



Valoración Grupo Nutresa S.A.

Valoración de Empresa para optar al Grado de Magister en Finanzas

Alumno: Víctor Moreno Arrué

Profesor Guía: Jose Olivares Rojas

Santiago, abril 2019

Tabla de contenido

1. Resumen Ejecutivo	1
1.1. Principales Métodos de Valorización	2
1.2. Flujos de Caja Descontados	3
1.3. Método General para el descuento de Flujos	4
1.4. Proyecciones Financieras (Flujos de caja esperados)	5
1.5. Costo Promedio Ponderado (Wacc)	6
1.6. CAPM (Capital Asset Pricing Model)	7
2. Descripción de la empresa e industria	10
2.1. Aspectos generales	10
2.2. Líneas de Negocio	11
2.3. Principales Accionistas	16
2.4. Descripción de Industria y Empresas Comparables	16
2.5. Principales Empresas Comparables	19
3. Descripción del Financiamiento de la Empresa	23
3.1. Características de la Emisión	24
3.2. Deuda Financiera de la Empresa	25
3.3. Patrimonio Económico de la Empresa	25
4. Estimación de la Estructura de Capital de Grupo Nutresa S.A.	26
5. Estimación del Costo patrimonial y costo de capital de la empresa	27
6. Análisis Operacional del negocio y la Industria	31
6.1. Estados Financieros e indicadores de Rentabilidad	31
6.2. Análisis de Crecimiento	33
6.3. Análisis de Costos de Operación	34

6.4. Análisis de Activos	36
7. Proyección de Estado de Resultado Grupo Nutresa S.A.	39
7.1. Ingresos Operacionales	39
7.2. Costo de Mercadería Vendida	40
7.3. Gastos Operacionales	41
7.4. Ingresos y Egresos No operacionales	42
7.5. Impuesto a la Renta	43
7.6. Estado de Resultado Proyectado	43
8. Proyección de Flujo de Caja Libre	44
8.1. Inversión en Reposición	44
8.2. Nuevas Inversiones en Activo Fijo	44
8.3. Inversión en capital de Trabajo	45
8.4. Proyección de Flujo de caja libre.	46
9. Valorización Económica de la Empresa y de su precio por Acción	48
10. Conclusiones	49
11. Bibliografía	51
12. Anexos	53

1. Resumen Ejecutivo

El siguiente estudio consiste en la valorización de Grupo Nutresa S.A. al 30 de junio de 2018. Grupo Nutresa es una empresa que tiene su matriz en Colombia y que opera en la industria de alimentos procesados, es el principal actor del mercado en Colombia y posee una fuerte presencia internacional. La compañía posee ocho segmentos de negocio: carnes, galletas, chocolates, tres montes Lucchetti, cafés, alimentos al consumidor, helados y pastas, cuenta con presencia en 14 países y ventas en 72 países en los cinco continentes.

La metodología utilizada para realizar este estudio considera como base el método de flujos descontados (FCD). A través del uso de esta metodología podemos evaluar si el precio de la acción de esta compañía refleja o no el estado real de la misma, pudiendo identificar potenciales subvaloraciones del precio o por el contrario algún potencial de valorización

La valorización se realizó a través de un estudio en profundidad de Grupo Nutresa S.A. tomando como base los estados financieros auditados emitidos entre los años 2014 y Junio 2018, se estudió también la industria donde la compañía se desenvuelve. Luego se determinó la estructura capital objetivo, junto a su correspondiente tasa de costo de capital y a continuación se realizó un análisis operacional del negocio e industria que permitió desarrollar la proyección de los estados de resultados de la compañía desde el segundo semestre de 2018 a diciembre de 2022, con esta información se procedió a construir el flujo de caja libre de la empresa para valorar mediante flujo de caja descontado.

El resultado del estudio mediante el método de flujo de caja descontado arroja un precio por acción al 30 de junio de 2018 de COP\$17.103 por acción, lo que nos indica que la acción se encuentra sobrevalorada a la fecha de evaluación ya que posee un precio de COP\$ 27.000, esto es un potencial de desvalorización del 37%.

Los factores claves que sustentaron esta valorización consideran la capacidad de la empresa de mantener un margen EBITDA del 12%, así también la dinámica que ha

mantenido en sus ocho líneas de negocio, las cuales se espera que continúen creciendo en forma real en los años siguientes, este crecimiento es la variable crítica en esta valorización ya que es la que genera la sensibilidad al flujo de caja libre que se proyecta, considerando además que se proyecta que la empresa mantenga un control de sus costos y gastos operativos, manteniendo los márgenes de rentabilidad obtenidos hasta la fecha.

Metodología

1.1. Principales Métodos de Valorización

Según Fernandez (2010), la valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista ¿Qué se está haciendo? ¿Por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿para qué y para quien se está haciendo la valoración? Casi todos los errores en valoración se deben a no contestar adecuadamente alguna de estas preguntas, esto es, a falta de conocimiento o de sentido común (o ambos).

Los métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos:

Principales Metodos de Valorización					
Balance	Cuenta de Resultado	Mixtos (Goodwill)	Descuento de Flujos	Creación de Valor	Opciones
Valor Contable	Multiplos de :	Clasico	Flujo de Caja Libre	EVA	Black y Scholes
Valor Contable Ajustado	Beneficio	Union de expertos	Flujo de Caja Acciones	Beneficio Economico	Opción de Invertir
Valor de Liquidación	Ventas EBITDA	Contables Europeos	Dividendos	Cash Value Added	Ampliar Proyecto
Valor Sustancial	Otros	Renta Abreviada	Capital Cash Flow	CFROI	Aplazar Inversión
Activo Neto Real		Otros	APV		Usos Alternativos

Fuente: “Métodos de Valorización de Empresas”, Pablo Fernandez, 2010.

Según Maquieira (2015), los métodos más conocidos son: flujos de caja descontados, valor presente ajustado, modelo de descuento de dividendos, comparables o múltiplos y opciones reales. Los dos primeros estiman el valor de la empresa como el valor presente de los flujos de caja proyectados. El modelo de descuento de dividendos se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras y constituye una cota mínima para el valor del patrimonio. En cuanto al enfoque de comparables o múltiplos lo que busca es realizar una valoración simple escogiendo “value drivers”, es

decir, variables que estén relacionadas con el valor de la empresa y que permitan establecer una relación entre el valor de la variable y el valor de la firma. El método de opciones reales es útil en proyectos o empresas caracterizadas por alta flexibilidad ejecutiva en un ambiente de alta incertidumbre.

Este trabajo se focaliza en la valorización de la empresa a través del método de flujos de caja descontados.

1.2. Flujos de Caja Descontados

El método de flujos de caja descontados tiene su fundamento teórico en el artículo de Modigliani y Miller (1961) y cuyo principal propósito fue explicar el impacto de la política de dividendos en el valor de la empresa. Maquieira (2015).

Este método busca determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos. Fernandez, (2010).

En el modelo de flujos de caja descontados se considera a la empresa como un ente generador de flujos de caja, y para obtener el valor de la empresa se determina el valor actual de dichos fondos a una tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una empresa (suponiendo su continuidad) proviene de su capacidad de generar flujos para los accionistas, por ende, el método más apropiado para valorar una compañía es descontar los flujos de fondo esperados. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados, (compradores o vendedores o dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad). Fernandez, (2010).

Según Weiskorn (2017), cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de valoración por el método de flujo de caja descontado, nos referimos a costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (K_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se denomina costo

patrimonial (K_p). Al calcular el costo de capital de esta forma se le denomina WACC (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). Esta tasa es a la cual se descuentan los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa. Para valorar la empresa en su parte operativa y de la forma descrita se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, de otra forma se tendría que realizar por valor presente ajustado.

En el caso de que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valorización de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales a una tasa de costo de capital sin deuda también denominada tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa se realizan ajustes como adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo (según corresponda) al momento de la valorización. Este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

1.3. Método General para el descuento de Flujos.

Los distintos métodos basados en el descuento de flujo de fondos parten de la expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Siendo: CF_i = flujos de fondos generados por la empresa en el periodo i ; VR_n = valor residual de la empresa en el año n ; K = tasa de riesgo apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

Según Fernandez (2010) aunque a simple vista la fórmula anterior está considerando una duración temporal de los flujos, esto no necesariamente es así, ya que el valor residual de la empresa en el año n (VR_n) se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese periodo.

Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año n es suponer una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de ese periodo, y obtener el valor residual en el año n aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:

$$VR_n = CF_n (1+g) / (k-g)$$

A pesar de que los flujos pueden tener una duración indefinida, puede ser admisible despreciar su valor a partir de un determinado periodo, dado que su valor actual es menor cuanto más lejos es el horizonte temporal. Por otro lado, la ventaja competitiva de muchos negocios tiende a desaparecer al cabo de unos años.

1.4. Proyecciones Financieras (Flujos de caja esperados)

Las proyecciones financieras se estructuran de manera tal que permitan determinar los flujos futuros de la compañía y de esta forma aplicar la tasa de descuento apropiada correspondiente al costo de capital que financia a la empresa.

Fernandez (2008) indica que el valor de la empresa es la suma del valor de la deuda más el valor de los recursos propios (acciones) diferenciando el balance contable del balance financiero, de esta forma se puede determinar el costo del capital financiero de la empresa y así poder hallar su valorización.

Cano (2018), indica que las proyecciones del flujo de caja descontado deberían basarse en:

- a) Historial de rentabilidad.
- b) Proyecciones de la compañía o del equipo de gestión.
- c) Cálculo de analistas de investigación en renta variable.
- d) Datos del Sector.
- e) Datos macroeconómicos.
- f) Sentido Común.

