



**VALORACIÓN GRUPO NUTRESA S.A.
MEDIANTE MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS**

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

ALUMNO

Marcos Reinares Nuñez.

PROFESOR GUIA

José Olivares Rojas

Santiago, Julio 2018

Dedicatoria

Deseo dedicar este trabajo a mis padres y hermanos, por todo el apoyo y paciencia que me ha entregado durante todo el transcurso de este Magister.

Agradecimientos

Quiero agradecer a Alejandra por haberme ayudado durante gran parte de mi vida, para continuar mis estudios y desarrollarme como un buen profesional.

Indice de contenidos	
Dedicatoria.....	2
Agradecimientos	3
Resumen Ejecutivo	6
1. Metodología	8
1.1. Introducción	8
1.2. Modelo de Flujo de Caja Descontado.....	8
2. Descripción de la empresa e industria.....	10
2.1 Aspectos Generales.....	10
2.2 Segmentos de operación	11
2.3. Filiales.....	17
2.4. Principales accionistas	20
2.5. Empresas comparables.....	21
3. Financiamiento de la empresa.....	23
3.1 Bono Perú, Julio de 2008	23
3.2 Bonos Colombia.....	24
3.3 Deuda Financiera	26
3.4 Patrimonio económico Grupo Nutresa S.A.....	26
4. Estimación estructura de capital	27
5. Estimación de la estructura del Costo Patrimonial de la Empresa y de su capital.....	28
5.3 Beta de la Acción.....	29
5.4 Beta Patrimonial Sin Deuda.....	31
6. Análisis operacional del negocio y de la industria.....	33
6.1 Estado de resultado	33
6.2 Tasa de crecimiento de Grupo Nutresa	36
6.3 Análisis de costos de la operación	39
6.4 Análisis de cuentas operacionales y no operacionales.....	43
7. Proyección de estado de resultado	44
8. Proyección de flujo de caja libre.....	48
8.1. Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles:.....	48
8.2. Estimación de la Inversión de Reposición	49
8.3. Estimación de la Inversión en nuevos activos fijos	49
8.4. Inversión en capital de trabajo	49
8.5 Proyección de flujo de caja libre.....	51
9. Valoración económica de la empresa y su precio de acción.....	52
10. Conclusiones	53
11. Bibliografía	54
12. Anexos	60

Índice de cuadros

Cuadro 1 Ventas en COP\$(2016) y porcentaje de participación por país.....	10
Cuadro 2: Resumen de las diferentes líneas de negocios de la compañía, ingreso de actividades ordinarias y EBITDA por segmento.	11
Cuadro 3: Filiales Grupo Nutresa	17
Cuadro 4: Principales Accionistas Grupo Nutresa S.A.....	20
Cuadro 5: Bono Perú, Julio de 2008	23
Cuadro 6: Bono C10, Agosto de 2009, Colombia	24
Cuadro 7: Bono C12, Agosto de 2009, Colombia	25
Cuadro 8: Deuda financiera Grupo Nutresa S.A.....	26
Cuadro 9 : Patrimonio económico Grupo Nutresa S.A.....	26
Cuadro 10 : Estructura de capital Grupo Nutresa S.A	27
Cuadro 11 : Resultados de la regresión.....	28
Cuadro 12: Estado de resultado, valores expresados en millones de pesos colombianos.....	33
Cuadro 13: Estado de resultado, valores expresados en porcentajes (%), en relación al ingreso operacional.....	34
Cuadro 14: Tasa de crecimiento de ventas por línea de negocio	36
Cuadro 15: Tasa de crecimiento de ventas en relación al porcentaje de ventas que representa cada línea de negocio del total de ventas anuales (portfolio).....	37
Cuadro 16: Crecimiento del PIB per capita anual.....	38
Cuadro 17 : Participación de mercado	38
Cuadro 18 : Porcentajes de evolución de participación de mercado.....	39
Cuadro 19: Costos operacionales aperturados	40
Cuadro 20: Total Depreciación y Amortización	41
Cuadro 21: Resumen de costos operacionales	42
Cuadro 22 : Clasificación operacional y no operacional	43
Cuadro 23 : Tasas de crecimiento por portfolio.....	45
Cuadro 24: Proyección de los ingresos operacionales, valores expresados en millones de pesos colombianos	45
Cuadro 25: Costos de operación 2013-20171S, valores expresados en millones de pesos colombianos	46
Cuadro 26: Estado de resultado proyectado, expresado en millones de pesos colombianos	47
Cuadro 27 : Depreciación y Amortización	48
Cuadro 28: Inversión en reposición, valores expresado en millones de pesos colombianos	49
Cuadro 29: Capital de trabajo neto	50
Cuadro 30: Proyección de inversión en capital de trabajo.....	50
Cuadro 31: Estimación de flujos de caja.....	51
Cuadro 32: Resumen valoración económica.....	52

Resumen Ejecutivo

Este trabajo tiene como objetivo realizar una estimación del valor de mercado de la empresa Nutresa S.A., fundada en 1920, tiene su sede matriz en Colombia, el rubro al cual se dedica es el de la producción de alimentos envasados y opera a través de ocho unidades de negocio: Cárnicos, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti -TMLUC-, Cafés, Alimentos al Consumidor, Helados y Pastas. Tiene presencia en casi todo el continente americano. Ocupa el primer lugar en ventas en Colombia y es la tercera a nivel suramericano.

Para realizar la valorización de esta empresa, consideramos la información pública existente respecto de Balances, Estados de Resultados, etc. Junto con lo anterior se utilizó el método de Flujo de Caja Descontado para realizar la valorización de esta al 30 de junio de 2017.

Considerando el método de Flujo de Caja descontado y con la información obtenida de la empresa al 30 de junio de 2017, se obtuvieron los siguientes resultados:

Valorización económica	COP\$
Valor Presente Flujo de Caja y Valor Terminal	8.470.651
Exceso (déficit) Capital de Trabajo	727.082
Activos Prescindibles	8.140.535
Valor Económico de los Activos	17.338.268
Menos: Deuda Financiera (Junio 2017)	3.170.727
Patrimonio Económico	14.167.541
Total acciones emitidas y pagadas :	460.123.454
Precio de mercado al 30 de Junio 2017	26.400,00
Precio determinado al 30 de Junio 2017	30.790,74

Es posible observar que el precio de la acción mediante este método es de 30.790,74 pesos colombianos, cifra mayor a la registrada por la acción en la bolsa de Colombia al 30 de junio de 2017 que es de 26.400 pesos colombianos, por lo cual, considerando los supuestos de crecimiento, inversiones y deuda. Se concluye que la acción se encuentra subvalorada según método de FCD.

Según los resultados obtenidos en la valorización por múltiplos se llegó a una gran variedad de resultados desde COP\$13.365,94 hasta COP\$59.390,81, nuestra conclusión según método de múltiplos se basará en los ratios Price Sales Ratio (PS) y el Enterprise Value to Sales, con sus valores de COP\$13.365,94 y COP\$15.619,05 respectivamente, los cuales son los ratios que nos dicen la relación que existe entre el precio de cotización y las ventas por acción, o de forma análoga

la relación entre la capitalización bursátil y las ventas, creemos que son los más representativos de todos los ratios obtenidos. Son ratios usados para comparar empresas del mismo sector, lo cual, es ideal para la valorización que estamos realizando. El resultado obtenido es bajo, respecto del valor de COP\$26.400, por lo cual la empresa se encuentra sobrevalorada.

1. Metodología

1.1. Introducción

El presente informe tiene como objetivo la valorización de Nutresa S.A., empresa de capitales colombianos y con presencia en casi todo el continente americano. En la actualidad nos encontramos con una gran variedad de métodos para valorizar una empresa, cada uno con técnicas distintas respecto a otros y, además, con resultados distintos. Estos resultados son difíciles que sean exactos, ya que dependen mucho tanto de factores internos como externos para llegar a un resultado.

Si bien existen una gran variedad de métodos para realizar lo anterior, utilizaremos el método de Flujo de Caja Descontado el cual es uno de los más utilizados en la actualidad.

1.2. Modelo de Flujo de Caja Descontado.

El caso del método de Flujo de Caja Descontado se basa en medir la capacidad de la empresa de generar riqueza futura y está dentro de las metodologías más usada entre los tomadores de decisiones, ya que, además de utilizar técnicas científicas y teóricamente precisas, implica un análisis acabado de las variables de operación de la empresa, como la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Tiene como base el valor del dinero en el tiempo, es decir, trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero —cash flows— que generará en el futuro, estos flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente utilizando una tasa de descuento según el riesgo de estos flujos. Para ello se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y para obtener el valor de esta se calcula el valor de dichos flujos utilizando una tasa de descuento idónea, que represente el costo de capital para la empresa de acuerdo con el riesgo y la volatilidad del mercado en que está inserta. La utilización de este método implica que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple

esta condición no podría valorarse así. Para todo lo anterior la determinación de la tasa de descuento se considera un aspecto clave.

La tasa de descuento se determina como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas o costo patrimonial (k_p). Luego, al realizar el cálculo del costo de capital o “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés), se realiza el descuento de los Flujos de Caja Libre Totales para así obtener el valor total de una empresa.

Finalmente, para realizar la valorización de la empresa utilizando este método, se hace necesario que esta tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, sin este requisito no podría utilizarse este método para valorarla, ante lo cual se debiese usar el método del Valor Presente Ajustado.

2. Descripción de la empresa e industria

2.1 Aspectos Generales

Grupo Nutresa es la empresa líder de alimentos procesados en Colombia y uno de los más importantes en América Latina. La empresa cuenta con 8 unidades de negocios; Cárnicos, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti (TMLUC), Café, Alimentos al consumidor, Helados y Pastas. La compañía cuenta con una red de distribución y plantas en 14 países, 46 plantas. Las ventas consolidadas fueron de COPM\$8.676 anuales (año 2016), generando utilidades netas en el mismo año de COPM\$576.

En Colombia las ventas fueron de COPM\$5.362 lo que representa el 62% proviene de sus operaciones en Colombia, en segundo lugar se encuentran las ventas en Centroamérica con un 10% y compartiendo el tercer lugar con un 8% respectivamente se encuentran las ventas de EEUU y Chile. El siguiente cuadro muestra un resumen de las ventas en COP\$ por países donde la compañía tiene operaciones.

Cuadro 1 Ventas en COP\$(2016) y porcentaje de participación por país.

