.5. Impuesto a la renta**

La tasa de impuesto a las corporaciones de Colombia es de un 34%, la cual corresponde a un 25% de impuesto a la renta más un 9% de impuesto a la equidad (CREE<sup>7</sup>) y se aplica a la utilidad antes de provisión para impuesto de renta e interés minoritario.

---

<sup>7</sup> Creado por la ley 1607 del año 2012 en Colombia, el impuesto para la equidad CREE comenzó a regir partir del 1 de enero del año 2013 como aporte de las sociedades y personas jurídicas y asimiladas en beneficio de los trabajadores, la generación de empleo y la inversión social.

## 8.6. Estado de resultados proyectado

A continuación se presenta el estado de resultados proyectado en millones de pesos colombianos reales.

Cuadro 31: Estado de resultados proyectado 2016 - 2020

<b>Estado de resultados integrales (MM\$ COP Reales)</b>	<b>2016 S2</b>	<b>2.017</b>	<b>2.018</b>	<b>2.019</b>	<b>2.020</b>
Nacionales por venta de productos. neto	2.415.027	4.784.858	5.014.136	5.254.400	5.506.176
Exportaciones y ventas en el exterior	1.868.604	3.967.641	4.822.791	5.862.252	7.125.749
Costo de ventas	-2.413.365	-4.931.091	-5.542.049	-6.263.036	-7.116.730
<b>Utilidad bruta</b>	<b>1.870.266</b>	<b>3.821.408</b>	<b>4.294.878</b>	<b>4.853.616</b>	<b>5.515.196</b>
<b>Gastos operacionales de:</b>					
Administración	- 165.963	- 329.563	- 329.563	- 329.563	- 329.563
Ventas	-1.112.527	-2.273.163	-2.554.806	-2.887.171	-3.280.711
Producción	- 87.580	- 178.947	- 201.118	- 227.282	- 258.262
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	- 10.992	2.321	2.321	2.321	2.321
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	- 11.140	- 3.924	- 3.924	- 3.924	- 3.924
<b>Utilidad operacional</b>	<b>482.065</b>	<b>1.038.133</b>	<b>1.207.788</b>	<b>1.407.997</b>	<b>1.645.057</b>
<b>Otros ingresos (egresos) - neto</b>					
Ingresos por dividendos y financieros	3.882	50.385	50.385	50.385	50.385
Gastos financieros	- 79.212	- 208.206	- 260.258	- 260.258	- 260.258
Otros ingresos y egresos, neto	- 255	- 255	- 255	- 255	- 255
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	34.511	24.093	24.093	24.093	24.093
Pérdida por la posición monetaria neta	- 12.881	- 28.506	- 28.506	- 28.506	- 28.506
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	3.690	4.368	4.368	4.368	4.368
<b>Total otros ingresos (egresos) - no operacionales</b>	<b>- 50.266</b>	<b>- 158.121</b>	<b>- 210.173</b>	<b>- 210.173</b>	<b>- 210.173</b>
<b>Utilidad antes de provisión para impuesto de renta e interés minoritario</b>	<b>431.799</b>	<b>880.012</b>	<b>997.616</b>	<b>1.197.824</b>	<b>1.434.884</b>
Provisión para impuesto sobre la renta y CREE:	- 146.812	- 299.204	- 339.189	- 407.260	- 487.861
<b>Utilidad neta</b>	<b>284.987</b>	<b>580.808</b>	<b>658.426</b>	<b>790.564</b>	<b>947.023</b>

## 9. Proyección de flujos de caja libre

Considerando la proyección del estado de resultados calculada anteriormente, a continuación se presentan las estimaciones necesarias para proyectar un flujo de caja libre.

### 9.1. Inversión de reposición

Para estimar la inversión de reposición se compara el activo fijo neto que tiene la compañía al término de cada año respecto a la depreciación y amortización del mismo periodo. Todo lo anterior considerando el efecto que generó en la compañía el adoptar las normas IFRS a partir del año 2015, las cuales se tradujeron en un aumento en términos reales de MM\$ COP 1.265.943 para el caso de las propiedades, planta y equipo y MM\$ COP 23.350 en el caso de las depreciaciones y amortizaciones.