1.5. Costo Promedio Ponderado (Wacc)

Corresponde a la tasa de descuento con la que los flujos de caja libre futuro se expresan en valor presente, dentro del proceso de valorización o evaluación financiera de la empresa. Mediante este método se ajusta la tasa de actualización de los flujos de caja para tener en cuenta el efecto fiscal de los intereses. Se fundamenta en las siguientes consideraciones:

- a) El costo del capital del proyecto es igual al costo promedio ponderado de capital de la empresa.
- b) El costo promedio ponderado de capital incorpora el beneficio fiscal por intereses mediante el uso del costo de capital después de impuestos.
- c) La empresa mantiene una estructura de capital objetivo de largo plazo.

La expresión para obtener el WACC después de impuesto es:

$$CPPC = \frac{E}{E+D} r_e + \frac{D}{E+D} r_d (1 - T)$$

Donde; E = valor de mercado de capital; D = valor de mercado de la deuda; r_e = costo del capital propio; r_d = costo de capital de la deuda antes de impuesto; T = tasa marginal de impuesto corporativo.

Fernandez (2008), señala que, para calcular el valor de la empresa mediante este método, se realiza el descuento de los flujos de caja utilizando el costo promedio ponderado de la deuda y recursos propios (WACC).

La fórmula matemática del WACC es:

$$WACC = \%D \times Kd (1 - t) + \%C \times Ke$$

Donde:

%D = Porcentaje de la deuda en la estructura de la empresa.

Kd= costo de la deuda.

T = tasa de impuesto.

%C= Porcentaje de los recursos propios en la estructura de la empresa.

Ke= Costo de los recursos propios.

1.6. CAPM (Capital Asset Pricing Model)

CAPM es el modelo más empleado para estimar el costo de oportunidad de los recursos propios (Ke). Según Maqueira (2015), no solo interesa saber cómo se relaciona el retorno de un portafolio con su nivel de riesgo sino también es de nuestro interés conocer la relación entre el retorno esperado de un activo particular y el riesgo de este. Por lo tanto, necesitamos determinar el precio de mercado por riesgo de un activo individual. El primer modelo financiero que ayudó a resolver este problema es conocido como CAPM.

El modelo de CAPM fue desarrollado por Sharpe (1964) y Lintner (1965) es un contexto de mercado de capitales perfecto y en un mundo de dos periodos.

La fórmula de CAPM que nos proporciona la tasa de descuento de los recursos propios es:

$$Ke = R_f + \beta[E_m - R_f]$$

Donde:

Ke = Retorno esperado de los recursos propios.

Rf= Tasa de libre de riesgo.

Coeficiente Beta = medida de riesgo.

Em= retorno de mercado.

Según Cano (2018), en referencia al CAPM, describe que este modelo es el más idóneo para estimar el rendimiento de las acciones que cotizan en bolsa por la disposición que se tiene de los datos para estimarlo, agrega además para el caso de las que no cotizan la dificultad es estimar el coeficiente Beta, por lo que se debe recurrir a empresas similares que cotizan.

Maquieira (2015) indica los supuestos en los que se basa el modelo CAPM, estos son:

- a) Los inversionistas están en un mundo de dos periodos, por lo que planean sus inversiones a un periodo en el futuro.
- b) Mercados de capitales perfectos.
- c) Los inversionistas tienen preferencias cuadráticas, con diferentes grados de aversión al riesgo y diferentes niveles de riqueza.
- d) Los inversionistas tienen expectativas homogéneas respecto del valor esperado y estructura de covarianzas de todos los activos que se transan en el mercado.
- e) Existen N activos riesgosos y un activo libre de riesgo en la economía.
- f) Los participantes de mercado pueden endeudarse o invertir en la tasa de riesgo de la economía, R_f .

Los parámetros para determinar el costo de capital de los recursos propios son tres: tasa de libre de riesgo, el beta y la prima de riesgo de mercado; además de estos se puede agregar el riesgo país.

- a) Tasa libre de Riesgo: es la que se puede obtener libre de riesgo de incumplimiento. La elección de la tasa de libre de riesgo tiene que adecuarse al plazo de vencimiento que le damos a la proyección de los flujos para su valorización.
- b) Beta: muestra la sensibilidad de la rentabilidad de un título frente a la variación con la rentabilidad del mercado ($B=1$ se mueve proporcionalmente al mercado; $B=0$ la rentabilidad de la acción no guarda relación con la rentabilidad del mercado). CAPM postula al beta como la medida de riesgo sistémico de una acción, por ende, los sectores más riesgosos tendrán un beta más alto.

La fórmula matemática para obtener el Beta es:

$$\beta = \frac{Cov(x, M)}{Var(M)}$$

Donde:

B = coeficiente beta.

Cov (x, M) = covarianza entre acción "x" y el mercado.

Var (M) = Varianza de mercado.

El beta que se obtiene a partir de la información de mercado es un beta apalancado. Los retornos de las acciones de las empresas están condicionados por las utilidades netas que estas compañías reportan, las cuales a su vez están condicionadas por el nivel de apalancamiento financiero de las empresas. Si se quiere obtener un beta ajeno a las influencias del apalancamiento financiero se debe desapalancar ese beta.

- c) La prima de riesgo de Mercado: es el precio por unidad de riesgo asumido por un agente en un mercado. Cuando un agente se enfrenta a una decisión de inversión, puede optar por dos tipos de activos: uno con riesgo u otro sin riesgo (normalmente el considerado el más seguro de su segmento de mercado). En este sentido, la selección del inversor no sólo dependerá de la rentabilidad que ofrezca cada uno, sino también del riesgo inherente a la compra de uno u de otro. Puesto que un activo está libre de riesgo y el otro activo posee riesgo, entonces la diferencia en la rentabilidad de los dos activos será la prima de riesgo. Es, por tanto, un premio que el mercado otorga al inversor por asumir riesgo respecto del activo libre de riesgo.

2. Descripción de la empresa e industria.

2.1. Aspectos generales.

Grupo Nutresa S.A. es la empresa líder en alimentos procesados en Colombia y uno de los jugadores más relevantes del sector en América Latina. Fundada en 1920, cuenta en la actualidad con cerca de 46.600 colaboradores y opera a través de ocho unidades de negocio: Cárnicos, Galletas, Chocolates, Tresmontes Luchetti, Cafés, Alimentos al Consumidor, Helados y Pastas.

La compañía tiene presencia en 14 países y tiene ventas anuales de \$COP 8,7 trillones (Usd 2,9 billones) de los cuales el 37% corresponden a ventas fuera de Colombia (Usd 1,1 billones app.). La capitalización bursátil de Grupo Nutresa es de COP\$ 12,4 Trillones a junio 2018.

Actualmente Grupo Nutresa cuenta con un portafolio diversificado de productos, con 8 unidades de negocio, presencia en 14 países y 46 plantas productivas, adicionalmente sus productos son vendidos en 75 países de los 5 continentes.

Los pilares del modelo de negocio de Grupo Nutresa se sostienen principalmente en su fuerza laboral; 46.600 empleados de los cuales 12.900 están fuera de Colombia, su diversificación con un portafolio de marcas relevantes 18 de las cuales venden más de Usd 50 Millones, tiene el 60% de la participación de mercado en Colombia y una red de distribución de 13.500 vendedores y 1,3 millones de clientes.

Grupo Nutresa durante los últimos años ha sido incluida en el DJSI (World index & Emerging Market Index) y reconocida como una de las empresas más sostenibles del mundo.

Cuadro 1: Ventas en Usd 2014 y porcentaje de participación por país.

Pais	Ventas 2017 (Mill COP)	% Participación
Colombia	5.565.187	64,0%
Centroamerica	808.691	9,3%
Chile	747.822	8,6%
USA	652.170	7,5%
Mexico	313.042	3,6%
Perú	156.521	1,8%
Republica Dominicana y el Caribe	156.521	1,8%
Ecuador	121.738	1,4%
Otros Paises	173.912	2,0%

Total **8.695.604**

2.2. Líneas de Negocio.

Grupo Nutresa opera a través de 8 líneas de negocio, generando una estructura operativa que le permite mantener un portafolio diversificado de productos y una amplia red de distribución.

Las líneas de negocio que opera Grupo Nutresa son las siguientes:

- a) **Cárnicos:** el negocio cárnico produce y comercializa carnes frías procesadas, carnes maduradas, embutidos y vegetales enlatados, platos listos preparados y champiñones. Líder en participación de mercado en Colombia y Panamá. Esta línea de negocio tiene presencia directa en dos países y cuenta con 9 plantas de producción en Colombia y una en Panamá.
- b) **Galletas:** el negocio de galletas produce y comercializa galletas dulces (saborizadas, cremadas, wafers) y saladas (crackers). Es líder de participación de mercado en Colombia y Centroamérica. Con presencia directa en 10 países. Posee 4 plantas de producción en Colombia, 1 en Centroamérica y 3 en Estados Unidos, adicionalmente posee Molinos de Trigo.
- c) **Chocolates:** el negocio de chocolate produce y comercializa golosinas de chocolate, bebidas de chocolate, modificadores de leche, barra de cereal y nueces. Es líder en Colombia en la categoría de golosinas de chocolate,

chocolates 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. Tiene presencia directa en once países. Adicionalmente cuenta con 2 plantas de producción en Colombia, 1 en Centroamérica, 1 en México y 1 en Perú.