País	Ventas	%
Colombia	5.362.653	62%
Centroamérica	828.011	10%
Estados Unidos	707.255	8%
Chile	709.093	8%
México	295.616	3%
Venezuela	188.536	2%
República Dominicana y Caribe	145.384	2%
Perú	180.463	2%
Ecuador	121.140	1%
Otros	138.489	2%
Total	8.676.640	100%

2.2 Segmentos de operación

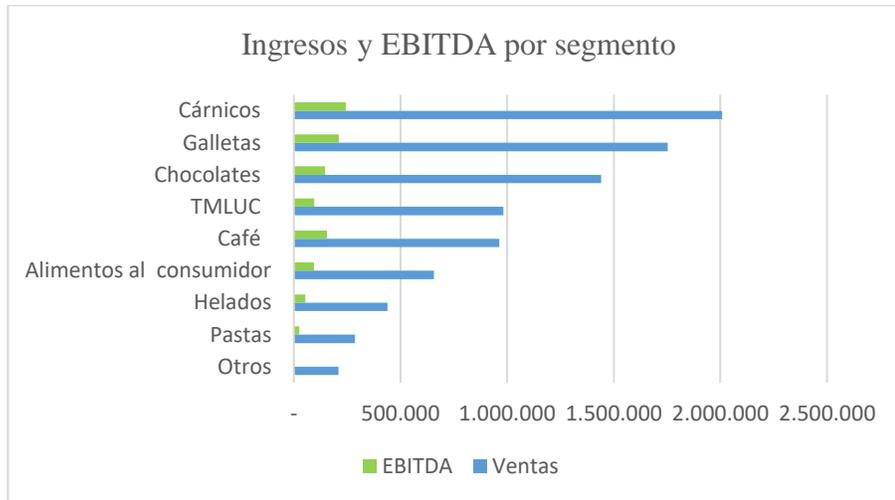
La empresa ha definido una estructura de negocio que cuenta con 8 líneas de negocios, las cuales están soportadas por empresas estructuradas por canal, en el caso de Colombia y compañías propias de distribución a nivel nacional.

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

Cuadro 2: Resumen de las diferentes líneas de negocios de la compañía, ingreso de actividades ordinarias y EBITDA por segmento.

Segmentos	Ventas	%	EBITDA	%
Cárnicos	2.008.905	23%	243.474	24%
Galletas	1.752.315	20%	210.719	20%
Chocolates	1.441.504	16%	146.625	14%
TMLUC	982.166	11%	96.172	9%
Café	963.632	11%	155.038	15%
Alimentos al Consumidor	657.034	8%	94.196	9%
Helados	438.438	5%	53.403	5%
Pastas	286.999	3%	26.059	3%
Otros	208.792	2%	3.267	0%

Ilustración N°1, Ingresos y EBITDA por segmento



Los segmentos de operación reflejan la estructura de Grupo Nutresa, los negocios son considerados combinando áreas geográficas y tipo de productos. Los segmentos para los cuales se presenta información financiera son;

Cárnicos:

Producción y comercialización de carnes procesadas (salchichas, salchichones, jamones, mortadelas y hamburguesas), carnes maduradas (jamón serrano, chorizo español, salami), platos listos congelados, productos larga vida (enlatados) y champiñones.

Es el segmento más importante para la compañía, representa un 23% del total de ventas y un 24% del total EBITDA.

Con presencia en 3 países Colombia, Panamá y Venezuela. Líder en participación de mercado en Colombia y Panamá. Las principales empresas de cárnicos son: (a) Colombia; Industria de Alimentos Zenú S.A.S., Alimentos Cárnicos S.A.S y Setas Colombianas S.A.; (b) Panamá Alimentos Cárnicos Panamá y Ernesto Berard S.A. y; (c) Venezuela; Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela S.A.

Plantas de producción; 9 Colombia, 1 Panamá y 1 Venezuela.

Marcas en cárnicos;



Galletas:

Producción y comercialización de galletas dulces de las líneas saborizadas, cremadas y wafers, saladas tipo cracker y pasabocas.

Es el segundo segmento más importante para la compañía, representa un 20% del de total de las ventas y del total EITDA.

Es Líder en participación de mercados en Colombia y Centroamérica. Las principales fábricas del negocio de galleta son: (a) Colombia; Compañía de Galletas Noel S.A.S, Litoempaqués S.A.S.; (b) Costa Rica, Compañía de Galletas Pozuelo DCR S.A. y (c). Estados Unidos, AbiMar Foods Inc.

8 plantas de producción; 4 en Colombia, 1 en Centroamérica y 3 en Estados Unidos.

Marcas en galletas;



Chocolates:

Producción y comercialización de chocolatinas, chocolate (en barra y modificadores), golosinas de chocolate, pasabocas, barras de cereal y nueces.

Es líder en Colombia en las categorías de golosinas 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 chocolate.

5 plantas de producción; 2 Colombia, 1 Centroamérica, 1 México y 1 Perú

Marcas en Chocolates



TMLUC:

Es la sigla de Tresmontes Lucchetti, en esta unidad de negocio se producen y comercializan: bebidas instantáneas frías, pastas, café, snacks, aceites comestibles, jugos, sopas, postres y té.

Líder en Chile en la categoría de bebidas instantáneas frías y con participación significativa en México. Presencia directa en 13 países.

Las principales empresas del negocio TMLUC son; (a) Chile, Tresmontes Lucchetti S.A.y; (b) México, TMLUC México S.A. de CV.

4 plantas de producción; 3 Chile, 1 México

Marcas de TMLUC;



Café:

Producción y comercialización de cafés tostados y molido, café soluble (en polvo, granulado y liofilizado) y extractos de café.

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 directa en 12 países.

5 plantas de producción; 4 en Colombia y 1 en Malasia

Las principales empresas del negocio Cafés son: (a) Colombia; Industria Colombiana de Café S.A.S, Tropical Coffee Company S.A.S. y Industrias Aliadas S.A., (b) Malasia; Dan Kaffe (Malaysia) Sdn Bhd.

Marcas en Cafés;



Alimentos al consumidor:

Formatos establecidos para venta directa al consumidor como restaurantes y heladerías. Se ofrecen productos del tipo hamburguesas, carnes preparadas, pizzas, helados y yogures.

Líder en los segmentos de fast casual y casual dining en Colombia. Además opera importantes cadenas de heladerías en Centroamérica y República Dominicana, en donde es líder de la categoría.

844 Puntos de venta: 378 en Colombia, 184 en Centroamérica y 282 República Dominicana y el Caribe.

Las principales empresas del Negocio Alimentos al Consumidor son: (a) Colombia, grupo el Corral; (b) República Dominicana, Helados Bon S.A. y (c) Costa Rica, Helados Pops.

Helados:

Incluye paletas de agua o leche, conos, litros de helados, postres, vasos y galletas de helado.

Líder de participación de mercados en Colombia en la categoría de helados, con 3 plantas de producción en Colombia.

La principal empresa del negocio de helados es Meals de Colombia S.A.S.

Marcas en Helados;



Pastas:

Se producen y comercializan en Colombia pastas alimenticias en los formatos de corta, larga, al huevo, con verduras, con mantequilla e instantáneas.

Líder en Colombia en términos de participación en el mercado de pastas, con 2 plantas de producción.

Las principales empresas del negocio de pastas son: Productos Alimenticios Doria S.A.S. y Pastas Comarrico S.A.S. ambas en Colombia.

Marcas en Pastas;



2.3. Filiales

Cuadro 3: Filiales Grupo Nutresa

Denominación	Actividad principal	Moneda funcional	% participación	
			jun-17	dic-16
Colombia				
Industria Colombiana de Café S.A.S	Producción de café y productos relacionados	COP	100,00%	100,00%
Compañía Nacional de Chocolates S.A.S.	Producción de chocolates, sus derivados y otros productos relacionados.	COP	100,00%	100,00%
Compañía de Galletas Noel S.A.S.	Producción de galletas, cereales, entre otros.	COP	100,00%	100,00%
Industria de Alimentos Zenú S.A.S.	Producción y comercialización de carnes y sus derivados	COP	100,00%	100,00%
Productos Alimenticios Doria S.A.S.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales	COP	100,00%	100,00%
Molino Santa Marta S.A.S.	Molituración de granos	COP	100,00%	100,00%
Alimentos Cárnicos S.A.S.	Producción de carnes y sus derivados	COP	100,00%	100,00%
Tropical Coffee Company S.A.S.	Montaje y explotación de industrias de café	COP	100,00%	100,00%
Litoempaques S.A.S.	Producción o fabricación de material de empaque	COP	100,00%	100,00%
Pastas Comarrico S.A.S.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales	COP	100,00%	100,00%
Novaventa S.A.S.	Comercialización de alimentos y otros artículos mediante canal de venta directa	COP	100,00%	100,00%
La Recetta Soluciones Gastronómicas Integrales S.A.S.	Distribución de alimentos mediante canal institucional	COP	70,00%	70,00%
Meals Mercadeo de Alimentos de Colombia S.A.S.	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros	COP	100,00%	100,00%
Servicios Nutresa S.A.S.	Prestación de servicios empresariales especializados	COP	99,48%	99,48%
Setas Colombianas S.A.	Producción y comercialización de champiñones	COP	-	100,00%
Alimentos Cárnicos Zona Franca Santa Fe S.A.S.	Prestación de servicios logísticos	COP	100,00%	100,00%
Gestión Cargo Zona Franca S.A.S.	Prestación de servicios logísticos	COP	100,00%	100,00%
Comercial Nutresa S.A.S.	Comercialización de productos alimenticios	COP	100,00%	100,00%
Industrias Aliadas S.A.S.	Prestación de servicios relacionados con el café	COP	100,00%	100,00%
Opperar Colombia S.A.S.	Prestación de servicios de transporte	COP	100,00%	100,00%
Fideicomiso Grupo Nutresa	Gestión de recursos financieros	COP	100,00%	100,00%
Fondo de Capital Privado "Cacao para el Futuro" - Compartimento A	Inversión en producción de cacao	COP	83,41%	83,41%
IRCC S.A.S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100,00%	100,00%
LYC S.A.S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100,00%	100,00%
PJ COL S.A.S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100,00%	100,00%
Panero S.A.S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100,00%	100,00%

Denominación	Actividad principal	Moneda funcional	% participación	
			jun-17	dic-16
New Brands S.A.	Producción de lácteos y helados	COP	100,00%	100,00%
Schadel Ltda.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	99,88%	99,88%
Tabelco S.A.S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor	COP	100,00%	100,00%
Chile				
Tresmontes Lucchetti S.A.	Prestación de servicios empresariales especializados	CLP	100,00%	100,00%
Nutresa Chile S.A.	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes Lucchetti Agroindustrial S.A.	Producción agrícola e industrial	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes Lucchetti Servicios S.A.	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes S.A.	Producción y comercialización de alimentos	CLP	100,00%	100,00%
Inmobiliaria Tresmontes Lucchetti S.A.	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100,00%	100,00%
Lucchetti Chile S.A.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales	CLP	100,00%	100,00%
Novaceites S.A.	Producción y comercialización de aceites vegetales	CLP	50,00%	50,00%
Inmobiliaria y rentas Tresmontes Lucchetti	Gestión financiera y de inversiones	CLP	100,00%	100,00%
Costa Rica				
Compañía Nacional de Chocolates DCR S.A.	Producción de chocolates y sus derivados	CRC	100,00%	100,00%
Compañía de Galletas Pazuelo DCR S.A.	Producción de galletas y otros relacionados	CRC	100,00%	100,00%
Cía. Americana de Helados S.A.	Producción de venta de helados	CRC	100,00%	100,00%
Servicios Nutresa CR S.A.	Prestación de servicios empresariales especializados	CRC	100,00%	100,00%
Guatemala				
Comercial Pozuelo Guatemala S.A.	Distribución y comercialización de productos alimenticios	QTZ	100,00%	100,00%
Distribuidora POPS S.A.	Comercialización de helados	QTZ	100,00%	100,00%
México				
Nutresa S.A. de C.V.	Producción y comercialización de productos alimenticios	MXN	100,00%	100,00%
Serrer S.A. de C.V.	Servicios de personal	MXN	100,00%	100,00%
Comercializadora Tresmontes Lucchetti S.A. de C.V.	Comercialización de productos alimenticios	MXN	100,00%	100,00%
Servicios Tresmontes Lucchetti S.A. de C.V.	Prestación de servicios empresariales especializados	MXN	100,00%	100,00%
Tresmontes Lucchetti México S.A. de C.V.	Productos y comercialización de alimentos	MXN	100,00%	100,00%
TMLUC Servicios Industriales S.A. de C.V.	Prestación de servicios empresariales especializados	MXN	100,00%	100,00%
Panamá				
Promociones y Publicidad las Américas S.A.	Gestión financiera y de inversiones	PAB	100,00%	100,00%
Alimentos Cárnicos de Panamá S.A.	Producción de carnes y sus derivados	PAB	100,00%	100,00%
Comercial Pozuelo Panamá S.A.	Producción de galletas y otros relacionados	PAB	100,00%	100,00%
American Franchising Corp. (AFC)	Gestión financiera y de inversiones	USD	100,00%	100,00%
Aldage, Inc.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100,00%	100,00%