Cuadro 32: Inversión de reposición 2012 - 2015

<b>Inversión en reposición (MM\$ COP Reales)</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>	<b>2.014</b>	<b>2.015</b>
Propiedades, planta y equipo, neto	1.135.785	1.428.394	1.538.483	2.999.248
Efecto IFRS	-	-	-	- 1.265.943
<b>Activo fijo neto</b>	<b>1.135.785</b>	<b>1.428.394</b>	<b>1.538.483</b>	<b>1.733.305</b>
Compras en propiedades, planta y equipo, neto		292.609	110.088	194.822
Depreciaciones y amortizaciones		103.261	132.554	177.455
Efecto IFRS	-	-	-	- 23.350
<b>Depreciación neta</b>	<b>-</b>	<b>103.261</b>	<b>132.554</b>	<b>154.105</b>
Inversión en reposición (%)		283,37%	83,05%	126,42%

Dado lo anterior, históricamente las compras en activo fijo han sido superiores a la depreciación de cada año, por lo tanto se estima que la inversión de reposición será de un 100% de la depreciación del ejercicio. A través del siguiente cuadro se puede observar la proyección desde el segundo semestre de 2016 al año 2020.



Cuadro 33: Proyección inversión de reposición 2016 - 2020

<b>Costos operacionales (MM\$ COP Reales)</b>	<b>2016 S2</b>	<b>2.017</b>	<b>2.018</b>	<b>2.019</b>	<b>2.020</b>
Depreciaciones y amortizaciones	92.668	185.336	185.336	185.336	185.336
Inversión de reposición	- 92.668	- 185.336	- 185.336	- 185.336	- 185.336
% Inversión en reposición	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

## 9.2. Nuevas inversiones en activo fijo

Para determinar las nuevas inversiones en activo fijo se calcularon las relaciones entre las propiedades, planta y equipo, descontando el efecto por IFRS, respecto a los ingresos operacionales, obteniéndose así los siguientes resultados:

Cuadro 34: Inversión en activo fijo 2012 - 2015

<b>Estado de resultados integrales (MM\$ COP Reales)</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>	<b>2.014</b>	<b>2.015</b>
Ingresos operacionales	5.305.782	5.786.338	6.115.240	7.042.622
<b>Estado de situación financiera (MM\$ COP Reales)</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>	<b>2.014</b>	<b>2.015</b>
Propiedades, planta y equipo, neto	1.135.785	1.428.394	1.538.483	2.999.248
<b>Efecto IFRS</b>	-	-	-	- 1.265.943
<b>Activo fijo neto</b>	1.135.785	1.428.394	1.538.483	1.733.305
Activos fijos/Ventas	21,41%	24,69%	25,16%	24,61%

Dado lo anterior, la proyección de activo fijo corresponde en promedio, al 23,97% del total de los ingresos operacionales de cada año.

Cuadro 35: Proyección inversión en activo fijo 2016 - 2020

<b>Estado de resultados integrales (MM\$ COP Reales)</b>	<b>2.016</b>	<b>2.017</b>	<b>2.018</b>	<b>2.019</b>	<b>2.020</b>
Nacionales por venta de productos. neto	4.566.065	4.784.858	5.014.136	5.254.400	5.506.176
Exportaciones y ventas en el exterior	3.264.121	3.967.641	4.822.791	5.862.252	7.125.749
<b>Total ingresos operacionales</b>	<b>7.830.186</b>	<b>8.752.499</b>	<b>9.836.926</b>	<b>11.116.652</b>	<b>12.631.926</b>
Proyección de activo fijo	1.876.543	2.097.580	2.357.469	2.664.161	3.027.304
<b>Nueva inversión en activo fijo</b>	<b>221.037</b>	<b>259.888</b>	<b>306.693</b>	<b>363.143</b>	-

Por lo tanto, la nueva inversión en activo fijo requerida en cada año, corresponde a la resta de la proyección del año siguiente y el actual.