- d) Tresmontes – Lucchetti: produce y comercializa bebidas instantáneas frías, té, jugos, café, pastas, snacks, aceites comestibles, sopas y postres. Líder en Chile en la categoría de bebidas instantáneas frías y con participaciones de mercado significativas en el resto de las categorías en la que participa, incluyendo la de bebidas instantáneas en México. Presencia directa en 13 países y cuenta con 3 plantas de producción en Chile y 1 en México.
- e) Cafés: el negocio de café produce y comercializa café tostado y molido, café soluble (en polvo y granulado), extracto de café y mezclas de café. Comercializa además café liofilizado. Es líder en participación de mercado en Colombia en la categoría de café tostado y molido y tiene una participación importante en el segmento de café soluble. Tiene presencia directa en doce países y cuenta con 4 plantas de producción en Colombia y 1 en Malasia.
- f) Alimentos al Consumidor: El negocio alimentos al consumidor ofrece experiencias superiores de calidad y servicio en el segmento de alimentos fuera del hogar. Producto de la reciente adquisición de Grupo El Corral, es líder en los segmentos de fast casual y casual dining en Colombia. Además de operar marcas internacionales líderes en la categoría de pizza, helado de yogurt y doughnuts, participa en la operación de Starbucks en el país. Opera importantes cadenas de heladerías en Centroamérica y Republica Dominicana donde es líder de la categoría. Posee 378 puntos de venta en Colombia, 184 en Centroamérica y 282 en la Republica Dominicana y el Caribe.
- g) Helados: el negocio de helados produce y comercializa, entre otros, paletas de agua, paletas de leche, conos, litros, postres, vasos y galletas. Líder de participación de mercado en Colombia en la categoría de helados y posee presencia directa en un país. Cuenta con 3 plantas de producción en Colombia.
- h) Pastas: el negocio de pastas produce y comercializa, entre otros, pastas alimenticias cortas, largas, al huevo, con verduras, alta en fibra, con mantequilla

e instantáneas. Líder en Colombia en términos de participación de mercado de pastas, tiene presencia directa en un país. Cuenta con dos plantas de producción en Colombia.

Ilustración 1: Marcas Grupo Nutresa por Línea de Negocio.



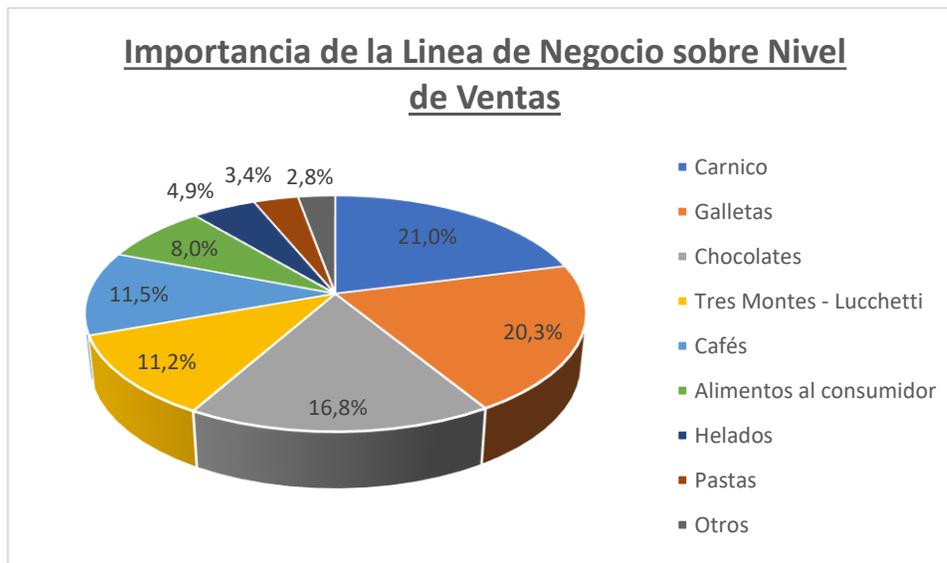
Las ventas totales de Grupo Nutresa en 2017 alcanzaron los COP 8,6 billones siendo la línea cárnicos la que posee el mayor volumen de ventas con COP 1,8 billones, seguida por Galletas con 1,7 billones y Chocolates 1,4 billones. Por otra parte, la línea de negocios de galletas es la que genera el mayor EBITDA con COP 220 mil millones y un margen ebitda de 12,5%.

Cuadro 2: Cifras a diciembre 2017 por la línea de negocio.

Línea de Negocio	Ventas 2017 (miles de Mill COP)	Ebitda (miles de mill COP)	Margen EBITDA
Carnico	1.824	209	11,5%
Galletas	1.768	220	12,5%
Chocolates	1.464	206	14,1%
Tres Montes - Lucchetti	978	127	13,0%
Cafés	1.002	121	11,6%
Alimentos al consumidor	697	86	12,4%
Helados	423	42	10,0%
Pastas	294	29	10,0%
Otros	245	3	1,1%

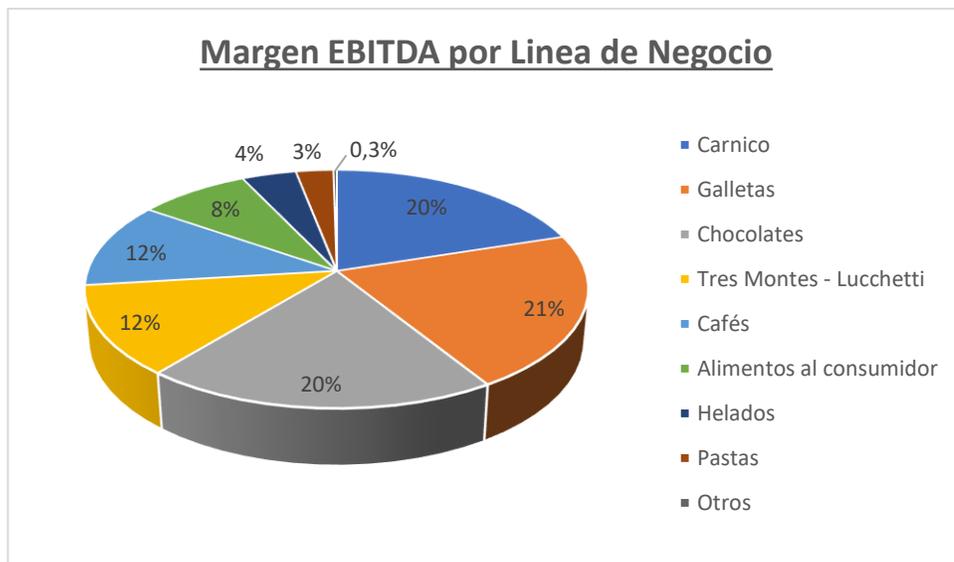
El siguiente gráfico nos permite ver la diversificación por línea de negocio que posee Grupo Nutresa. Evaluando los datos a 2017, tenemos que ninguna línea de negocio sobrepasa el 22% en términos de la importancia relativa sobre el nivel de ventas, concentrándose el 80,9% del total de las ventas en 5 líneas de negocio (cárnico, galletas, chocolates, Tres Montes – Luchetti y Cafés).

Ilustración 2: Importancia relativa líneas de Negocio.



Así mismo, podemos indicar que a diciembre 2017 todas las líneas de negocio de Grupo Nutresa generaron valor a la compañía, generando un EBITDA de COP 1,044 billones y un margen EBITDA del 12%, mostrando consistencia con la estrategia de la compañía. El siguiente grafico muestra la importancia relativa de EBITDA por línea de negocios sobre el total del EBITDA, donde el 85% del total del EBITDA es generado por las 5 principales líneas de negocio: cárnico, galletas, chocolates, Tres montes Lucchetti y cafés.

Ilustración 3: Margen Ebitda por Línea de Negocio



Se muestra consistencia respecto de la diversificación en líneas de negocios y las cifras que grupo Nutresa muestra a diciembre de 2017, considerando que tanto en nivel de ventas como en generación de EBITDA existe un comportamiento alineado con la estrategia de largo plazo de la compañía, el cual se concentra en la diversificación y mantención de un margen ebitda del 12%.

2.3. Principales Accionistas

A junio 2018 la estructura societaria de Grupo Nutresa S.A. cuenta con un total de 460.123.458 acciones distribuidas en un total de 11.295 accionistas. En el siguiente gráfico se presentan los 6 principales accionistas de Grupo Nutresa S.A. que representan el 60,86% de la propiedad con un total de 280.027.525 acciones.

Ilustración 4: Accionistas Grupo Nutresa S.A.



El principal accionista es el Grupo de Inversiones Suramericana S.A. con el 34,85% de la propiedad, seguido por Grupo Argos S.A. con un 9,83% y Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado y Protección Moderado con un 6,90% y 4,45% respectivamente.