Denominación	Actividad principal	Moneda funcional	% participación	
			jun-17	dic-16
LYC Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100,00%	100,00%
Sun Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100,00%	100,00%
Estados Unidos de América				
Abimar Foods Inc.	Producción y comercialización de productos alimenticios	USD	100,00%	100,00%
Cordialsa Usa, Inc.	Comercialización de productos alimenticios	USD	100,00%	100,00%

Denominación	Actividad Principal	País de Constitución	Moneda funcional	% participación Grupo Nutresa	
				jun-17	dic-16
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 S.A.	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%
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%

2.4. Principales accionistas

Cuadro 4: Principales Accionistas Grupo Nutresa S.A.

Nombre accionista	Cantidad de acciones	% de participación
Grupo de Inversiones Suramericana S.A	161.313.707	35,06%
Grupo Argos S.A.	38.566.145	8,38%
Fondo de pensiones obligatorias porvenir moderado	26.715.393	5,81%
Fondo de pensiones obligatorias protección moderado	20.079.337	4,36%
Amalfi S.A.	11.296.142	2,46%
Microinversiones S.A.	10.751.984	2,34%
Fondo de pensiones obligatorias colfondos moderado	8.331.526	1,81%
Inversiones el Duero S.A.S.	6.997.636	1,52%
Fondo bursatil ishahares colcap	5.697.180	1,24%
Libreville S.A.S.	5.514.904	1,20%
Norges bank	5.055.518	1,10%
Fundación fraternidad medellin	4.520.000	0,98%
Finesterre S.A.S	3.806.654	0,83%
New world fund inc	3.341.557	0,73%
Palacio restrepo clara ines	2.804.653	0,61%
Consultorias de inversiones S.A.	2.494.677	0,54%
Old Mutual fondo de pensiones obligatorias – moderado	2.363.183	0,51%
Palacio restrepo ana maria	2.343.636	0,51%
Canapa S.A.S.	2.288.981	0,50%
Lunapa S.A.S.	2.288.980	0,50%

Al 31 de diciembre de 2016 las acciones ordinarias se encuentran en poder de 13.167 accionistas.

(2015 – 14.576 accionistas)

2.5. Empresas comparables

Alicorp S.A.

Nombre de la Empresa: Alicorp S.A.

Ticker o Nemotécnico: Alicorp.

Clase de Acción: AlicorC1 – Acciones comunes.

AlicorI1- Acciones preferente.

Mercado donde se transa sus acciones: Bolsa de valores de Perú.

Descripción de la Empresa (profile): Es la empresa de consumo más grande de Perú y también cuenta con operaciones en 6 países de Latinoamérica. Empresa listada en la bolsa de Perú desde 1980. Dedicada a la producción, exportación, importación, distribución y comercialización de productos de consumo masivo, principalmente alimentos y de limpieza. Las siguientes son las líneas de negocio:

- Consumo masivo, dedicada a las operaciones de productos tales como aceites domésticos, fideos, galletas, harinas domésticas, detergentes, jabones, entre otros.
- La segunda línea de negocio es Alicorp Soluciones, dedicada a la gestión de productos industriales como harinas industriales, mantecas industriales, entre otros.
- La tercera línea es nutrición animal, dedica a la gestión de productos de alimentos para diferentes animales.

Sector e Industria (Clasificación Industrial): Industrial

Negocios en los que se encuentra: Los negocios en los que se encuentra son consumo masivo, productos industriales, nutrición animal. Ebitda 802.3 millones de soles peruanos al 30 de junio 2017.

Hormel Foods Corporation

Nombre de la empresa: Hormel Foods Corporation

Ticker o Nemo-técnico: HRL

Clase de acción: Acciones comunes - Comunes

Mercado donde se transan sus acciones: NYSE - S&P 500 Component

Sector e industria (Clasificación Industrial): Bienes de consumo – Productos de carne

Descripción: Es una empresa dedicada a la producción y comercialización de diversos productos cárnicos y todo tipo de alimentos en todo el mundo. Los principales productos de comercialización son carnes frescas, productos congelados, jamones, salchicha, productos no perecederos, harina y mantequilla de maní.

Los segmentos en que presenta operación son; Grocery Products, Refrigerated foods, Jennie-O Turkey Store, Specialty Foods. International & Others.

3. Financiamiento de la empresa

Según estados financieros al 31 de diciembre de 2016 la empresa tiene 3 bonos vigentes al cierre.

Grupo Nutresa a través de Grupo Nacional de Chocolates S.A., en el mes de Julio de 2008 efectuó en Perú una emisión de bonos mediante oferta privada. Además realizó por medio de la misma empresa en el mes de Agosto de 2009 una emisión 500.000.000 de bonos ordinarios a un valor nominal de \$1.000 (pesos colombianos) por bono, los cuales fueron colocados en su totalidad en el mercado. A la fecha de nuestro análisis los bonos C5 y C7 se encuentran vencidos.

3.1 Bono Perú, Julio de 2008

Cuadro 5: Bono Perú, Julio de 2008

Bono Perú	Detalle
Serie Bono	Perú
Fecha de emisión	Julio 2008
Valor nominal	118.520.000
Moneda	Soles
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	Julio 2018
Tipo de bono	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	8,65625%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de gracia	No tiene periodo de gracia
Motivo de la emisión	Capitalización de Compañía Nacional de Chocolates de Perú S.A. con el objetivo de financiar proyectos de inversión y sustituir deuda.
Clasificación de riesgo	AAA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (Kb)	No informado
Precio de venta el día de la emisión	No informado
Valor de mercado	No informado
Precio de venta el día de la emisión	No informado
Valor de mercado	No informado

3.2 Bonos Colombia

Cuadro 6: Bono C10, Agosto de 2009, Colombia

Bono C10	Detalle
Serie Bono	C10
Nemotécnico	No informado
Fecha de emisión	Agosto 2009
Valor nominal	135.482
Moneda	Pesos colombianos
Tipo de colocación	Nacional, Colombia
Fecha de vencimiento	Agosto 2019
Tipo de bono	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	IPC + 5,33%
Periodicidad	Trimestre vencido
Número de pagos (N)	40
Periodo de gracia	No tiene periodo de gracia
Motivo de la emisión	Reestructuración de pasivos
Clasificación de riesgo	AAA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (Kb)	No informado
Precio de venta el día de la emisión	No informado
Valor de mercado	No informado

Cuadro 7: Bono C12, Agosto de 2009, Colombia

Bono C12	Detalle
Serie Bono	C12
Nemotécnico	No informado
Fecha de emisión	Agosto 2009
Valor nominal	134.162
Moneda	Pesos colombianos
Tipo de colocación	Nacional, Colombia
Fecha de vencimiento	Agosto 2021
Tipo de bono	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	IPC + 5,75%
Periodicidad	Trimestre vencido
Número de pagos (N)	48
Periodo de gracia	No tiene periodo de gracia
Motivo de la emisión	Reestructuración de pasivos
Clasificación de riesgo	AAA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (Kb)	No informado
Precio de venta el día de la emisión	No informado
Valor de mercado	No informado

3.3 Deuda Financiera

Cuadro 8: Deuda financiera Grupo Nutresa S.A.

Concepto	2013	2014	2015	2016	2017
Préstamos	1.403.018	1.617.489	2.537.306	2.692.485	2.772.304
Bonos	581.677	496.293	510.924	375.491	383.273
Arrendamientos	10.963	9.531	18.712	14.840	15.150
Deuda Bruta	1.995.658	2.123.313	3.066.942	3.082.816	3.170.727
Intereses causados y otros	21.414	20.964	27.322	41.942	-
Total	2.017.072	2.144.277	3.094.264	3.124.758	3.170.727
Corriente	418.135	455.480	1.059.660	847.689	656.202
No Corriente	1.598.937	1.688.797	2.034.604	2.277.429	2.514.525

Como es posible apreciar en el cuadro, en el año 2015 aumenta la deuda bancaria por la adquisición de Grupo El Corral se adquirieron obligaciones financieras por COP\$685.000.

3.4 Patrimonio económico Grupo Nutresa S.A.

Cuadro 9 : Patrimonio económico Grupo Nutresa S.A.

Concepto	2013	2014	2015	2016	2017
Precio en COP\$	26.440	28.600	22.620	24.900	26.400
Nº Acciones	460.123.458	460.123.458	460.123.458	460.123.458	460.123.458
Patrimonio Bursátil	12.165.664	13.159.531	10.407.993	11.457.074	12.147.259

Patrimonio económico de Grupo Nutresa, tiene una caída en el año 2015. Se observa según los estados de resultado que el resultado integral del periodo 2014 es de COP\$1.034.783 y en 2015 es de COP\$199.858.

4. Estimación estructura de capital

Esta estimación se realizó según el promedio histórico de los últimos 5 años según información extraída de los estados financieros; B/V deuda financiera sobre valor de la empresa, P/V Patrimonio contable sobre valor de la empresa y B/P deuda financiera sobre patrimonio contable.

Cuadro 10 : Estructura de capital Grupo Nutresa S.A

Concepto	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	30-06-2017
B/V	14%	14%	23%	21%	21%
P/V	86%	86%	77%	79%	79%
B/P	17%	16%	30%	27%	26%

Concepto	Promedio	Mínimo	Máximo	Mediana	Desv Estandar
B/V	18,7%	14,0%	22,9%	20,7%	3,8%
P/V	81,3%	77,1%	86,0%	79,3%	3,8%
B/P	23,2%	16,3%	29,7%	26,1%	5,6%

Para esta valorización consideraremos lo siguiente:

- Estructura de capital promedio, relación deuda financiera (B) / valor bursátil (V), que es un 18,7%
- La relación Patrimonio (P) / valor bursátil (V), que es un 81,3%; y
- La relación deuda financiera (B)/ patrimonio contable (P) que es un 23,2%.