### 9.3. Inversión en capital de trabajo

Para proyectar la inversión en capital de trabajo se calcula el capital de trabajo al término de cada periodo entre los años 2012 y 2015 y se determina su relación histórica respecto a los ingresos operacionales, obteniéndose así el capital de trabajo operacional neto como porcentaje de las ventas y como días de venta, en promedio 16,53% y 60,33 días respectivamente.

Cuadro 36: Inversión en capital de trabajo 2012 - 2015

<b>Capital de trabajo (MM\$ COP Reales)</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>	<b>2.014</b>	<b>2.015</b>
+ Disponible y equivalentes de efectivo	291.812	407.580	354.001	253.560
+ Deudores, neto	657.872	814.047	860.371	778.486
+ Inventarios, neto	555.796	711.535	819.151	915.598
+ Activos biológicos	-	-	-	47.083
- Proveedores y cuentas por pagar	430.104	626.564	654.595	731.645
- Impuestos, gravámenes y tasas	119.215	156.491	121.977	152.743
- Obligaciones laborales	102.371	128.651	117.848	142.377
<b>= Capital de trabajo</b>	<b>853.790</b>	<b>1.021.456</b>	<b>1.139.102</b>	<b>967.963</b>
Ingresos operacionales	5.305.782	5.786.338	6.115.240	7.042.622
<b>CTON (% de ventas)</b>	<b>16,09%</b>	<b>17,65%</b>	<b>18,63%</b>	<b>13,74%</b>
<b>CTON (Días de ventas)</b>	<b>58,73</b>	<b>64,43</b>	<b>67,99</b>	<b>50,17</b>

Dado lo anterior, la proyección de inversión en capital de trabajo corresponde en promedio, al 16,53% del total de los ingresos operacionales de cada año.

Cuadro 37: Proyección inversión en capital de trabajo 2016 - 2020

Estado de resultados integrales (MM\$ COP Reales)	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020
Nacionales por venta de productos. neto	4.566.065	4.784.858	5.014.136	5.254.400	5.506.176
Exportaciones y ventas en el exterior	3.264.121	3.967.641	4.822.791	5.862.252	7.125.749
<b>Total ingresos operacionales</b>	<b>7.830.186</b>	<b>8.752.499</b>	<b>9.836.926</b>	<b>11.116.652</b>	<b>12.631.926</b>
Proyección capital de trabajo	1.294.255	1.446.705	1.625.951	1.837.477	2.087.937
<b>Inversión en capital de trabajo</b>	<b>152.450</b>	<b>179.246</b>	<b>211.526</b>	<b>250.460</b>	<b>-</b>

Por lo tanto, la inversión en capital de trabajo requerida en cada año, corresponde a la resta de la proyección del año siguiente y el actual.

#### 9.4. Proyección de flujo de caja libre

A continuación se presenta, en términos reales, el flujo de caja libre proyectado para los años 2016 a 2020, además del primer año de la proyección implícita (año 2021):