2.4. Descripción de Industria y Empresas Comparables

La industria de alimentos procesados se encarga de transformar el producto agropecuario obtenido en el campo, en alimentos que sean fácilmente preparados y servidos al consumidor final. Entre las características favorables de la industria están que los alimentos procesados se encuentran disponibles todo el año, su preservación facilita su comercialización y gracias a la eliminación de microorganismos reducen el

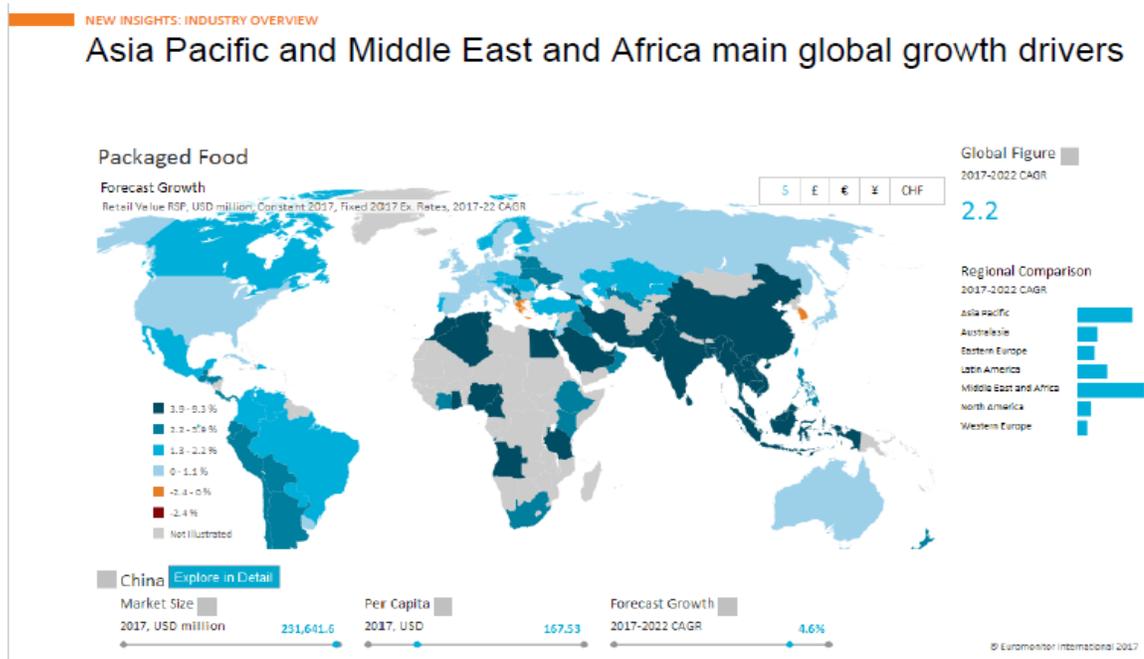
riesgo de enfermedades, son generalmente distribuidos y vendidos por grandes corporativos.

Según Euromonitor (2017) en su reporte sobre nuevas tendencias de la industria de alimentos procesados, indica que los principales actores en términos de crecimiento de la industria provienen de Asia, Medio Oriente y África.

La tasa de crecimiento global anual de la industria es de un 2,2% promedio (2017-2022), el potencial de crecimiento se concentra en Medio Oriente y África con un crecimiento sobre el 5% anual y Asia con un crecimiento del 4,6% esperado anual hacia el 2022, solo el mercado asiático tiene un tamaño de Usd 231.642 millones (aproximadamente 40% de participación).

En el caso de Estados Unidos presenta un crecimiento anualizado entre 0% y 1,1% para el periodo 2017-2022. Respecto a Sudamérica países como Colombia, Chile y Argentina presentan tasas de crecimiento para 2017-2022 entre 2,2% y 5,9%, por otra parte, Brasil presenta una tasa de crecimiento 2017-2022 entre 1,3% y 2,2%.

Ilustración 5: Tasas de Crecimiento Packaged Food

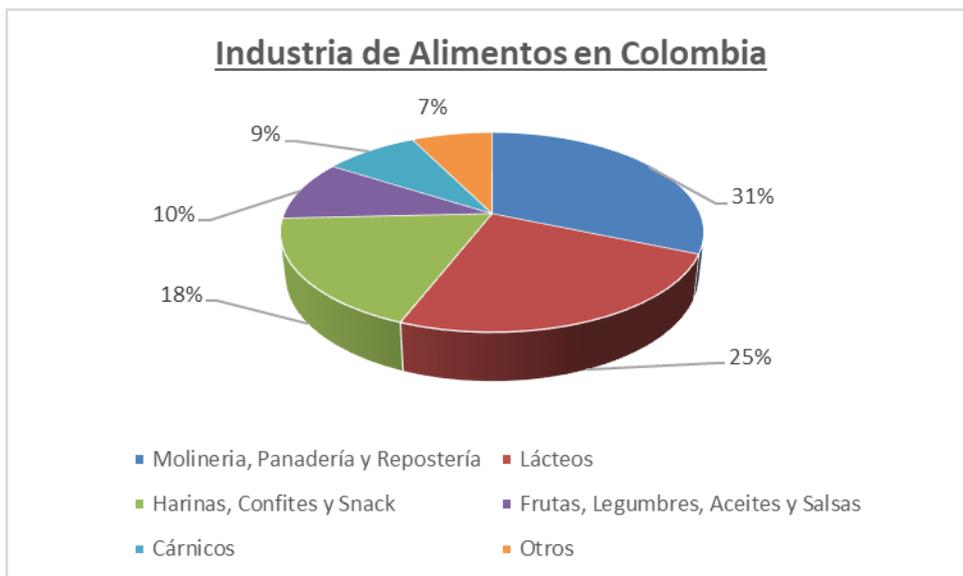


La industria de alimentos procesados en Colombia (industria de alimentos e industria de bebidas) según el reporte de Invest Bogotá (2017) genera ventas totales de Usd 20.000 millones aproximadamente y se proyecta que al año 2021 estas se incrementen a Usd 25.700 millones, con un crecimiento anual de la industria de un 7% anual aproximadamente.

Grupo Nutresa participa dentro de la industria de alimentos la cual genera ventas de Usd 10.724 millones, siendo Molinería, panadería y repostería las industrias más relevantes, representando un 31% del total de ventas por un total de Usd 3.365 millones, seguida de Lácteos con un 25% y ventas totales de Usd 2.633 millones y en tercer lugar con un 18% de participación y ventas por Usd 1.965 millones Harinas, Confites y Snack.

A continuación, se indican las principales industrias del sector de alimentos en Colombia:

Ilustración 6: Composición Industria de Alimentos en Colombia



2.5. Principales Empresas Comparables

En los cuadros indicados a continuación se detallan las principales empresas comparables identificadas en el continente americano (sur, norte y Centroamérica), ordenados por sector y nivel de ventas:

Cuadro 3: Empresas comparables en Colombia

Principales Compañías en Colombia (Cifras a Dic 17)			
Pais	Sector	Empresa	Ventas MM\$USD
Colombia	Alimentos	Grupo Nutresa S.A.	2.891,92
Colombia	Confitería	Colombina S.A.	602,64
Colombia	Lacteos	Alpina Productos Alimenticios S.A.	596,30
Colombia	Azucar/Confitería	Incausa S.A.S.	345,93
Colombia	Azucar/Confitería	Riopaila Castilla S.A.	334,14
Colombia	Alimentos	Pepsico Alimentos	314,72
Colombia	Carnicos	Pollos El Bucanero (Cargill)	236,01

Cuadro 4: Empresas comparables otros países de América

Principales Compañías Otros Países de America (Cifras a Dic 17)			
Pais	Sector	Empresa	Ventas MM\$USD
Brasil	Carnicos	JBS S.A.	52.323,86
Mexico	Snack, Confitería y Panadería	Grupo Bimbo S.A. CV	12.185,97
Brasil	Carnicos	BRF Foods S.A.	10.359,37
Brasil	Alimentos	BUNGE Alimentos S.A.	8.831,76
USA	Food Procesing	Conagra Brands, Inc.	7.826,90
USA	Food Procesing	Dean Foods Co	7.795,00
USA	Food Procesing	Mondelez International	6.797,00
Brasil	Alimentos, Lacteos	Nestle Brasil	5.766,00
Mexico	Lacteos, Carnicos y Bebidas	Sigma Alimentos S.A. CV	5.691,92
USA	Food Procesing	Pinnacle Foods Inc	3.144,00
Mexico	Alimentos	Nestle Mexico S.A. CV	2.622,22
Chile	Carnes	Agrosuper S..A	2.496,21
Perú	Alimentos	Alicorp S.A.A.	1.961,46
Perú	Alimentos	Gloria S.A.	1.362,25
Chile	Alimentos	Empresas Carozzi S.A.	1.109,39
Ecuador	Alimentos	Pronaca C.A.	1.030,00
Centroamerica	Lacteos	Cooperativa Productores de Leche Dos Pinos R.L.	877,78
Chile	Alimentos	Watts S.A.	634,06
Perú	Carnicos, Pollos, Alimentos	San Fernando	632,94
Centroamerica	Carnicos	Empresas Melo S.A.	440,61

Como se puede observar si analizamos el mercado en Colombia, Grupo Nutresa en términos de volumen de venta es claro dominador considerando que su más cercano competidor Colombina S.A. tiene ventas 4,5 veces menos a las que posee Grupo Nutresa y que también como mencionamos anteriormente, esto se refleja en participación de mercado que alcanza el 60%.

Si comparamos Grupo Nutresa con otras compañías de América su volumen de ventas no se encuentra dentro de los primeros lugares considerando que las principales como JBS S.A., Grupo Bimbo S.A. y BRF Foods S.A. sobrepasan los Usd 10.000 millones en ventas, esto es 3,45 veces las ventas de Grupo Nutresa.

En base a esta información, a los segmentos de negocios en común donde participan y países donde opera Grupo Nutresa, se analizará Colombina S.A. en Colombia y Conagra Brands, Inc. en USA.

Empresa Comparable – Colombina S.A.

Nombre de la Empresa	Colombina S.A.
Ticker o Nemotecnico	COLOMBINA
Clase de Acción	N/A
Derechos de cada clase	N/A
Mercado	Inactivo a la fecha (posee bonos emitidos)
Sector o Industria	Industria de Alimentos

Colombina S.A. constituye un grupo empresarial de la industria de alimentos con operaciones en Colombia, Norte América, Centro América, Región Andina y España, constituido por 24 sociedades, 11 compañías ubicadas en Colombia y 13 en el exterior. El objeto de la sociedad es fabricar y comercializar todo tipo de productos alimenticios, para consumo humano y animal, frescos, procesados y enlatados en cualquier especie derivados del azúcar, café, cacao, harina de trigo, harina de maíz y demás cereales, frutas, vegetales, carnes, lácteos y sus demás derivados.