5. Estimación de la estructura del Costo Patrimonial de la Empresa y de su capital.

En primer lugar se extrajeron los precios del índice COLCAP¹ desde el banco Central de Colombia desde 01 de Enero de 2011 al 30 de Junio de 2017, luego se descargaron desde bloomberg los precios semanales de la acción del Grupo Nutresa S.A.

Luego utilizando esta información se calcularon los retornos semanales del precio de la acción del Grupo Nutresa y del índice COLCAP.

Luego de estimar el Beta de la acción se obtuvieron los siguientes resultados.

Cuadro 11 : Resultados de la regresión

Item	07/12 al 06/14	07/14 al 06/16	07/15 al 06/17
Indice de regresión	0,33	0,42	0,36
p-Value (Significancia)	0,00000000001	0,00000000024	0,00000002512
Presencia bursátil	100%	100%	100%

Este cuadro indica que el riesgo de la acción se mantiene dentro de un rango de variación promedio de 0,36 para su beta. El valor de p es estadísticamente significativo.

Por lo tanto, frente al índice accionario de las 20 empresas más líquidas de Colombia (índice COLCAP), no muestran demasiada volatilidad los retornos de la acción del Grupo Nutresa.

Formula de estimación utilizada: $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$

Adicionalmente observamos que la presencia bursátil ha sido de un 100%, este porcentaje indica si la acción está siendo transada constantemente, es decir, si la acción está siendo líquida.

Según la información disponible por Damodaran el beta para empresas Food Processing en países emergentes es de 4,18 para un total de 854 empresas.

¹ COLCAP, índice accionario que contiene las 20 empresas más líquidas de Colombia

Cálculo de variables para determinar el costo de capital:

5.1 Costo de la Deuda (K_b)

Es utilizado el costo de la deuda, según la tasa del bono a más largo plazo (Bono C12, fecha de emisión agosto 2009), la yield del bono es 8,9%.

5.2 Beta de la Deuda (β_b)

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

Tasa libre de riesgo (r_f): Se obtuvo la tasa de bonos con mayor duración emitidos por el banco central colombiano; 7,61%. Según títulos de deuda pública TES, emitidos por el gobierno y administrados por el banco central colombiano.

Premio por riesgo: $[E(R_m) - r_f] = 8,2\%$. Según información publicada por Damodaran, el premio por riesgo del mercado colombiano, según lo informado primas de riesgo de capital basadas en los diferenciales de CDS.

Por lo tanto al reemplazar los datos anteriores nos indica que beta de la deuda (β_b) es igual a un 0,157.

5.3 Beta de la Acción

Se estimó el beta de la acción a través del modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$) utilizando retornos semanales del precio de la acción del Grupo Nutresa y del índice COLCAP, con intervalos de 2 años.

A continuación se observan los resultados de las regresiones aplicadas sobre los retornos de la industria y los retornos de Nutresa desde Julio de 2012 hasta Junio de 2017.

Regresión, desde Julio de 2012 a Junio 2014

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,610050784
R Square	0,372161959
Adjusted R Square	0,365820161
Standard Error	0,012944706
Observations	101

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,009833405	0,009833	58,6839783	1,27098E-11
Residual	99	0,016588975	0,000168		
Total	100	0,026422379			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>ower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-0,000665752	0,0013076	-0,50914	0,61178652	-0,003260313	0,00192881	-0,00326	0,00192881
X Variable 1	0,330009057	0,043079047	7,660547	1,271E-11	0,244530882	0,41548723	0,244531	0,41548723

Según los resultados de la regresión indicados en el cuadro anterior. El beta de la acción de Julio 2012 a Junio 2014 es de 0,33.-

Regresión desde Julio de 2014 a Junio 2016

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,58571567
R Square	0,34306285
Adjusted R Square	0,33621975
Standard Error	0,01947026
Observations	98

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,01900485	0,01900485	50,1327008	2,3715E-10
Residual	96	0,03639272	0,00037909		
Total	97	0,05539757			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-0,00212986	0,00196679	-1,08291017	0,28156077	-0,00603392	0,00177419	-0,00603392	0,00177419
X Variable 1	0,42060396	0,05940361	7,08044496	2,3715E-10	0,30268874	0,53851919	0,30268874	0,53851919

Según los resultados de la regresión indicados en el cuadro anterior. El beta de la acción de Julio 2014 a Junio 2016 es de 0,42

Regresión desde Julio de 2015 a Junio 2017

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,5245065
R Square	0,2751071
Adjusted R Square	0,2676339
Standard Error	0,0168034
Observations	99

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,010394	0,010394245	36,81286202	2,51234E-08
Residual	97	0,027388	0,000282354		
Total	98	0,037783			

	<i>Coefficients</i>	<i>andard Err</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-0,0009949	0,00172	-0,57837853	0,564349039	-0,00440913	0,002419242	-0,00440913	0,002419242
X Variable 1	0,3586712	0,059115	6,067360383	2,51234E-08	0,241344542	0,475997824	0,241344542	0,475997824

Según los resultados de la regresión indicados en el cuadro anterior. El beta de la acción de Julio 2015 a Junio 2017 es de 0,36

5.4 Beta Patrimonial Sin Deuda

Para el cálculo del beta patrimonial sin deuda, se considera la tasa de impuestos de un 34%², y la relación B/P, a Junio de 2017, la cual alcanza un 63%. Por lo tanto se logra obtener el beta patrimonial sin deuda igual a 0,375.

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

$$0,36 = \beta_p^{S/D} [1 + (0,66) * 0,26] - (0,66) * 0,157 * 0,26$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,33$$

² Hasta el año gravable 2016 las rentas fiscales se graban a tarifa del 25% a título de impuesto a la renta, además se incluye el impuesto sobre la renta para la equidad (CREE), le es aplicable una tarifa del 9%

5.5 Beta Patrimonial Con deuda $(\beta_p^{C/D})$

Luego, para obtener el beta patrimonial sin deuda, se procede a utilizar el promedio histórico (2011 a junio 2017) de la relación B/P, el cual alcanza un 23,2%,

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \beta_b * \frac{B}{P}$$
$$\beta_p^{\frac{C}{D}} = 0,33[1 + (0,66) * 0,23] - (0,66) * 0,157 * 0,23$$
$$\beta_p^{C/D} = 0,35$$

5.6 Costo Patrimonial (k_p)

Para obtener el costo patrimonial, se utiliza un premio por riesgo de mercado de un 8,2%

$$k_p = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_p^{C/D}$$
$$k_p = 0,0761 + (0,082 * 0,35)$$
$$k_p = 0,105$$

5.7 Costo de Capital (k_o)

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

$$k_o = 0,105 * 0,81 + 0,089 * (1 - 0,34) * 0,18$$
$$k_o = 9,66\%$$

Finalmente, por medio del modelo WACC, se obtiene una tasa de costo de capital de un 9,66%, considerando la estructura de capital objetivo promedio y tasa de impuesto del 34%

Según la información disponible por Damodaran, el costo de capital para empresas Food Processing en países emergentes donde el costo de capital es de 7,57%.

6. Análisis operacional del negocio y de la industria

6.1 Estado de resultado

En primer lugar se presenta el estado de resultado de Grupo Nutresa, para los años 2013, 2014, 2015, 2016 y primer semestre 2017.

Cuadro 12: Estado de resultado, valores expresados en millones de pesos colombianos.

Ítem COP\$	2013	2014	2015	2016	2017-1S
Ingresos operacionales	5.898.466	6.461.752	7.945.417	8.676.640	4.159.066
Cárnicos	1.910.528	1.693.894	1.909.147	2.008.905	880.589
Galletas	1.141.562	1.247.670	1.581.316	1.752.315	833.337
Chocolates	982.525	1.074.261	1.281.989	1.441.504	681.214
TMLUC	251.962	756.467	896.403	982.166	492.942
Café	789.418	775.728	894.407	963.632	506.652
Alimentos al consumidor			542.296	957.034	332.542
Helados	485.622	537.404	444.489	438.438	208.342
Pastas	230.844	238.215	258.476	286.999	143.657
Otros	106.005	138.113	170.432	208.792	109.345
Costos de la mercancía vendida	-3.260.968	-3.591.978	-4.507.166	-4.966.031	-2.333.030
Utilidad bruta	2.637.498	2.869.774	3.438.251	3.710.609	1.826.036
Gastos de administración	-347.578	-408.021	-371.810	-401.100	-195.591
Gastos de venta	-1.505.166	-1.703.834	-2.144.502	-2.384.866	-1.188.495
Gastos de producción	-134.527	-119.579	-137.446	-147.694	-66.382
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	-	-	2.619	15.873	223
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	-	-	-4.427	22.149	21.592
Utilidad operativa	650.227	638.340	782.685	814.971	397.383
Ingresos financieros	12.207	12.633	9.828	10.982	6.844
Gastos financieros	-101.111	-157.945	-234.896	-324.637	-167.973
Dividendos del portafolio	39.510	53.017	47.016	50.545	54.321
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos			27.181	-8.642	-4.809
Pérdida por la posición monetaria neta	8.732	25.572	-32.160	-32.946	-
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	107	1.110	4.928	6.103	1.216
Otros ingresos (egresos) netos	-54.534	-29.059	-288	28.492	3.313
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	555.138	543.668	604.294	544.868	290.295
Impuesto sobre la renta corriente	-174.487	-163.686	-183.561	-172.866	-70.437
Impuesto sobre la renta diferido			16.421	29.533	18.677

Ítem COP\$	2013	2014	2015	2016	2017-1S
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas	380.651	379.982	437.154	401.535	238.535
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	-	-	-6.335	-1.844	-1.034
Utilidad neta del ejercicio	380.651	379.982	430.819	399.691	237.501

Cuadro 13: Estado de resultado, valores expresados en porcentajes (%), en relación al ingreso operacional.