Cuadro 38: Proyección flujo de caja 2016 S2- 2021

Flujo de caja (MM\$ COP Reales)	2016 S2	2.017	2.018	2.019	2.020	2021 - oo
<b>Utilidad neta</b>	<b>284.987</b>	<b>580.808</b>	<b>658.426</b>	<b>790.564</b>	<b>947.023</b>	<b>947.023</b>
Depreciaciones y amortizaciones	92.668	185.336	185.336	185.336	185.336	185.336
Ingresos por dividendos y financieros (después de Impuestos)	- 2.562	- 33.254	- 33.254	- 33.254	- 33.254	- 33.254
Gastos financieros (después de Impuestos)	52.280	137.416	171.770	171.770	171.770	171.770
Otros ingresos y egresos, neto (después de Impuestos)	168	168	168	168	168	168
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	- 34.511	- 24.093	- 24.093	- 24.093	- 24.093	- 24.093
Pérdida por la posición monetaria neta	12.881	28.506	28.506	28.506	28.506	28.506
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos (después de Impuestos)	- 2.435	- 2.883	- 2.883	- 2.883	- 2.883	- 2.883
<b>Flujo de caja bruto</b>	<b>403.477</b>	<b>872.005</b>	<b>983.977</b>	<b>1.116.115</b>	<b>1.272.574</b>	<b>1.272.574</b>
Inversión en Reposición	- 92.668	- 185.336	- 185.336	- 185.336	- 185.336	- 185.336
Nueva Inversión en Activo Fijo	- 221.037	- 259.888	- 306.693	- 363.143	-	-
Inversión en Capital de Trabajo	- 152.450	- 179.246	- 211.526	- 250.460	-	-
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>- 62.678</b>	<b>247.535</b>	<b>280.422</b>	<b>317.175</b>	<b>1.087.238</b>	<b>1.087.238</b>
Valor terminal					11.253.736	
FCL + Valor terminal	- 62.678	247.535	280.422	317.175	12.340.974	
<b>Fujos de caja descontados</b>	<b>- 57.156</b>	<b>205.840</b>	<b>212.644</b>	<b>219.325</b>	<b>7.781.904</b>	

Para determinar el FCL, se calculó el flujo de caja bruto, el cual incorpora el ajuste de la depreciación y amortización al 30 de Junio de 2016 constante para todos los años proyectados, además de la pérdida por la posición monetaria neta y diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos. Al mismo tiempo, se incorporan los siguientes ajustes después de impuestos: ingresos por dividendos y financieros, gastos financieros, otros ingresos y egresos y participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos.

Finalmente, para obtener el flujo de caja libre se incorporan los ajustes de inversión en reposición, nueva inversión en activo fijo e inversión en capital de trabajo, de acuerdo a lo estimado anteriormente, incluyendo el FCL del primer año de la proyección implícita, es decir, el año 2021.

En base al método de flujos de caja descontados, considerando la tasa de costo de capital promedio ponderado y el valor terminal sin crecimiento, se obtuvo el siguiente valor de los activos operacionales al 30 de Junio de 2016:

Cuadro 39: Valor de activos operacionales al 30-06-2016

Tasa de costo de capital (Ko)	9,66%
Valor activos operacionales	8.362.558

## 10. Valoración económica de la empresa y de su precio de acción

Una vez obtenido el valor de los activos operacionales, para determinar el valor económico del patrimonio se incorporan el disponible y equivalentes de efectivo, los activos prescindibles, el déficit en capital de trabajo neto y la deuda financiera de la compañía al 30 de Junio de 2016.

Cuadro 40: Valoración económica del precio de la acción

Conceptos al 30-06-2016	MM\$ COP Reales
Valor de los activos operacionales	8.362.558
Disponible y equivalentes de efectivo	174.274
Activos prescindibles	1.822.878
Exceso (déficit) en capital de trabajo neto	- 326.293
<b>Valor total de la empresa</b>	<b>10.033.417</b>
Deuda financiera	- 2.675.308
<b>Valor económico del patrimonio</b>	<b>7.358.109</b>
Precio de la acción (en términos reales)	15.992
<b>Precio estimado de la acción</b>	<b>18.962</b>
<b>Precio de mercado de la acción</b>	<b>25.100</b>

Finalmente el precio de la acción corresponde al valor económico del patrimonio dividido por el total de acciones suscritas y pagadas de la compañía, obteniéndose así un precio por acción de COP 18.962 al 30 de Junio de 2016, lo cual hace creer que la acción de Grupo Nutresa S.A. se encuentra sobrevalorada en el mercado.

## **11. Conclusiones**

A través del análisis efectuado a lo largo de este informe, considerando los estados financieros emitidos por la compañía entre los años 2012 y el primer semestre del año 2016, además de la información recopilada en otras fuentes relacionadas, tales como la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y el Banco de la República de Colombia, se logró establecer que el precio de la acción de Grupo Nutresa S.A. se encuentra sobrevalorado en el mercado al 30 de Junio de 2016.