A continuación, se presenta cuadro con las ventas, EBIT y la importancia relativa de cada negocio de Colombina S.A. al cierre 2017:

Datos Colombina S.A. Diciembre 2017

(Valores expresados en millones de pesos colombianos)

	Ventas	EBITDA	Importancia
Confitería	825.392	101.974	49,87%
Galletería	384.182	52.402	25,63%
Conservas	159.704	28.586	13,98%
Helados	116.889	11.243	5,50%
Productos Representados	241.022	10.287	5,03%

Empresa Comparable – Conagra Brands, Inc.

Nombre de la Empresa	Conagra Brands, Inc.
Ticker o Nemotecnico	CAG
Clase de Acción	Acciones Comunes
Derechos de cada clase	Comunes
Mercado	NYSE
Sector o Industria	Bienes de Consumo, alimentos elaborados y Envasados.

La compañía anteriormente se conocía como Conagra Foods, inc y cambió su nombre a Conagra Brands, Inc en noviembre de 2016. Conagra Brands es una compañía de alimentos en américa y opera en 5 principales segmentos: “Snack & Grocery” que ofrece productos alimenticios en varios canales minoristas de Estados Unidos, el segmento “Refrigerated & Frozen” que proporciona productos alimenticios con temperatura controlada en varios canales minoristas de Estados Unidos, el segmento “International” que ofrece productos alimenticios y de temperatura controlada fuera de los Estados Unidos, el segmento “FoodService” que incluye productos alimenticios como carnes, entradas, salsas y una variedad de productos fabricados a medida para venta en restaurantes y otros locales de comida en Estados Unidos y por último el segmento “Comercial Foods” que incluye marcas comerciales y privadas que son comercializadas en restaurantes, servicios de comida, fábricas de comida y clientes industriales.

A continuación, se presenta cuadro con las ventas, EBIT y la importancia relativa de cada negocio de Conagra Brands, Inc. al cierre fiscal 2018:

Conagra Brands, Inc. Fiscal Year 2018

(Valores expresados en millones de dolares)

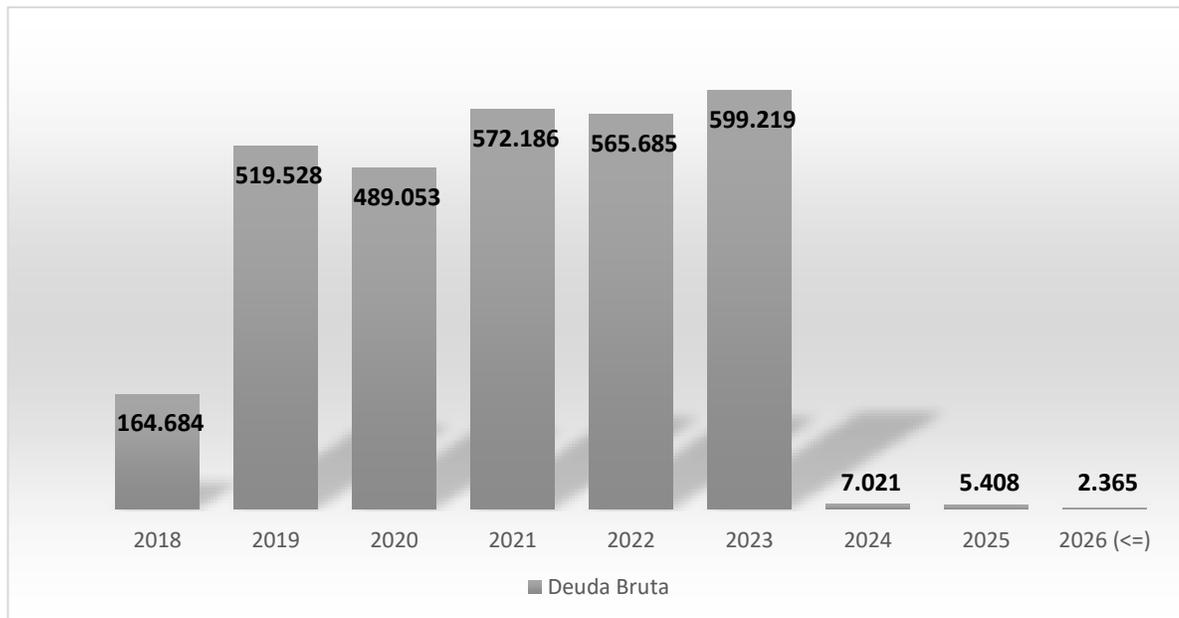
	Ventas	EBIT	Importancia
Alimentos y Snacks	3.287	725	51,31%
Refrigerados y Congelados	2.753	479	33,94%
Internacional	844	87	6,12%
Servicio de Comida	1.055	122	8,62%
Comercial	-	-	0,00%

3. Descripción del Financiamiento de la Empresa

De acuerdo a la información obtenida de los estados financieros a junio 2018 de Grupo Nutresa, el total de la deuda financiera a esta fecha es de COP MM\$ 2.925.149, de los cuales de los cuales un 12% equivalente a COP\$MM360.929 están en el corto plazo y COP\$MM2.564.220 están en el largo plazo. El 90% de la deuda corresponde a préstamos bancarios y el 9% a bonos emitidos por la compañía. El 92% de esta deuda se encuentra en pesos colombianos, un 8,5% en pesos chilenos y un 0,1% en dólares americanos, cabe destacar que la compañía posee una política corporativa para la mitigación del riesgo cambiario.

A continuación, se presenta el perfil de deuda de la compañía de acuerdo a sus vencimientos:

Ilustración 7: Perfil de deuda Grupo Nutresa S.A.



A partir de la revisión de los estados financieros, se identificaron dos bonos vigentes al cierre de junio 2018. Estos bonos corporativos fueron emitidos en agosto de 2009 en Colombia a través del Fideicomiso Grupo Nutresa, administrado por Alianza Fiduciaria S.A., la emisión se realizó por \$500.000.000.000 de pesos colombianos con

vencimientos en cuatro tramos de 5, 7, 10 y 12 años, actualmente se encuentran vigentes el tramo de 10 años por \$135.482.000.000 y el tramo de 12 años por \$134.162.000.000.

3.1. Características de la Emisión

Bono 12 años

Item	Detalle
Bono	C12
Nemotécnico	BFCH19C12
Fecha de Emisión	20-08-2009
Valor Nominal (VN o D)	\$134.162.000.000
Moneda	Pesos Colombianos
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	20-08-2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	IPC+5,59%
Periodicidad	Trimestral Vencido
Número de pagos (N)	48
Periodo de Gracia	No aplica.
Motivo de la Emisión	Sustitución de Pasivos.
Clasificación de Riesgo	AAA Duff & Phelps de Colombia Sociedad Clasificadora
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	S/I
Precio de venta el día de la emisión.	S/I
Valor de Mercado	S/I

Bono 10 años

Item	Detalle
Bono	C10
Nemotécnico	BFCH19C10
Fecha de Emisión	20-08-2009
Valor Nominal (VN o D)	\$135.482.000.000
Moneda	Pesos Colombianos
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	20-08-2019
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	IPC +5,33%
Periodicidad	Trimestral vencido
Número de pagos (N)	40
Periodo de Gracia	No aplica.
Motivo de la Emisión	Sustitución de Pasivos.
Clasificación de Riesgo	AAA Duff & Phelps de Colombia Sociedad Clasificadora
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	S/I
Precio de venta el día de la emisión.	S/I
Valor de Mercado	S/I

3.2. Deuda Financiera de la Empresa

Cuadro 5: Deuda Financiera 2014- 2018 1S

	2014	2015	2016	2017	2018*
Préstamos	1.617.489	2.537.306	2.731.152	2.636.499	2.641.323
Bonos	496.293	510.924	379.094	381.453	272.194
Arrendamientos y Otros	30.495	46.034	14.872	13.258	11.632
	2.144.277	3.094.264	3.125.118	3.031.210	2.925.149

*al 30 de junio

Los últimos cuatro años, la deuda de Grupo Nutresa se ha mantenido estable alcanzando al cierre de junio 2018 los COPMM\$ 2.925.149, el principal componente de la deuda corresponde a préstamos bancarios, representa un 90% del total de la deuda a junio 2018.

3.3. Patrimonio Económico de la Empresa

Cuadro 6: Patrimonio Económico 2014- 2018 1S

	2014	2015	2016	2017	2018*
Número de Acciones (MM)	460	460	460	460	460
Precio de Cierre	28.600	22.620	24.900	27.820	27.000
Patrimonio Económico	13.159.531	10.407.993	11.457.074	12.800.635	12.423.333

*al 30 de junio

A 2017 el patrimonio económico de la compañía se incrementó un 12% con respecto a 2016 alcanzando los MM\$COP 12.800.635, a junio de 2018 este presenta una caída de un 2,9% llegando a los MM\$COP 12.423.333.

4. Estimación de la Estructura de Capital de Grupo Nutresa S.A.

A continuación, se presentan las razones de endeudamiento y patrimonio de Grupo Nutresa S.A. desde el año 2014 al primer semestre de junio del año 2018, considerando además las estadísticas descriptivas principales. En general durante el periodo analizado Grupo Nutresa posee una estructura financiada principalmente con recursos propios y que presenta un comportamiento estable dentro de los últimos tres años.