Ítem en %	2013	2014	2015	2016	2017-1S
Operaciones continuadas					
Ingresos operacionales	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de la mercancía vendida	-55%	-56%	-57%	-57%	-56%
Utilidad bruta	45%	49%	58%	63%	31%
Gastos de administración	-6%	-7%	-6%	-7%	-3%
Gastos de venta	-26%	-29%	-36%	-40%	-20%
Gastos de producción	-2%	-2%	-2%	-3%	-1%
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	0%	0%	0%	0%	0%
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	0%	0%	0%	0%	0%
Utilidad operativa	11%	11%	13%	14%	7%
Ingresos financieros	0%	0%	0%	0%	0%
Gastos financieros	-2%	-3%	-4%	-6%	-3%
Dividendos del portafolio	1%	1%	1%	1%	1%
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	0%	0%	0%	0%	0%
Pérdida por la posición monetaria neta	0%	0%	-1%	-1%	0%
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	0%	0%	0%	0%	0%
Otros ingresos (egresos) netos	-1%	0%	0%	0%	0%
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	9%	9%	10%	9%	5%
Impuesto sobre la renta corriente	-3%	-3%	-3%	-3%	-1%
Impuesto sobre la renta diferido	0%	0%	0%	1%	0%
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas	6%	6%	7%	7%	4%
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	0%	0%	0%	0%	0%
Utilidad neta del ejercicio	6%	6%	7%	7%	4%

Cuadro 14: Resultado operacional aperturado por línea de negocio, Valores expresados en millones de pesos colombianos

Ítem en COP\$	2013	%	2014	%	2015	%	2016	%	2017-1S	%
Ingresos operacionales	5.898.466	100%	6.461.752	100%	7.945.417	100%	8.676.640	100%	4.159.066	100%
Cárnicos	1.910.528	32%	1.693.894	26%	1.909.147	24%	2.008.905	23%	880.589	21%
Galletas	1.141.562	19%	1.247.670	19%	1.581.316	20%	1.752.315	20%	833.337	20%
Chocolates	982.525	17%	1.074.261	17%	1.281.989	16%	1.441.504	17%	681.214	16%
TMLUC	251.962	4%	756.467	12%	896.403	11%	982.166	11%	492.942	12%
Café	789.418	13%	775.728	12%	894.407	11%	963.632	11%	506.652	12%
Alimentos al consumidor	-	-	-	-	542.296	7%	957.034	11%	332.542	8%
Helados	485.622	8%	537.404	8%	444.489	6%	438.438	5%	208.342	5%
Pastas	230.844	4%	238.215	4%	258.476	3%	286.999	3%	143.657	3%
Otros	106.005	2%	138.113	2%	170.432	2%	208.792	2%	109.345	3%

6.2 Tasa de crecimiento de Grupo Nutresa

Se obtiene el porcentaje de variación entre la venta del año actual versus la venta del año anterior, y luego esta tasa de crecimiento es multiplicada por el porcentaje que representa la línea de negocio del total de ventas del año.

Cuadro 14: Tasa de crecimiento de ventas por línea de negocio

Ítem en %	Tasas de crecimiento ventas Nutresa				
	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016	Promedio
Cárnicos	-11%	13%	5%	-12%	-1%
Galletas	9%	27%	11%	-5%	10%
Chocolates	9%	19%	12%	-5%	9%
TMLUC	200%	18%	10%	0%	57%
Café	-2%	15%	8%	5%	7%
Alimentos al consumidor	-	-	76%	-31%	23%
Helados	11%	-17%	-1%	-5%	-3%
Pastas	3%	9%	11%	0%	6%
Otros	30%	23%	23%	5%	20%

Cuadro 15: Tasa de crecimiento de ventas en relación al porcentaje de ventas que representa cada línea de negocio del total de ventas anuales (portfolio)

Se puede observar que al multiplicar la tasa de crecimiento con el portfolio (porcentaje de las ventas de cada línea de negocio en relación al total de ventas), el promedio de crecimiento es 1%, lo que indica que en el periodo analizado el nivel de ventas no ha sufrido grandes variaciones.

Ítem en %	Tasas de crecimiento x Portfolio				Promedio
	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016	
Cárnicos	-4%	3%	1%	-3%	0%
Galletas	2%	5%	2%	-1%	2%
Chocolates	2%	3%	2%	-1%	1%
TMLUC	9%	2%	1%	0%	3%
Café	0%	2%	1%	1%	1%
Alimentos al consumidor	-	-	5%	-3%	1%
Helados	1%	-1%	0%	0%	0%
Pastas	0%	0%	0%	0%	0%
Otros	1%	1%	0%	0%	0%
Promedio	1%	2%	1%	-1%	1%

Perspectivas de crecimiento

A la fecha, no se disponen de datos públicos de crecimiento para cada uno de las líneas de negocio en particular, por lo cual, se utilizarán variables macroeconómicas para encontrar un proxy que permita realizar proyecciones.

Dado que los mercados en los que participa Nutresa son exclusivamente del rubro de los alimentos, es posible relacionar el comportamiento de esta demanda con el consumo privado del país. El promedio de un 2,61% del crecimiento del PIB³ per capita de Colombia donde se concentra el 62% de las ventas de Nutresa.

Cuadro 16: Crecimiento del PIB per capita anual

Ítem	PIB per capita (Colombia)				
	2013	2014	2015	2016	Promedio
Crecimiento del PIB Per Cápita anual	3,8%	3,4%	2,1%	1,06%	2,61%

Cuadro 17 : Participación de mercado

Comparando el crecimiento de los productos o líneas de negocios del Grupo Nutresa con el crecimiento del mercado (evolución del market share), se observa un casi nulo crecimiento del índice de evolución de mercado.

Ítem	Evolución Market Share				
	2013	2014	2015	2016	2017 ⁴
Cárnicos	72,7%	73,3%	73,5%	73,1%	72,6%
Galletas	54,2%	55,1%	55,9%	54,8%	53,9%
Chocolates	62,5%	63,2%	62,1%	63,1%	63,7%
TMLUC	29,8%	28,8%	27,5%	28,5%	27,5%
Cafés	56,0%	55,8%	54,2%	52,8%	52,4%
Pastas	50,7%	52,3%	52,2%	51,5%	51,2%

³ Crecimiento del PIB per cápita Colombia, Banco Mundial.

⁴ Participación de mercado consolidada en Colombia es de 60,5% -0,6%, según presentación corporativa año 2017 Grupo Nutresa, según esta presentación las ventas en Colombia representan el 61,8%

Cuadro 18 : Porcentajes de evolución de participación de mercado

Al observar las líneas de negocios Cárnicos, Galletas, Chocolates, Cafés y Pastas, queda en evidencia la baja en la participación de mercado que presenta Grupo Nutresa.

Ítem	Evolución Market Share				Promedio
	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	
Cárnicos	0,6%	0,2%	-0,4%	-0,5%	0,0%
Galletas	0,9%	0,8%	-1,1%	-0,9%	-0,1%
Chocolates	0,7%	-1,1%	1,0%	0,6%	0,3%
TMLUC	-1,0%	-1,3%	1,0%	-1,0%	-0,6%
Cafés	-0,2%	-1,6%	-1,4%	-0,4%	-0,9%
Alimentos al consumidor	-	-	-	-	-
Helados	-	-	-	-	-
Pastas	1,6%	-0,1%	-0,7%	-0,3%	0,1%

6.3 Análisis de costos de la operación

Grupo Nutresa utiliza la siguiente clasificación para explicar sus costos de operación:

Costos de la mercancía vendida:

Gastos de administración: Los gastos de administración son aquellos relacionados con el control y la dirección de una organización, pero no directamente identificables con la financiación, la comercialización, o las operaciones de producción.

Gastos de venta: Representan los gastos comerciales imputables a las ventas del período. Incluye sueldo de vendedores comisiones de venta, gastos de envío, publicidad, exposiciones, etc.

Gastos de producción: Los gastos de producción se refieren a determinados gastos en que incurre una empresa al fabricar un producto. Cualquier gasto que no sea el costo directo de mano de obra ni el costo directo de los materiales.

Cuadro 19: Costos operacionales aperturados

Costo de Ventas COP\$	2013	2014	2015	2016	2017 1S
Consumo de inventarios y otros costos	2.535.512	2.792.884	3.504.473	3.861.256	1.814.009
Beneficios de empleados	118.098	130.086	163.230	179.848	84.492
Servicios de transporte	11.310	12.458	15.632	17.223	8.091
Impuestos diferentes a impuesto a la renta	3.952	4.354	5.463	6.019	2.828
Otros gastos & servicios	564.909	622.251	805.488	886.665	349.575
Sub Total Costos de ventas	3.233.782	3.562.032	4.494.286	4.951.012	2.258.996
Depreciaciones y amortizaciones	27.186	29.946	12.880	15.019	74.034
Total Costos de ventas	3.260.968	3.591.978	4.507.166	4.966.031	2.333.030
Gastos de Administración COP\$	2013	2014	2015	2016	2017 1S
Beneficios a empleados	195.404	229.385	174.802	185.624	106.220
Honorarios	30.851	36.216	33.002	35.602	17.361
Impuestos diferentes a impuesto a la renta	11.812	13.866	12.636	13.631	6.647
Otros gastos & servicios	97.663	117.616	90.492	95.324	58.713
Subtotal Gastos de Administración	335.731	397.083	310.931	330.181	188.941
Depreciaciones y amortizaciones	11.847	10.938	60.879	70.919	6.650
Total Gastos de Administración	347.578	408.021	371.810	401.100	195.591
Gastos de producción COP\$	2013	2014	2015	2016	2017 1S
Beneficios a empleados	25.580	22.738	26.135	28.084	12.622
Impuestos diferentes a impuesto a la renta	11.858	10.540	12.115	13.019	5.851
Seguros	10.309	9.163	10.532	11.317	5.087
Otros gastos & servicios	84.293	74.612	86.233	92.906	41.640
Subtotal Gastos de producción	132.040	117.053	135.016	145.326	65.200
Depreciaciones y amortizaciones	2.487	2.526	2.430	2.368	1.182
Gastos de producción	134.527	119.579	137.446	147.694	66.382

Gastos de ventas COP\$	2013	2014	2015	2016	2017 1S
Beneficios a empleados	470.063	532.107	669.727	744.793	371.167
Servicios de transporte	149.935	169.725	213.621	237.565	118.390
Arrendamientos	121.979	138.079	173.791	193.270	96.316
Material publicitario	82.520	93.412	117.571	130.749	65.159
Impuestos diferentes a impuesto a la renta	33.278	37.671	47.414	52.728	26.277
Otros gastos & servicios	576.566	679.754	798.364	885.975	466.034
Subtotal Gastos de ventas	1.434.341	1.650.747	2.020.488	2.245.080	1.143.342
Depreciaciones y amortizaciones	70.825	53.087	124.014	139.786	45.153
Gastos de ventas	1.505.166	1.703.834	2.144.502	2.384.866	1.188.495

Cuadro 20: Total Depreciación y Amortización

Ítem COP\$	2013	2014	2015	2016	2017 1S
Depreciaciones y amortizaciones	112.345	96.497	200.203	228.092	127.019

Cuadro 21: Resumen de costos operacionales

Se puede observar el aumento en los años 2015 y 2016 de los principales costos (costos de ventas y gastos de ventas), explicado en parte por el aumento en consumo de inventarios. Este aumento es mayor al aumento en las ventas de la principal línea de negocio (Cárnicos), esto también explica la baja tasa de crecimiento del Grupo Nutresa en los últimos años.