Conforme lo anterior, mediante los supuestos necesarios para realizar la valoración por FCD, se determinó que el precio de la acción de la compañía al 30 de Junio de 2016 era de COP 18.962, mientras que en esa misma fecha se transaba en el mercado a COP 25.100, es decir, por medio de la metodología provista por FCD se puede afirmar que la acción de Grupo Nutresa S.A. debió estar transándose un 24,45% más bajo de lo que se transó en la fecha analizada.

## 12. Bibliografía

- Fernández L., Pablo (2005). Valoración de empresas. Editorial Gestión 2000, 3° edición.
- Maquieira V., Carlos (2010). Finanzas corporativas, Teoría y práctica. Editorial Andrés Bello, 3° edición.
- Aswath Damodaran (2002). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. Second edition.
- Grupo Nutresa S.A. Estados financieros consolidados, Años 2012 a 2015. Sitio web: <https://www.gruponutresa.com/inversionistas/>
- Grupo Nutresa S.A. Estados financieros intermedios consolidados, 1° Semestre 2016. Sitio Web: <https://www.gruponutresa.com/inversionistas/>
- Departamento administrativo nacional de estadística (DANE), IPC de Colombia. Sitio web: <http://www.dane.gov.co/>
- Conagra Foods Inc. Información sobre la empresa y sus estados financieros. Sitio web: <http://www.conagrabrands.com/>
- Hormel Foods Corporation. Información de la empresa y sus estados financieros. Sitio web: <http://www.hormelfoods.com/>
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Información del mercado colombiano. Sitio web: <http://www.bvc.com.co/>
- Banco de la República de Colombia. Información del mercado colombiano. Sitio web: <http://www.banrep.gov.co/>