Cuadro 7: Estructura de Capital Grupo Nutresa S.A.

Concepto	2014	2015	2016	2017	2018*
B/V	0,16	0,30	0,27	0,24	0,24
P/V	0,84	0,70	0,73	0,76	0,76
B/P	0,19	0,42	0,38	0,31	0,31

*al 30 de junio

Concepto	Mínimo	Máximo	Mediana	Desvest	Promedio
B/V	0,16	0,30	0,24	0,05	0,24
P/V	0,70	0,84	0,76	0,05	0,76
B/P	0,19	0,42	0,31	0,09	0,32

Para efectos de esta valorización se estableció como estructura de capital objetivo una relación de 24% deuda sobre valor de empresa y de 76% patrimonio sobre valor empresa. Estos promedios corresponden al promedio simple del periodo analizado.

5. Estimación del Costo patrimonial y costo de capital de la empresa.

Para determinar el costo del patrimonio y el costo del capital, se calculó el beta de la acción para el periodo 2014 al primer semestre del 2018, a través de la siguiente metodología:

Se descargaron los precios semanales de la acción de Grupo Nutresa S.A. y del índice COLCAP desde el sitio web Investing, desde el 01 de Julio de 2012 al 30 de junio de 2018.

El COLCAP es uno de los índices bursátiles de la Bolsa de Valores de Colombia, este indicador refleja las variaciones de los precios de las 20 acciones más liquidas donde el valor de capitalización bursátil ajustada de cada compañía determina su participación dentro de dicho índice.

Sobre la información obtenida en Investing se calcularon los retornos semanales para la acción y el índice.

Se estimó el beta de la acción a través del modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$), utilizando 104 observaciones (al 30 de junio de cada año).

Se obtuvieron los siguientes resultados:

Cuadro 8: Resultados de la Regresión Lineal entre Nutresa y el índice COLCAP.

	2014	2015	2016	2017	2018
Beta Acción	0,99	0,82	0,69	0,67	0,46
P- Value	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

De acuerdo al análisis realizado para junio 2018 el beta de la empresa es de 0,46, esto indica que ante variaciones del índice COLCAP los retornos de la acción de Grupo Nutresa S.A. varían en menor intensidad.

A continuación, se presentan los cálculos y variables necesarias para la estimación del costo de capital promedio ponderado (WACC por sus siglas en inglés).

Costo de la deuda (k_B)

Para el costo de la deuda se utilizó el bono de más largo plazo del Grupo Nutresa (Fideicomiso Grupo Nutresa S.A.), Serie C12, Nemotécnico BFCH19C12 con fecha de emisión 20-08-2009 y vencimiento 20-08-2021, monto de colocación por COP\$350.000.000.000, es un bono tipo bullet con pagos trimestrales y para el cual el cupón es calculado en base a una tasa indexada a la inflación de Colombia. Debido a la falta de información respecto de la YTM para este bono la tasa utilizada para determinar el costo de la deuda se expresará nominalmente según la fórmula indicada en el prospecto $(1 + \% \text{meta inflación}) * (1 + \text{spread}) - 1$. Se utiliza como spread el 5,75% anual indicado en los estados financieros consolidados del Grupo Nutresa a junio de 2018 y una tasa de inflación de 3,20% (se considera que la tasa de inflación objetivo de Colombia en el largo plazo se ubica entre el 3% y 4% anual).

$$k_B = 9,13\%$$

Beta de la Deuda (β_d)

Para determinar el beta de la deuda se consideró una tasa libre de riesgo de 6,59% que corresponde a la YTM de cierre de la última semana de junio para los bonos a 10 años emitidos por el gobierno de Colombia (dato extraído desde Investing) y un premio de riesgo de mercado de 7,39% provisto por Damodaran a Julio 2018.

Estimación Beta de la Deuda

$$K_b = R_f + [E (R_m) - R_f] * B_d$$

$$9,13\% = 6,59\% + 7,39\% * B_d$$

$$0,35 = B_d$$

Beta de la Acción ($\beta_p^{c/d}$)

El beta de la acción corresponde al resultado obtenido a través de la regresión lineal al 30 de junio de 2018, el cual comprende los retornos de Julio 2016 a junio 2018.

$$B_p^{c/d} = 0,46$$

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

Al analizar la estabilidad de la estructura de capital de Grupo Nutresa S.A. para 2017 y 1S 2018, esta tiene una estructura de capital (B/P) de 0,31, teniendo en cuenta además que el promedio 2014-1S 2018 es de 0,32, es razonable utilizar la estructura actual como estructura objetivo de la compañía. Considerando esto el beta patrimonial con deuda corresponde al beta de la acción calculado en la regresión realizada a junio de 2018 (indicado en punto anterior):

$$B_p^{c/d} = 0,46$$

Es importante mencionar que la tasa de impuesto a las corporaciones de largo plazo es de un 33% ya que a partir de enero 2017 las compañías de Grupo Nutresa S.A. tienen suscritos contratos de estabilidad jurídica y generan tributos a la tarifa estabilizada del 33% y no del 37% (renta 33% más sobretasa renta 4%) como lo estableció la ley 1819 del 2016. Por lo tanto, el efecto de los impuestos tampoco distorsionaría el uso del beta de la acción para este caso.

Costo Patrimonial (K_p)

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

Costo Patrimonial K_p por CAPM

$$K_p = R_f + [E(R_m) - R_f] * B_p^{cd}$$

$$K_p = 6,59\% + 7,39\% * 0,46$$

$$10\% = K_p$$

Costo de Capital (K_0)

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

Costo Capital K_0 por WACC

$$K_0 = K_p * P/V + K_b * (1-T_c) * B/V$$

$$K_0 = 10\% * 0,76 + 9,13\% * (1-33\%) * 0,24$$

$$9,1\% = K_0$$

6. Análisis Operacional del negocio y la Industria.

A continuación, se realiza un análisis operacional de Grupo Nutresa S.A. y la industria en la que opera. Considerando esto, se tomaron como base los estados financieros emitidos por la compañía entre los años 2014 y el primer semestre del año 2018 en términos nominales.

6.1. Estados Financieros e indicadores de Rentabilidad.

A continuación, se presentan los Estados de Resultados en Millones de COP para el periodo comprendido entre el año 2014 y el primer semestre del año 2018.

Cuadro 9: Estado de Resultado Grupo Nutresa.

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Junio 2018
Operaciones continuadas					
Ingresos operacionales	6.481.813	7.945.417	8.676.640	8.695.604	4.326.514
Costos de ventas	(3.618.717)	(4.507.166)	(4.966.031)	(4.855.635)	(2.398.340)
Utilidad bruta	2.863.096	3.438.251	3.710.609	3.839.969	1.928.174
Gastos de administración	(328.368)	(371.810)	(401.100)	(399.846)	(196.903)
Gastos de venta	(1.709.315)	(2.144.502)	(2.384.866)	(2.551.874)	(1.263.528)
Gastos de producción	(135.091)	(137.446)	(147.694)	(139.088)	(68.712)
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	11.406	2.619	15.873	255	1.864
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	(25.625)	(4.427)	22.149	25.109	(603)
Utilidad operativa	676.103	782.685	814.971	774.525	400.292
Ingresos financieros	11.872	9.828	10.982	13.941	7.034
Gastos financieros	(170.648)	(234.896)	(324.637)	(307.548)	(133.356)
Dividendos	43.395	47.016	50.545	54.386	58.559
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	18.479	27.181	(8.642)	(21.401)	10.585
Pérdida por la posición monetaria neta	(12.771)	(32.160)	(32.946)	-	-
Participación en asociadas y negocios conjuntos	3.222	4.928	6.103	5.994	(704)
Otros ingresos (egresos) netos	7.025	-288	28.492	3.290	(2.755)
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	576.677	604.294	544.868	523.187	339.655
Impuesto sobre la renta corriente	(145.647)	(183.561)	(172.866)	(144.956)	(87.429)
Impuesto sobre la renta diferido	170.500	16.421	29.533	47.179	(5.112)
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas	601.530	437.154	401.535	425.410	247.114
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	(12.014)	(6.335)	(1.844)	(1.070)	(843)
Utilidad neta del ejercicio	589.516	430.819	399.691	424.340	246.271

Cuadro 10: Estado de Resultado Grupo Nutresa (% sobre ventas 2014-1S 2018).