Ítem	2013	%	2014	%	2015	%	2016	%	2017-1S	%
	5.135.894	100%	5.726.915	100%	6.960.721	100%	7.671.599	100%	3.656.479	100%
Costos de ventas	3.233.782	63%	3.562.032	62%	4.494.286	65%	4.951.012	65%	2.258.996	62%
Gastos de Administración	335.731	7%	397.083	7%	310.931	4%	330.181	4%	188.941	5%
Gastos de producción	132.040	3%	117.053	2%	135.016	2%	145.326	2%	65.200	2%
Gastos de ventas	1.434.341	28%	1.650.747	29%	2.020.488	29%	2.245.080	29%	1.143.342	31%

6.4 Análisis de cuentas operacionales y no operacionales.

Cuadro 22 : Clasificación operacional y no operacional

ACTIVO	Clasificación
Activo corriente	
Efectivo y equivalentes de efectivo	Operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	Operacional
Inventarios	Operacional
Activos biológicos	Operacional
Otros activos corrientes	No Operacional
Activos no corrientes mantenidos para la venta	No Operacional
Activo no corriente	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	Operacional
Activos biológicos no corrientes	Operacional
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	Operacional
Otros activos financieros no corrientes	No Operacional
Propiedades, planta y equipo, neto	Operacional
Propiedades de inversión	No Operacional
Plusvalía	No Operacional
Otros activos intangibles	No Operacional
Activos por impuestos diferidos	No Operacional
Otros activos	No Operacional

El detalle de los activos no operacionales es el siguiente:

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

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

Plusvalía: En esta cuenta se aísla el efecto de valorización que poseen los activos por movimientos del mercado

Activos por impuestos diferidos: los activos por impuestos diferidos son las cantidades de impuestos sobre las ganancias a recuperar en ejercicios futuros.

Otros activos: Saldo compuesto por impuestos corrientes, instrumentos financieros derivados.

7. Proyección de estado de resultado

Ingresos operacionales

Los ingresos operacionales, aperturados por las líneas de negocios Cárnicos, Galletas, Chocolates, TMLUC, Café, Alimentos al consumidor, Helados, Pastas y Otros.

Para la proyección de los ingresos operacionales, se utilizará el criterio más conservador posible, el cual es que en términos reales, las ventas de cada línea de producto mantendrán su media simple de los últimos 5 años y según porcentaje de cada línea sobre el total de ventas (portfolio)

Tasa de crecimiento de ventas en relación al porcentaje de ventas que representa cada línea de negocio del total de ventas anuales (portfolio)

Cuadro 23 : Tasas de crecimiento por portfolio

Ítem	Tasas de crecimiento x Portfolio %				
	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016	Promedio
Cárnicos	-4%	3%	1%	-3%	0%
Galletas	2%	5%	2%	-1%	2%
Chocolates	2%	3%	2%	-1%	1%
TMLUC	9%	2%	1%	0%	3%
Café	0%	2%	1%	1%	1%
Alimentos al consumidor	-	-	5%	-3%	1%
Helados	1%	-1%	0%	0%	0%
Pastas	0%	0%	0%	0%	0%
Otros	1%	1%	0%	0%	0%
Promedio	1%	2%	1%	-1%	1%

Cuadro 24: Proyección de los ingresos operacionales, valores expresados en millones de pesos colombianos

Ítem COP\$	2017-2S	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos operacionales	4.566.268	9.227.373	9.324.343	9.423.492	9.524.868	9.628.520
Cárnicos	999.578	1.989.455	1.979.801	1.970.193	1.960.632	1.951.118
Galletas	893.960	1.824.248	1.861.314	1.899.133	1.937.721	1.977.093
Chocolates	731.322	1.484.095	1.505.860	1.527.945	1.550.353	1.573.090
TMLUC	505.620	1.041.176	1.071.997	1.103.731	1.136.404	1.170.045
Café	485.488	978.375	985.831	993.344	1.000.914	1.008.541
Alimentos al consumidor	482.955	974.870	983.912	993.038	1.002.249	1.011.545
Helados	218.733	436.496	435.528	434.562	433.599	432.637
Pastas	143.787	288.150	288.727	289.305	289.885	290.465
Otros	104.824	210.509	211.373	212.240	213.111	213.986

Costos de Operación

Costos de Operación: Como se observa en el apartado que describe los costos de operación, la gran mayoría de ellos está directamente relacionados con las cantidades vendidas por Grupo Nutresa, por otro lado, al analizar el ratio entre ingreso/ costo, para cada uno de ellos, es posible observar que ellos pueden ser asumidos constantes para la proyección.

Cuadro 25: Costos de operación 2013-20171S, valores expresados en millones de pesos colombianos

	2013	2014	2015	2016	2017-1S	Promedio
Ingresos COP\$	5.898.466	6.461.752	7.945.417	8.676.640	4.159.066	
Sub Total Costos de ventas	3.233.782	3.562.032	4.494.286	4.951.012	2.258.996	
Costo venta/Ingreso	55%	55%	57%	57%	54%	56%
SubTotal Gastos de Administración	335.731	397.083	310.931	330.181	188.941	
Gasto Administración / Ingreso	6%	6%	4%	4%	5%	5%
SubTotal Gastos de producción	132.040	117.053	135.016	145.326	65.200	
Gasto de producción / Ingreso	2%	2%	2%	2%	2%	2%
SubTotal Gastos de ventas	1.434.341	1.650.747	2.020.488	2.245.080	1.143.342	
Gasto de ventas / Ingreso	24%	26%	25%	26%	27%	26%

Por lo tanto, los porcentajes utilizados fueron los siguientes:

Ratio	Promedio
Costo venta / Ingreso	56%
Gasto Administración / Ingreso	5%
Gasto de producción / Ingreso	2%
Gasto de ventas / Ingreso	26%

Resultado no operacional

Para el período en estudio, no existen cuentas relacionados con ingresos o egresos no operacionales que pudiesen afectar la proyección, por lo cual se optó por mantener constantes los valores de cada cuenta en el año 2016.

Impuestos

Para estimar los impuestos a pagar según la proyección, se optó por utilizar el promedio lineal de un 34% de los impuestos cancelados durante el período en estudio.

Estado de resultado proyectado

Cuadro 26: Estado de resultado proyectado, expresado en millones de pesos colombianos

Ítem	2017-2S	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos operacionales	4.566.268	9.227.373	9.324.343	9.423.492	9.524.868	9.628.520
Cárnicos	999.578	1.989.455	1.979.801	1.970.193	1.960.632	1.951.118
Galletas	893.960	1.824.248	1.861.314	1.899.133	1.937.721	1.977.093
Chocolates	731.322	1.484.095	1.505.860	1.527.945	1.550.353	1.573.090
TMLUC	505.620	1.041.176	1.071.997	1.103.731	1.136.404	1.170.045
Café	485.488	978.375	985.831	993.344	1.000.914	1.008.541
Alimentos al consumidor	482.955	974.870	983.912	993.038	1.002.249	1.011.545
Helados	218.733	436.496	435.528	434.562	433.599	432.637
Pastas	143.787	288.150	288.727	289.305	289.885	290.465
Otros	104.824	210.509	211.373	212.240	213.111	213.986
Costos de la mercancía vendida	-2.537.839	-5.128.387	-5.182.281	-5.237.386	-5.293.729	-5.351.336
Utilidad bruta	2.028.429	4.098.986	4.142.062	4.186.106	4.231.139	4.277.184
Gastos de administración	-220.081	-444.733	-449.407	-454.185	-459.071	-464.067
Gastos de venta	-1.174.979	-2.374.361	-2.399.313	-2.424.826	-2.450.912	-2.477.583
Gastos de producción	-82.119	-165.943	-167.687	-169.470	-171.293	-173.157
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	9.246	9.246	9.246	9.246	9.246	9.246
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	8.861	8.861	8.861	8.861	8.861	8.861
Utilidad operativa	569.357	1.132.056	1.143.762	1.155.732	1.167.970	1.180.483
Ingresos financieros	5.491	10.982	10.982	10.982	10.982	10.982
Gastos financieros	-162.319	-324.637	-324.637	-324.637	-324.637	-324.637
Dividendos del portafolio	25.273	50.545	50.545	50.545	50.545	50.545
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	7.937	15.873	15.873	15.873	15.873	15.873
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	608	1.216	1.216	1.216	1.216	1.216
Otros ingresos (egresos) netos	14.246	28.492	28.492	28.492	28.492	28.492
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	460.592	914.527	926.233	938.203	950.441	962.954
Impuesto sobre la renta corriente	-156.601	-310.939	-314.919	-318.989	-323.150	-327.404
Impuesto sobre la renta diferido	14.767	29.533	29.533	29.533	29.533	29.533
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas	318.757	633.121	640.847	648.747	656.824	665.083
Utilidad neta del ejercicio	318.757	633.121	640.847	648.747	656.824	665.083

8. Proyección de flujo de caja libre

Haciendo uso de la proyección del Estado de Resultado para el periodo 2017 2s – 2022, se realiza la respectiva proyección del Flujo de Caja Bruto y del Flujo de Caja Libre. Para poder realizar lo anterior debemos considerar los siguientes supuestos:

8.1. Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles:

Al 30 de junio de 2017, el valor de las cuentas contables de depreciación y amortización alcanza la suma de COP\$127.019, para realizar la proyección de la depreciación, en primer lugar se determinó una tasa histórica promedio de un 7%, luego se obtiene las PPE proyectado para luego multiplicar este monto por la tasa promedio y obtener la Depreciación y Amortización proyectada.

Cuadro 27 : Depreciación y Amortización

Depreciación / PPE	2013	2014	2015	2016	2017 1S	Promedio
Propiedades, planta y equipo, neto	2.523.848	2.963.335	3.383.722	3.383.513	3.377.048	
Total Depreciación y amortización	112.345	96.497	200.203	228.092	254.038	178.235
Depreciación / PPE	4%	3%	6%	7%	8%	7%

Ítem	2017-2S	2018	2019	2020	2021	2022
Propiedades, planta y equipo, proyectado	824.241	832.902	841.759	850.814	860.073	860.073
Depreciación y Amortización	58.784	59.402	60.033	60.679	61.339	61.339

8.2. Estimación de la Inversión de Reposición

Para calcular proyección de la inversión por reposición en primer lugar se obtienen las compras de PPE según flujo de efectivo y los saldos de PPE históricos, se obtiene un 9% en promedio dividiendo compras y saldos PPE, para luego multiplicar este porcentaje por los montos de PPE proyectados.

Cuadro 28: Inversión en reposición, valores expresado en millones de pesos colombianos

Ítem	2013	2014	2015	2016	2017-1S	Promedio
Compras de propiedades plantas y equipos	141.496	358.790	399.387	403.062	93.555	279.258
Propiedades, planta y equipo, neto	2.523.848	2.963.335	3.383.722	3.383.513	3.377.048	3.126.293
Compras PPE / PPE	6%	12%	12%	12%	3%	9%

Ítem	2017-2S	2018	2019	2020	2021	2022
Propiedades, planta y equipo, proyectado	824.241	832.902	841.759	850.814	860.073	860.073
Inversión en reposición	73.626	74.400	75.191	76.000	76.827	76.827

8.3. Estimación de la Inversión en nuevos activos fijos

La inversión en nuevos activos es calculado restando la PPE proyectado menos el año anterior.