## 13. Anexos

### 13.1. Estado de situación financiera de Grupo Nutresa, en MM\$ COP Reales.

Estado de situación financiera (MM\$ COP)	2.012	2.013	2.014	2.015	2016 S1
<b>ACTIVO</b>					
<b>Activo corriente</b>					
Disponibles y equivalentes de efectivo	291.812	407.580	354.001	253.560	174.274
Deudores, neto	657.872	814.047	860.371	778.486	691.254
Inventarios, neto	555.796	711.535	819.151	915.598	914.048
Diferidos y otros activos	32.215	46.787	35.508	195.678	235.879
Activos biológicos	-	-	-	47.083	50.083
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	-	63.534	55.410
<b>Total activo corriente</b>	<b>1.537.695</b>	<b>1.979.949</b>	<b>2.069.031</b>	<b>2.253.940</b>	<b>2.120.949</b>
<b>Activo no corriente</b>					
Inversiones permanentes, neto	330.090	351.028	360.370	-	-
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	23.988	26.955	29.203	23.692	22.088
Propiedades, planta y equipo, neto	1.135.785	1.428.394	1.538.483	2.999.248	2.793.256
Intangibles, neto	1.025.441	1.999.584	1.944.515	1.045.885	974.214
Diferidos y otros activos	32.150	68.700	61.388	351.099	345.833
Valorizaciones	4.866.415	4.524.756	4.909.556	-	-
Activos biológicos no corrientes	-	-	-	5.051	5.474
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	-	-	-	96.634	135.996
Otros activos financieros no corrientes	-	-	-	3.029.763	3.167.679
Propiedades de inversión	-	-	-	73.031	65.249
Crédito mercantil	-	-	-	1.802.358	1.702.218
<b>Total activo no corriente</b>	<b>7.413.869</b>	<b>8.399.416</b>	<b>8.843.515</b>	<b>9.426.760</b>	<b>9.212.007</b>
<b>TOTAL DEL ACTIVO</b>	<b>8.951.564</b>	<b>10.379.365</b>	<b>10.912.546</b>	<b>11.680.700</b>	<b>11.332.955</b>
<b>PASIVO</b>					
<b>Pasivo corriente</b>					
Obligaciones financieras	96.662	399.840	426.621	939.256	727.181
Proveedores	170.648	293.449	282.041	-	-
Cuentas por pagar	259.456	333.115	372.555	-	-
Proveedores y cuentas por pagar	-	-	-	731.645	726.842
Impuestos, gravámenes y tasas	119.215	156.491	121.977	152.743	173.043
Obligaciones laborales	102.371	128.651	117.848	142.377	109.489
Pasivos estimados y provisiones	5.559	8.084	9.006	3.913	2.447
Diferidos y otros pasivos	3.761	3.099	4.021	23.614	19.076
<b>TOTAL DEL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>757.672</b>	<b>1.322.729</b>	<b>1.334.069</b>	<b>1.993.549</b>	<b>1.758.078</b>
<b>Pasivo no corriente</b>					
Obligaciones financieras	593.692	1.558.940	1.582.541	1.803.423	1.948.126
Cuentas por pagar	166	164	158	141	134
Impuestos, gravámenes y tasas	18.988	-	-	-	-
Obligaciones laborales	7.598	7.096	6.711	187.498	191.284
Pasivos estimados y provisiones	22.729	45.070	45.338	-	-
Diferidos y otros pasivos	125.467	156.540	162.158	567.112	537.800
<b>Total del pasivo no corriente</b>	<b>768.640</b>	<b>1.767.809</b>	<b>1.796.906</b>	<b>2.558.173</b>	<b>2.677.344</b>
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>1.526.312</b>	<b>3.090.538</b>	<b>3.130.974</b>	<b>4.551.722</b>	<b>4.435.422</b>
<b>INTERÉS MINORITARIO</b>	<b>16.294</b>	<b>18.844</b>	<b>22.458</b>	-	-
<b>PATRIMONIO</b>					
Capital social	2.301	2.257	2.178	2.040	1.941
Superávit de capital	546.831	536.436	517.507	484.698	461.175
Reservas	1.029.856	1.258.192	1.385.526	1.726.144	3.109.835
Revalorización del patrimonio	795.117	747.301	772.145	-	-
Efecto conversión estados financieros	-162.791	-170.247	-183.205	-	-
Resultados del ejercicio	345.507	373.007	357.324	379.503	194.886
Otro resultado integral acumulado	-	-	-	3.163.897	3.099.643
Utilidad acumulada	-	-	-	1.342.241	-
Superávit por valorización	4.852.137	4.523.038	4.907.639	-	-
<b>Total del patrimonio</b>	<b>7.408.958</b>	<b>7.269.983</b>	<b>7.759.114</b>	<b>7.098.524</b>	<b>6.867.479</b>
Participaciones no controladoras	-	-	-	30.455	30.054
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO E INTERÉS MINORITARIO</b>	<b>8.951.564</b>	<b>10.379.365</b>	<b>10.912.546</b>	<b>11.680.700</b>	<b>11.332.955</b>