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Junio 2018
Operaciones continuadas					
Ingresos operacionales	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-56%	-57%	-57%	-56%	-55%
Utilidad bruta	44%	43%	43%	44%	45%
Gastos de administración	-5,1%	-4,7%	-4,6%	-4,6%	-4,6%
Gastos de venta	-26,4%	-27,0%	-27,5%	-29,3%	-29,2%
Gastos de producción	-2,1%	-1,7%	-1,7%	-1,6%	-1,6%
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	0,2%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	-0,4%	-0,1%	0,3%	0,3%	0,0%
Utilidad operativa	10,4%	9,9%	9,4%	8,9%	9,3%
Ingresos financieros	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Gastos financieros	-2,6%	-3,0%	-3,7%	-3,5%	-3,1%
Dividendos	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	1,4%
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	0,3%	0,3%	-0,1%	-0,2%	0,2%
Pérdida por la posición monetaria neta	-0,2%	-0,4%	-0,4%	0,0%	0,0%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Otros ingresos (egresos) netos	0,1%	0,0%	0,3%	0,0%	-0,1%
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	8,9%	7,6%	6,3%	6,0%	7,9%
Impuesto sobre la renta corriente	-2,2%	-2,3%	-2,0%	-1,7%	-2,0%
Impuesto sobre la renta diferido	2,6%	0,2%	0,3%	0,5%	-0,1%
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas	9,3%	5,5%	4,6%	4,9%	5,7%
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Utilidad neta del ejercicio	9,1%	5,4%	4,6%	4,9%	5,7%

A partir de esta información se analizan las principales cifras de la compañía, con los principales indicadores de rentabilidad:

Cuadro 11: Análisis de Rentabilidad

	2014	2015	2016	2017	2018*
Ingresos operacionales	6.481.813	7.945.417	8.676.640	8.695.604	4.326.514
Utilidad neta del ejercicio	589.516	430.819	399.691	424.340	246.271
Ebitda	835.701	975.554	1.028.953	1.044.179	540.016
Margen Bruto	44,2%	43,3%	42,8%	44,2%	44,6%
Margen Neto	9,1%	5,4%	4,6%	4,9%	5,7%
Margen EBITDA	12,9%	12,3%	11,9%	12,0%	12,5%

Considerando la información del cuadro anterior se puede inferir que los últimos tres años la compañía presenta una estabilidad marcada de sus indicadores, con un margen bruto promedio de 43,5%, margen neto promedio de 4,9% y un EBITDA promedio del 12% para los últimos tres años, este último indicador es el más importante para la compañía y es considerado como eje central de su estrategia centenaria a 2020 que lo ubica en 12% para todos los años.

6.2. Análisis de Crecimiento

Tasa de Crecimiento de las Ventas.

A continuación, se detallan las tasas de crecimiento nominales de las ventas por segmento y región geográfica para los años 2015 a 2017 (últimos 3 años), con su respectivo crecimiento promedio ponderado por el total de ingresos de este periodo.

Estas tasas de crecimiento se determinaron a partir de la información disponible en el sitio web de Grupo Nutresa, donde se obtiene el detalle de las ventas nominales por línea de negocio y a partir de esta información se calcula la tasa de crecimiento anual.

Cuadro 12: Análisis de crecimiento ventas Colombia.

Unidad de Negocio	2015	2016	2017	Promedio
Cárnico / Cold cuts	8%	7%	-1%	4%
Galletas / Biscuits	12%	9%	3%	8%
Chocolates / Chocolates	10%	12%	3%	8%
Cafés/ Coffee	6%	7%	4%	6%
A. Consumidor / Retail Food	0%	23%	9%	10%
Helados / Ice cream	5%	-2%	-3%	0%
Pastas / Pasta	9%	11%	2%	7%
Otros / Others	21%	21%	21%	21%
			Promedio	6,85%

Cuadro 13: Análisis de crecimiento ventas Otros Países.

Unidad de Negocio	2015	2016	2017	Promedio
Cárnico / Cold cuts	22%	9%	-0,3%	10%
Galletas / Biscuits	44%	13%	1%	19%
Chocolates / Chocolates	37%	12%	3%	17%
Cafés/ Coffee	33%	8%	5%	15%
A. Consumidor / Retail Food	55%	18%	1%	25%
Helados / Ice cream	18%	-7%	-48%	-12%
Pastas / Pasta	0%	21%	80%	34%
Otros / Others	429%	85%	-84%	144%
			Promedio	14,5%

En el siguiente cuadro se presenta el crecimiento promedio ponderado de acuerdo al total de los ingresos por venta de Grupo Nutresa para los últimos tres años, en cada uno de los casos se pondera las ventas por la línea de negocio con su respectiva tasa de crecimiento y separado por ventas nacionales e internacionales. El detalle es el siguiente:

Cuadro 14: Crecimiento Promedio Ingresos por Venta Grupo Nutresa S.A.

Unidad de Negocio	Promedio Crecimiento	Peso dentro de Ingresos
Crecimiento Nominal Colombia	6,85%	63%
Crecimiento Nominal Internacional	14,5%	37%
Crecimiento Nominal Ingresos Grupo Nutresa (últimos 3 años)	9,7%	100,0%

6.3. Análisis de Costos de Operación

Los costos operacionales se clasifican de la siguiente forma:

Cuadro 15: Costos Operacionales de Grupo Nutresa S.A. 2014 – 2018 S1.

Costos Operacionales (MM\$ COP Nominales)	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Junio 2018
Consumo de Inventarios y otros Costos	2.739.274	3.463.889	3.656.981	3.487.573	1.716.077
Beneficios a los Empleados	1.078.573	1.320.159	1.424.129	1.498.830	756.296

Otros Servicios	789.789	938.027	680.388	694.323	334.622
Otros Gastos	360.959	434.003	466.716	458.008	236.737
Arrendamientos	148.765	229.342	196.591	216.297	110.690
Servicios de Transporte	224.287	242.605	302.263	311.528	160.736
Depreciaciones y Amortizaciones	164.738	200.203	228.092	268.000	140.235
Servicios Temporales	-	-	193.367	211.346	100.219
Servicios de Maquila	-	-	178.551	193.452	90.177
Energía y Gas	-	-	134.538	140.653	70.924
Material Publicitario	118.543	126.897	120.825	135.380	56.879
Mantenimiento	-	-	108.698	110.851	53.755
Honorarios	76.355	100.266	94.873	98.802	35.768
Impuestos Diferidos a Impuestos a la renta	46.917	64.091	70.590	74.415	39.825
Seguros	24.673	28.760	32.800	33.318	17.070
Deterioro de Activos	18.618	12.682	10.289	13.667	7.473
Totales	5.791.491	7.160.924	7.899.691	7.946.443	3.927.483

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

Cuadro 16: Costos Operacionales (%) Sobre Ventas de Grupo Nutresa S.A. 2014 – 2018
S1

Costos Operacionales (%)	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Promedio
% Costos de ventas sobre total de ventas	56%	57%	57%	56%	56%
% Gastos de administración sobre total de ventas	5%	5%	5%	5%	5%
% Gastos de venta sobre total de ventas	26%	27%	27%	29%	28%
% Gastos de producción sobre total de ventas	2%	2%	2%	2%	2%
Totales	89%	90%	91%	91%	90%

Como se puede observar en el cuadro anterior, los últimos cuatro años el costo de ventas representa en promedio un 56% del total de ventas y a su vez los gastos de venta representan un 28% de las ventas totales para el mismo periodo. Estos dos ítems representan el 84% del total de costos operacionales sobre el nivel de ventas, en menor

medida aparecen gastos de administración y de producción que representan un 5% y un 2% del total de ventas respectivamente.

Cuadro 17: Depreciación y Amortización 2014 – 2018 S1

Depreciaciones y Amortizaciones	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Junio 2018
Depreciaciones y Amortizaciones (MM\$ Cop nominales)	164.738	200.203	228.092	268.000	140.235
Depreciaciones y Amortizaciones (% sobre ventas totales)	2,5%	2,5%	2,6%	3,1%	3,2%

6.4. Análisis de Activos

A continuación, se presenta la clasificación de los activos de Grupo Nutresa S.A. al 30 de junio de 2018 como operacionales, no operacionales y no operacionales prescindibles.

Cuadro 18: Clasificación de Activos de Grupo Nutresa S.A. 2018 S1.

Estado de Situación Financiera (MM\$ COP Nominales)	Junio 2018	Clasificación
ACTIVO		
Activo corriente		
Efectivo y equivalentes de efectivo	323.015	Operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	982.429	Operacional
Inventarios	985.572	Operacional
Activos biológicos	80.952	Operacional
Otros activos corrientes	282.116	No Operacional
Activos no corrientes mantenidos para la venta	6.585	No operacional Prescindible
Total, activo corriente	2.660.669	
Activo no corriente		
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	26.277	Operacional
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	177.513	Operacional
Otros activos financieros no corrientes	3.820.160	No operacional Prescindible
Propiedades, planta y equipo, neto	3.290.669	Operacional
Propiedades de inversión	77.245	No operacional Prescindible
Plusvalía	2.039.695	No operacional
Otros activos intangibles	1.148.745	Operacional
Activo por impuesto diferido	386.564	No operacional

Otros activos no corrientes	68.050	No operacional Prescindible
Total, activo no corriente	11.034.918	
TOTAL ACTIVOS	13.695.587	

De acuerdo a la clasificación indicada, la distribución es la siguiente:

Cuadro 19: Resumen de la Clasificación de activos de grupo Nutresa S.A. 2018 S1.

Clasificación (MM\$ COP Nominales)	Junio 2018
Operacional	7.015.172
No Operacional	2.708.375
No Operacional Prescindible	3.972.040
Total Activo	13.695.587

Los activos no operacionales que mantiene la compañía corresponden a los siguientes:

- 1) **Otros Activos Corrientes:** Corresponde a activos por impuestos diferidos, gastos pagados por anticipados y activos por instrumentos derivados que no aplican como contabilidad de cobertura.
- 2) **Activos no Corrientes mantenidos para la venta:** Desarrollo de construcción "build to suit" para almacenamiento de producto terminado para la distribución secundaria en diferentes ciudades de Colombia, luego son vendidos a un Fondo de inversión privado inmobiliario para liberar capital de trabajo y luego tomados en arrendamiento operativo.
- 3) **Otros Activos Financieros No Corrientes:** Corresponde a la participación del 12,66% del Grupo Sura por MM\$ 2.232.981 y la participación del 12,36% del Grupo Argos por MM\$ 1.584.920, Otras inversiones por MM\$ 2.259.
- 4) **Propiedades de Inversión:** Corresponde a propiedades, terrenos y edificios adquiridos para obtener rentas o plusvalías.