Ítem	2017-2S	2018	2019	2020	2021	2022
Propiedades, planta y equipo, proyectado	824.241	832.902	841.759	850.814	860.073	860.073
Nueva Inversión	-	8.662	8.857	9.055	9.259	-

8.4. Inversión en capital de trabajo

Para el cálculo del capital de trabajo neto (CTON), en primer lugar, se realiza un análisis histórico de este ítem, y luego calculamos el ratio CTON / Ventas y el cálculo de los días de ventas diarias en relación al capital de trabajo, el cual se presenta a continuación:

Cuadro 29: Capital de trabajo neto

Ítem COP\$	2013	2014	2015	2016	30 de Junio 2017
(+) Efectivo y equivalente	415.478	391.863	286.064	219.322	277.418
(+) Deudores comerciales, neto	831.315	739.808	878.280	889.197	934.808
(+) Inventarios, neto	725.323	841.852	1.032.969	1.028.417	1.050.504
(+) Activos biológicos	52.088	47.770	53.119	75.677	85.304
(-) Proveedores y cuentas por pagar	546.297	656.458	825.435	888.840	930.722
(=) Capital de Trabajo	1.477.907	1.364.835	1.424.997	1.323.773	1.417.312
Ingresos operacionales	5.898.466	6.461.752	7.945.417	8.676.640	4.159.066
CTON (% Ventas)	25%	21%	18%	15%	34%

En primer lugar se obtiene capital de trabajo histórico, luego se calcula como porcentaje de las ventas, el porcentaje promedio entre el año 2015 y 2016 del CTON % es de un 16,6%.

Cuadro 30: Proyección de inversión en capital de trabajo

Proyección COP\$	2017 2S	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos operacionales	9.132.535	9.227.373	9.324.343	9.423.492	9.524.868	9.628.520
Capital de trabajo	1.531.355	1.547.448	1.563.903	1.580.727	1.597.929	1.597.929
Requerimiento capital de trabajo	114.043	16.093	16.455	16.824	17.202	-

Se obtienen los ingresos operacionales proyectados que son multiplicados por la tasa del 16,6% para de esta forma determinar el capital de trabajo entre el 2017 2S y el año 2022.

Luego para obtener el requerimiento de capital de trabajo se resta el capital de trabajo del año anterior y el nivel de capital de trabajo proyectado para el año en curso.

La determinación de las ventas al 30 de Junio de 2017 es de COP\$4.159.066 y CTON Promedio COP\$690.230, luego se obtiene el exceso de capital de trabajo restando el capital de trabajo al 30 de Junio 2017 COP\$727.082

Ventas 30 junio 2017	4.159.066
CTON Promedio	690.230
Exceso K Trabajo 30 junio 2017	727.082

8.5 Proyección de flujo de caja libre

El valor terminal los flujos de la empresa se consideran como perpetuos sin tasa de crecimiento.

Cuadro 31: Estimación de flujos de caja.

Flujo de caja libre	Base		2017 2S	2018	2019	2.020	2021	2022
	2016	2017 1S						
Utilidad (perdida) del ejercicio	399.691	237.501	311.570	618.596	626.169	633.913	641.831	649.926
(+) Depreciaciones	228.092	254.038	58.784	59.402	60.033	60.679	61.339	60.047
(+) Amortizaciones								
(-) Ingresos financieros	-10.982	-6.844	-5.491	-10.982	-10.982	-10.982	-10.982	-10.982
(+) Gastos financieros	324.637	167.973	162.319	324.637	324.637	324.637	324.637	324.637
(-) Dividendos del portafolio	-50.545	-54.321	-25.273	-50.545	-50.545	-50.545	-50.545	-50.545
(-) Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	-8.642	-4.809	7.937	15.873	15.873	15.873	15.873	15.873
(+) Participación en el resultado de las asociadas	6.103	1.216	608	1.216	1.216	1.216	1.216	1.216
(+) Otros ingresos (egresos) netos	28.492	3.313	-14.246	-28.492	-28.492	-28.492	-28.492	-28.492
(+) Operaciones discontinuadas	1.844	1.034	517	1.034	1.034	1.034	1.034	1.034
Flujo de caja bruto	918.690	599.101	496.724	930.738	938.943	947.333	955.911	962.715
Inversión en reposición			-73.626	-74.400	-75.191	-76.000	-76.827	-76.827
Inversión en nuevo activo fijo			-	-8.662	-8.857	-9.055	-9.259	-
Inversión en capital de trabajo			-114.043	-16.093	-16.455	-16.824	-17.202	-
Flujo de caja libre			309.055	831.584	838.442	845.454	852.624	885.888
Valor terminal			-	-	-	-	9.100.734	-
flujo de caja libre más valor terminal			309.055	831.584	838.442	845.454	9.953.358	-
Flujos desconectados			281.831	691.534	635.820	584.662	6.276.803	-

9. Valoración económica de la empresa y su precio de acción.

Finalmente, se realiza una valorización del precio de la acción de Nutresa mediante el método de flujos de caja descontados.

Se calcula el VAN del flujo de caja libre más el valor terminal, luego se suma el disponible y equivalente de efectivo, los activos prescindibles y la deuda financiera, toda esta sumatoria nos entrega el valor económico de patrimonio el cual es dividido por el número de acciones.

Cuadro 32: Resumen valoración económica

Valorización económica	COP\$
Valor Presente Flujo de Caja y Valor Terminal	8.470.651
Exceso (déficit) Capital de Trabajo	727.082
Activos Prescindibles	8.140.535
Valor Económico de los Activos	17.338.268
Menos: Deuda Financiera (Junio 2017)	3.170.727
Patrimonio Económico	14.167.541
Total acciones emitidas y pagadas :	460.123.454
Precio de mercado al 30 de Junio 2017	26.400,00
Precio determinado al 30 de Junio 2017	30.790,74

Es posible observar que el precio de la acción mediante este método es de 30.790,74 pesos colombianos, cifra mayor a la registrada por la acción en la bolsa de Colombia al 30 de junio de 2017 que es de 26.400 pesos colombianos, por lo cual, considerando los supuestos de crecimiento, inversiones y deuda. Se concluye que la acción se encuentra subvalorada.

10. Conclusiones

Como conclusión y luego de haber realizado la valorización de la empresa colombiana Nutresa S.A. a través del método de Flujos de Caja Descontados y, además, haber hecho un acabado análisis de ésta y del mercado en el cual se desenvuelve, pudimos obtener los supuestos necesarios para respaldar este análisis y así proyectar los flujos de la empresa y resolver los ratios necesarios para su valorización por medio del Método de Múltiplos.

Al utilizar el primer método se obtuvo como resultado que el valor de su acción debería estar en COP\$30.790,74.-, siendo el valor de mercado al 30 de Junio 2017 de COP\$26.400.-. Para lograr lo anterior se tomaron una serie de supuestos, los cuales fueron indicados anteriormente, que nos permitieron proyectar el valor esperado de la acción y, a su vez compararlo con su valor actual, por lo cual se determinó que el valor de la acción se encuentra subvalorada.

11. Bibliografía

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (June de 1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Volume 48(No. 3).
- Approaches to Equity Valuation*. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15(No. 3), 343-383.
- Rubinstein, M. E. (March de 1973). A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory. *The Journal of Finance*, Vol. 28(No. 1), 167-181.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (June de 1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, Vol. 53(No. 3).
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (October de 1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, Volume 34(No. 4).
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: The required rate of profit. *Management Science*, Vol. 3(No. 1), 102 - 110.
- Hamada, R. S. (1969). Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance. *The Journal of Finance*, 24, 13–31.
- Fernández, P. (January de 2002). Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories. Working Paper, University of Navarra.

- Fernández, P. (January de 2003). Three Residual Income Valuation Methods and Dicounted Cash Flow Valuation. Research Paper, University of Navarra.

- Fernández, P. (May de 2006). Cash Flow is Cash and is a Fact: Net Income is Just an Opinion. Working Paper, University of Navarra.

- Fernández, P. (Noviembre de 2008). Métodos de Valoración de Empresas. Working Paper, Universidad de Navarra.

- Fernández, P. (November de 2013). Company Valuation Methods. IESE Business School, University of Navarra.

- Penman, S. H., & Sougiannis, T. (April de 1996). A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings

Nutresa S.A. Presentación de resultados trimestrales. Sitio web de la compañía Nutresa S.A.:

http://www.gruponutresa.com/sites/default/files/eeff_completos_pagina_web__diciembre_2015_de_f_20160217_nuevo_formato.xlsx

- Bloomberg. Información financiera del Grupo Nutresa.
<http://www.bloomberg.com/quote/NUTRESA:CB>

- Infinancials. Información financiera del Grupo Nutresa Colombia.
<http://www.infinancials.com/fe-en/COT04PA00028/Grupo-Nutresa-S-A-/market-valuation>

- Infinancials. Información financiera del Grupo Nutresa Perú.
<http://www.infinancials.com/fe-en/S6217CO/Grupo-Nutresa-SA-P-/market-valuation>
- Nutresa S.A. Presentación de resultados trimestrales. Sitio web de la compañía Nutresa S.A.:
http://www.gruponutresa.com/sites/default/files/grupo_nutresa__ventas_y_ebitdda_por_negocio_por_trimestre_a_diciembre_2015_0.xlsx
- Nutresa S.A. Informe financiero consolidado al 30 de junio de 2017, del Sitio web de la compañía Nutresa S.A.:
http://www.gruponutresa.com/sites/default/files/grupo_nutresa__informe_integrado_2017__espanol_-_ampliado_0.pdf
- Nutresa S.A. Estados financieros intermedios consolidados condensados por el período de tres meses terminado el 30 de junio de 2017, del Sitio web de la compañía Nutresa S.A.:
http://www.gruponutresa.com/sites/default/files/estados_financieros_consolidados_gn_30062017.pdf
- Nutresa S.A. Estados financieros 2016. Sitio web de la compañía Nutresa S.A.:
http://www.gruponutresa.com/es/webfm_send/
- Nutresa S.A. Estados financieros 2015. Sitio web de la compañía Nutresa S.A.:
http://www.gruponutresa.com/es/webfm_send/

- Nutresa S.A. Informe anual y de sostenibilidad 2014, del Sitio web de la compañía Nutresa S.A.:
http://www.gruponutresa.com/sites/default/files/1_informe_anual_y_de_sostenibilidad_2014_grupo_nutresa_-_esp.pdf
- Nutresa S.A. Presentación de resultados trimestrales. Sitio web de la compañía Nutresa S.A.:
http://www.gruponutresa.com/sites/default/files/grupo_nutresa__ventas_y_ebitdda_por_negocio_por_trimestre_a_diciembre_2015_0.xlsx
- Banco Central de Chile. Base de datos estadísticos, tipo de cambio. El Sitio web del Banco Central de Chile:
- Banco Central de Colombia. Base de datos estadísticos, Tasa de cambio del peso colombiano (TRM). Sitio web del Banco Central de Colombia: <http://www.banrep.gov.co/es/trm>
- Bolsa de Valores de Colombia. Listado de Emisores. Sitio web de la Bolsa de Valores de Colombia:
<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>
- Superintendencia del mercado de valores de Perú.
Finalidad y funciones.
http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=BB59C7F473A6A3A7364E3D611A6E59708F2EC053FD3AD4533881D5B48E6C9458CAFA3A.