### 13.2. Estado de resultados integrales de Grupo Nutresa, en MM\$ COP Reales.

Estado de Resultados Integrales (MM\$ COP)	2.012	2.013	2.014	2.015	2016 S1
<b>Ingresos operacionales</b>	5.305.782	5.786.338	6.115.240	7.042.622	3.546.555
Costo de ventas	-3.064.460	-3.198.978	-3.399.358	-3.995.041	-2.023.462
<b>Utilidad bruta</b>	<b>2.241.322</b>	<b>2.587.360</b>	<b>2.715.882</b>	<b>3.047.581</b>	<b>1.523.093</b>
<b>Gastos operacionales de:</b>					
Administración	-270.303	-340.971	-386.141	-329.563	-163.600
Ventas	-1.326.976	-1.476.553	-1.612.466	-1.900.834	-951.859
Producción	-122.931	-131.970	-113.167	-121.829	-58.448
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	-	-	-	2.321	13.313
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	-	-	-	-3.924	7.216
<b>Utilidad operacional</b>	<b>521.112</b>	<b>637.866</b>	<b>604.109</b>	<b>693.753</b>	<b>369.714</b>
<b>Otros ingresos (egresos) - neto</b>					
Ingresos por dividendos y financieros	96.140	79.916	129.169	50.385	46.504
Gastos financieros	-117.209	-119.376	-191.769	-208.206	-128.994
Otros ingresos y egresos, neto	-13.923	-53.822	-26.995	-255	-
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	-	-	-	24.093	-10.418
Pérdida por la posición monetaria neta	-	-	-	-28.506	-15.625
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	-	-	-	4.368	678
<b>Total otros ingresos (egresos) - no operacionales</b>	<b>-34.992</b>	<b>-93.281</b>	<b>-89.595</b>	<b>-158.121</b>	<b>-107.855</b>
<b>Utilidad antes de provisión para impuesto de renta e interés minoritario</b>	<b>486.120</b>	<b>544.585</b>	<b>514.514</b>	<b>535.631</b>	<b>261.859</b>
Provisión para impuesto sobre la renta y CREE:					
Corriente	-105.932	-121.869	-113.221	-162.704	-82.824
CREE	-	-34.893	-30.726	-	-
Diferido	-32.525	-14.408	-10.962	14.555	17.676
<b>Utilidad antes de interés minoritario</b>	<b>347.663</b>	<b>373.415</b>	<b>359.605</b>	<b>387.483</b>	<b>196.711</b>
Interés minoritario	-2.156	-408	-2.282	-2.364	-1.617
<b>Utilidad neta</b>	<b>345.507</b>	<b>373.007</b>	<b>357.324</b>	<b>385.119</b>	<b>195.095</b>
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	-	-	-	-5.615	-208
<b>Utilidad neta del Ejercicio</b>	<b>345.507</b>	<b>373.007</b>	<b>357.324</b>	<b>379.503</b>	<b>194.886</b>

### 13.3. Índices de precios al consumidor en Colombia.

Año	Mes	IPC	Variación mensual (%)	Variación acumulada (%)
2012	Diciembre	111,8158	0,00%	0,00%
2013	Enero	112,1490	0,30%	0,30%
	Febrero	112,6471	0,44%	0,74%
	Marzo	112,8788	0,21%	0,95%
	Abril	113,1643	0,25%	1,21%
	Mayo	113,4797	0,28%	1,49%
	Junio	113,7462	0,23%	1,73%
	Julio	113,7973	0,04%	1,77%
	Agosto	113,8922	0,08%	1,86%
	Septiembre	114,2258	0,29%	2,16%
	Octubre	113,9293	-0,26%	1,89%
	Noviembre	113,6829	-0,22%	1,67%
	Diciembre	113,9825	0,26%	1,94%
2014	Enero	114,5368	0,49%	2,43%
	Febrero	115,2592	0,63%	3,08%
	Marzo	115,7136	0,39%	3,49%
	Abril	116,2432	0,46%	3,96%
	Mayo	116,8056	0,48%	4,46%
	Junio	116,9144	0,09%	4,56%
	Julio	117,0913	0,15%	4,72%
	Agosto	117,3292	0,20%	4,93%
	Septiembre	117,4886	0,14%	5,07%
	Octubre	117,6822	0,16%	5,25%
	Noviembre	117,8373	0,13%	5,39%
	Diciembre	118,1517	0,27%	5,67%
2015	Enero	118,9129	0,64%	6,35%
	Febrero	120,2799	1,15%	7,57%
	Marzo	120,9846	0,59%	8,20%
	Abril	121,6344	0,54%	8,78%
	Mayo	121,9543	0,26%	9,07%
	Junio	122,0824	0,10%	9,18%
	Julio	122,3085	0,19%	9,38%
	Agosto	122,8956	0,48%	9,91%
	Septiembre	123,7750	0,72%	10,70%
	Octubre	124,6193	0,68%	11,45%
	Noviembre	125,3708	0,60%	12,12%
	Diciembre	126,1495	0,62%	12,82%
2016	Enero	127,7775	1,29%	14,28%
	Febrero	129,4126	1,28%	15,74%
	Marzo	130,6339	0,94%	16,83%
	Abril	131,2819	0,50%	17,41%
	Mayo	131,9512	0,51%	18,01%
	Junio	132,5841	0,48%	18,57%