- Bolsa de Valores de Colombia. Búsqueda de información sobre la emisión y estatus de los bonos emitidos por Compañía Nacional de Chocolates.
https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/rentafija?com.tibco.ps.pages.renderParams.sub5d9e2b27_11de9ed172b_73dc7f000001=action%3DdetalleView%26org.springframework.web.portlet.mvc.ImplicitModel%3Dtrue%26
- DANE, Departamento Administrativo Nacional de Estadística. Datos estadísticos de la variación del Índice de Precios de Consumidor Colombia.
- <http://www.dane.gov.co/index.php/indices-de-precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidoripc>
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, Perú. Información de la emisión y estatus de los bonos emitidos por Compañía Nacional de Chocolates de Perú CNCH.
http://www.sbs.gob.pe/app/pu/CCID/Paginas/vp_rentafija.aspx
- Damodaran online. Búsqueda sobre CDS Colombia. Costos de capital industria Food Processing en Países emergentes. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- ConAgra Foods Inc. Información sobre la empresa y sus estados financieros.
<http://www.conagrafoods.com/investor-relations/financial-reports/annual-reports>
- Nasdaq, información sobre la empresa y la industria de los alimentos.
<http://www.nasdaq.com/symbol/cag/historical>

- Alicorp S.A. Información sobre los estados financieros de la empresa.
<http://www.alicorp.com.pe/alicorp/index.html>
- Bolsa de Valores de Lima. Información sobre Alicorp S.A.
http://www.bvl.com.pe/inf_financiera21400_QUxJQ09SQzE.html#
- Hormel Foods Corporation. Información de la empresa y sus estados financieros.
<http://www.hormelfoods.com/>
- EHormel Foods Corp. Información financiera de la empresa.
<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=71258&p=irol-fundCashFlowA>

12. Anexos

Balance Grupo Nutresa expresado en millones de pesos colombianos

ACTIVO	2013	2014	2015	2016	30.06.2017
Activo corriente					
Efectivo y equivalentes de efectivo	415.478	391.863	286.064	219.322	277.418
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	831.315	739.808	878.280	889.197	934.808
Inventarios	725.323	841.852	1.032.969	1.028.417	1.050.504
Activos biológicos	52.088	47.770	53.119	75.677	85.304
Otros activos corrientes	331.727	139.352	220.762	246.832	258.291
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	71.679	100.330	35.803
Total activo corriente	2.355.930	2.160.645	2.542.873	2.559.775	2.642.128
Activo no corriente					
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	19.695	23.124	26.729	23.495	23.944
Activos biológicos no corrientes	3.564	4.185	5.699	7.433	8.563
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	70.966	83.323	109.021	164.510	175.634
Otros activos financieros no corrientes	3.420.788	4.016.462	3.418.149	3.885.206	4.081.768
Propiedades, planta y equipo, neto	2.523.848	2.963.335	3.383.722	3.383.513	3.377.048
Propiedades de inversión	82.001	96.280	82.393	71.842	71.751
Plusvalía	1.169.434	1.373.072	2.033.403	2.034.454	2.059.277
Otros activos intangibles	653.102	766.829	1.179.957	1.163.671	1.162.725
Activos por impuestos diferidos	253.619	297.783	355.461	356.994	374.942
Otros activos	27.551	32.348	40.645	48.661	95.978
Total activo no corriente	8.224.568	9.656.741	10.635.179	11.139.779	11.431.630
TOTAL ACTIVOS	10.580.498	11.817.386	13.178.052	13.699.554	14.073.758
PASIVO					
Pasivo corriente					
Obligaciones financieras	379.045	455.480	1.059.660	847.689	656.202
Proveedores y cuentas por pagar	546.297	656.458	825.435	888.840	930.722
Impuestos, gravámenes y tasas	125.009	150.217	172.323	163.362	200.054
Pasivo por beneficios a empleados	114.259	137.300	160.628	161.592	151.445
Provisiones corrientes	2.011	2.417	4.415	2.734	1.139
Otros pasivos	11.555	13.885	26.641	49.746	43.019
Total pasivo corriente	1.178.177	1.415.757	2.249.102	2.113.963	1.982.581
Pasivos no corriente					
Obligaciones financieras	1.405.398	1.688.797	2.034.604	2.277.429	2.514.525
Proveedores y cuentas por pagar	132	159	159	158	158
Pasivo por beneficios a empleados	174.166	209.287	211.533	216.744	229.319
Pasivo por impuesto diferido	392.554	471.713	727.692	705.700	701.487
Otros pasivos	-	-	-	600	657
Total pasivo no corriente	1.972.250	2.369.956	2.973.988	3.200.631	3.446.146
TOTAL PASIVO	3.150.427	3.785.713	5.223.090	5.314.594	5.428.727
PATRIMONIO					
Patrimonio atribuible a las participaciones controladoras	7.410.863	8.001.755	7.920.603	8.346.719	8.606.275
Participaciones no controladoras	19.208	29.918	34.359	38.241	38.756
TOTAL PATRIMONIO	7.430.071	8.031.673	7.954.962	8.384.960	8.645.031
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	10.580.498	11.817.386	13.178.052	13.699.554	14.073.758

Balance Grupo Nutresa expresado en porcentajes (%)

	2013	2014	2015	2016	30.06.2017
ACTIVO					
Activo corriente					
Efectivo y equivalentes de efectivo	4%	3%	2%	2%	2%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	8%	6%	7%	6%	7%
Inventarios	7%	7%	8%	8%	7%
Activos biológicos	0%	0%	0%	1%	1%
Otros activos corrientes	3%	1%	2%	2%	2%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0%	0%	1%	1%	0%
Total activo corriente	22%	18%	19%	19%	19%
Activo no corriente					
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%	0%
Activos biológicos no corrientes	0%	0%	0%	0%	0%
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	1%	1%	1%	1%	1%
Otros activos financieros no corrientes	32%	34%	26%	28%	29%
Propiedades, planta y equipo, neto	24%	25%	26%	25%	24%
Propiedades de inversión	1%	1%	1%	1%	1%
Plusvalía	11%	12%	15%	15%	15%
Otros activos intangibles	6%	6%	9%	8%	8%
Activos por impuestos diferidos	2%	3%	3%	3%	3%
Otros activos	0%	0%	0%	0%	1%
Total activo no corriente	78%	82%	81%	81%	81%
TOTAL ACTIVOS					
PASIVO					
Pasivo corriente					
Obligaciones financieras	12%	12%	20%	16%	12%
Proveedores y cuentas por pagar	17%	17%	16%	17%	17%
Impuestos, gravámenes y tasas	4%	4%	3%	3%	4%
Pasivo por beneficios a empleados	4%	4%	3%	3%	3%
Provisiones corrientes	0%	0%	0%	0%	0%
Otros pasivos	0%	0%	1%	1%	1%
Total pasivo corriente	37%	37%	43%	40%	37%
Pasivos no corriente					
Obligaciones financieras	45%	45%	39%	43%	46%
Proveedores y cuentas por pagar	0%	0%	0%	0%	0%
Pasivo por beneficios a empleados	6%	6%	4%	4%	4%
Pasivo por impuesto diferido	12%	12%	14%	13%	13%
Otros pasivos					
Total pasivo no corriente	63%	63%	57%	60%	63%
TOTAL PASIVO					
PATRIMONIO					
Patrimonio atribuible a las participaciones controladoras	100%	100%	100%	100%	100%
Participaciones no controladoras	0%	0%	0%	0%	0%
TOTAL PATRIMONIO	100%	100%	100%	100%	100%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO					

Filiales Nutresa S.A.

Colombia

Industria Colombiana de Café S.A.S

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

Compañía Nacional de Chocolates S. A. S

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

Compañía de Galletas Noel S. A. S

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

Industria de Alimentos Zenú S. A. S

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

Productos Alimenticios Doria S. A. S

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

Molino Santa Marta S.A.S

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

Alimentos Cárnicos S.A.S

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

Tropical Coffee Company S. A. S

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

Litoempaques S. A. S

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

Pastas Comarrico S. A. S

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

Novaventa S.A.S

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

La Recetta Soluciones Gastronómicas Integrad S.A.S

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

Meals Mercadeo de Alimentos de Colombia S.A

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

Servicios Nutresa S.A.S

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

Setas Colombianas S.A

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

Alimentos Cárnicos Zona Franca Santa Fe S.A.S

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

Gestión Cargo Zona Franca S.A.S

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

Comercial Nutresa S.A.S

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

Industrias Aliadas S.A.S

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

Opperar Colombia S.A.S.

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

Fideicomiso Grupo Nutresa

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

Fondo de capital privado “Cacao para el futuro Compartimento A

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

IRCC Ltda.

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

LYC S.A.S.

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

PJ COL S.A.S

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

Panero S.A.S

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

New Brands S.A.

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

Schadel Ltda.

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

Chile

Tresmontes Lucchetti S.A.

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

Nutresa Chile S.A.

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

Tresmontes Lucchetti Agroindustrial S.A.

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

Tresmontes Lucchetti Internacional S.A.

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

Tresmontes Lucchetti Servicios S.A.

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

Tresmontes S.A.

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

Inmobiliaria Tresmontes Lucchetti S.A.

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

Lucchetti Chile S.A.

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

Novaceites S.A.

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

Inmobiliaria y Rentas Tresmontes Lucchetti

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

Costa Rica

Compañía Nacional de Chocolates DCR, S.A.

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

Compañía de Galletas Pozuelo DCR S.A.

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

Industrias Lácteas de Costa Rica S.A.

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

Cía. Americana de Helados S.A.

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

Fransouno S.A.

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

Helados H.D. S.A.

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

Americana de Alimentos Ameral S.A.

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

Inmobiliaria Nevada S.A.

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

Guatemala

Comercial Pozuelo Guatemala S.A.

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

Heladera Guatemalteca S.A.

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

Distribuidora POPS S.A.

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

Nevada Guatemalteca S.A.

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

Guate-Pops S.A.

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

México

Nutresa S.A. de C.V.

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

Serer S.A. de C.V.

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

Comercializadora Tresmontes Lucchetti S.A.

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

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

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

Tresmontes Lucchetti México S.A.

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

TMLUC Servicios Industriales, S. A.

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

Panamá

Promociones y Publicidad Las Américas S.A.

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

Alimentos Cárnicos de Panamá S.A.

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

Comercial Pozuelo Panamá S. A

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

American Franchising Corp.

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

Aldage, Inc.

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

LYC Bay Enterprise INC.

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

Sun Bay Enterprise INC.

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

Estados Unidos de América

Abimar Foods Inc.

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

POPS One LLC

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

POPS Two LLC

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

Cordialsa Usa, Inc.

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

Costa Rica's Creamery LLC.

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

Venezuela

Cordialsa Noel Venezuela S.A.

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

Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela

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

Otros países

TMLUC Argentina S.A.

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

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

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

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

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

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

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

Comercial Pozuelo Nicaragua S.A.

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

Industrias Lácteas Nicaragua S.A.

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

Compañía Nacional de Chocolates del Perú S.A.

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

TMLUC Perú S.A.

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

Cordialsa Boricua Empaque, Inc.

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

Helados Bon

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

Gabon Capital LTD.

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

Baton Rouge Holdings LTD.

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

Ellenbrook Holdings Limited

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

Perlita Investments LTD.

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

El Corral Investments INC

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