- 5) **Plusvalía:** Activo intangible asociado principalmente al negocio de TMLUC, Alimentos al consumidor y Chocolates. Es el mayor valor de la adquisición de inversiones en filiales. Como es exceso, no es un valor recuperable.

- 6) **Activo por impuestos Diferidos:** Activo por impuestos diferidos.

- 7) **Otros Activos No Corrientes:** Corresponden a los derechos mantenidos por el fondo de capital privado "cacao para el futuro" y a reclamación de impuestos al patrimonio del año 2009.

7. Proyección de Estado de Resultado Grupo Nutresa S.A.

7.1. Ingresos Operacionales

Para realizar la estimación de ventas 2018 S2 – 2022 se utiliza una tasa promedio de crecimiento determinada a partir de tres variables principales: crecimiento promedio anual de las ventas de Grupo Nutresa S.A. entre los años 2014 al 2017, crecimiento nominal de la industria y crecimiento nominal promedio de la competencia en los tres últimos años.

A continuación, se indican las tasas de crecimiento utilizadas:

Cuadro 20: Promedio Crecimiento (nominal) Grupo Nutresa S.A. 2014-2017

Unidad de Negocio	Promedio Crecimiento
Crecimiento Nominal Colombia	6,85%
Crecimiento Nominal Internacional	14,5%

Para realizar la proyección de ingresos por área de negocio se determinó el peso relativo promedio entre el 2014 al 2017 de cada una de las áreas de negocio dentro del segmento geográfico correspondiente (los pesos relativos de determinan por el total de ingresos ordinarios en cada segmento geográfico).

Cuadro 21: Tasas de Crecimiento de la Industria y la Competencia.

Detalle	Tasa	Observación
Crecimiento Nominal Food Industria Colombia	7%	Fuente: Invest in Bogotá basado en Euromonitor.
Crecimiento Competencia Colombia Últimos 3 años	6,5%	Fuente: Crecimiento Nominal Ventas " La Colombina" principal competencia en Colombia.

Detalle	Tasa	Observación
Crecimiento Nominal Food Procesing Mundo	7,6%	Fuente: Crecimiento Nominal Ventas "Inside Mexico's Processed Food Industry" del auto Sergio Ornelas.

Crecimiento Ventas Industria (Ultimos 3 años)	5,0%	Fuente: Información obtenido de las ventas nominales de empresas de la industria de diferentes países.
---	------	--

A partir de las tasas obtenidas se calcula un promedio simple para los ingresos por ventas en Colombia y en el extranjero (promedio lineal ventas Nutresa, crecimiento industria y crecimiento competencia). El promedio obtenido para cada una de las líneas de negocio se pondera por su importancia dentro de los ingresos totales para obtener la tasa anual de crecimiento de los ingresos por venta, que en este caso será de 7,62% anual nominal.

Cuadro 22: Tasas de Crecimiento Ingresos por Venta Grupo Nutresa S.A.

Detalle	Tasa	Importancia Relativa
Crecimiento Nominal Proyectado Prox 5 años Colombia	6,78%	63%
Crecimiento Nominal Proyectado Prox 5 años Otros Países	9,03%	37%

Crecimiento Promedio Nominal Proyectado 5 años	7,62%
---	--------------

7.2. Costo de Mercadería Vendida

Se realiza la proyección del costo de la mercadería vendida utilizando la estructura promedio histórica desde el 2014 al 2017 que Grupo Nutresa S.A. posee en sus costos operacionales.

Cuadro 23: Estructura Operacional Grupo Nutresa S.A.

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Promedio Anual 2014-2017
Operaciones continuadas					
Ingresos operacionales	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-55,8%	-56,7%	-57,2%	-55,8%	-56,4%
Utilidad bruta	44,2%	43,3%	42,8%	44,2%	43,6%
Gastos de administración	-5,1%	-4,7%	-4,6%	-4,6%	-4,7%
Gastos de venta	-26,4%	-27,0%	-27,5%	-29,3%	-27,5%
Gastos de producción	-2,1%	-1,7%	-1,7%	-1,6%	-1,8%
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	0,2%	0,0%	0,2%	0,0%	0,1%
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	-0,4%	-0,1%	0,3%	0,3%	0,0%
Utilidad operativa	10,4%	9,9%	9,4%	8,9%	9,6%

A partir de este cuadro se determina que el total de costos operacionales promedio corresponde al 90,4% de los ingresos que anualmente genera Grupo Nutresa S.A. y que el costo de venta en promedio corresponde a un 56,4% de estos costos.

7.3. Gastos Operacionales

La proyección de gastos operacionales se realiza en función de la tasa promedio histórica de gastos sobre ventas que Grupo Nutresa S.A. posee entre los años 2014 al 2017. Como se puede observar en el cuadro N° 22 los gastos de administración, venta y producción representan un 34% del total de gastos siendo los gastos de venta el más representativo con un 27,5% promedio, seguido de administración con un 4,7% promedio y gastos de producción con un 1,8% promedio.

Cuadro 24: Tasa de Gastos sobre ventas

Gastos	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	Promedio Anual 2014-2017
Gastos Sobre Ventas	33,60%	33,40%	33,80%	35,50%	34,08%

Para distribuir el total de gastos entre gastos de administración, ventas y de producción se utiliza la tasa promedio proporcional para cada uno respecto del total de gastos.

7.4. Ingresos y Egresos No operacionales

Ingresos Financieros: La proyección de ingresos financieros se realiza en función de la tasa promedio histórica de ingresos financieros sobre ventas que Grupo Nutresa S.A. posee entre los años 2014 al 2017. Como se puede observar en el cuadro más abajo la tasa promedio histórica fue de 0,1%.

Cuadro 25: Tasa de Ingresos Financieros 2014-2017

Ingresos financieros	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Promedio Anual 2014-2017
Ingresos financieros	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%

Gastos Financieros: La proyección de gastos financieros se realiza en función del ratio promedio histórica de EBITDA sobre gastos financieros que Grupo Nutresa S.A. posee entre los años 2014 al 2017. Adicionalmente como Grupo Nutresa S.A. posee distintas fuentes de financiamientos e ítems que engloban estos gastos se determinó la tasa promedio histórica de cada uno de estos ítems dentro de los gastos entre los años 2014 al 2017, realizando la asignación correspondiente. Si bien los bonos que Grupo Nutresa tiene vigente al 30 de junio 2018 vencen en 2019 y 2021 se considera un gasto financiero equivalente a la estructura que mantiene a la fecha ya que se asume que estos serán reemplazados por otros bonos.

Cuadro 26: Ratio EBITDA/GASTOS FINANCIEROS 2014-2017

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Promedio Anual 2014-2017
EBITDA/GF	4,90	4,15	3,17	3,40	3,90

Otros Egresos e ingresos como diferencia de cambio, dividendos, participación en asociadas y negocios conjuntos y otros egresos (ingresos netos), se mantiene el criterio considerando la tasa promedio histórica de cada ítem sobre ventas para los años 2014 al 2017, esto debido al bajo impacto que tienen dentro de la proyección ya que en promedio corresponden al 0,1% de las ventas.

7.5. Impuesto a la Renta

La tasa de impuesto a las corporaciones es de un 33% ya que a partir de Enero 2017 las compañías de Grupo Nutresa S.A. tienen suscritos contratos de estabilidad jurídica y generan tributos a la tarifa estabilizada del 33% y no del 37% (renta 33% más sobretasa renta 4%) como lo estableció la ley en Colombia 1819 del 2016 y se aplica a la utilidad antes de provisión para impuesto de renta e interés minoritario.

7.6. Estado de Resultado Proyectado

A continuación, se presenta el estado de resultado proyectado en millones de pesos colombianos.

Cuadro 27: Estados financieros proyectados 2018 2S -2022

	Diciembre 2018 2s	Diciembre 2019	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022
Ingresos operacionales	4.326.514	9.312.272	10.022.760	10.788.559	11.614.064
Costos de ventas	(2.440.608)	(5.253.098)	(5.653.888)	(6.085.879)	(6.551.550)
Utilidad bruta	1.885.906	4.059.174	4.368.872	4.702.680	5.062.514
<i>Mg bruto%</i>	43,6%	43,6%	43,6%	43,6%	43,6%
Gastos de administración	(205.229)	(441.729)	(475.431)	(511.757)	(550.914)
Gastos de venta	(1.191.611)	(2.564.791)	(2.760.474)	(2.971.391)	(3.198.752)
Gastos de producción	(77.036)	(165.810)	(178.461)	(192.096)	(206.795)
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	412.031	886.844	954.506	1.027.437	1.106.052
<i>Mg Operacional %</i>	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
EBITDA	528.488	1.137.504	1.224.291	1.317.834	1.418.671
<i>Mg ebitda %</i>	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%
Ingresos financieros	6.422	13.823	14.877	16.014	17.239
Gastos financieros	(135.379)	(291.386)	(313.618)	(337.580)	(363.411)
Dividendos	26.708	57.485	61.871	66.598	71.694
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	3.044	6.553	7.053	7.592	8.173
Pérdida por la posición monetaria neta	(10.616)	(22.850)	(24.593)	(26.472)	(28.498)
Participación en asociadas y negocios conjuntos	2.715	5.843	6.289	6.770	7.288
Otros ingresos (egresos) netos	5.094	10.964	11.801	12.703	13.675
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	310.019	667.276	718.187	773.060	832.212
Impuesto sobre la renta corriente (33%)	(102.306)	(220.201)	(237.002)	(255.110)	(274.630)
Impuesto sobre la renta diferido	0	0	0	0	0
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas	207.713	447.075	481.185	517.950	557.582
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	(3.230)	(6.953)	(7.483)	(8.055)	(8.671)
Utilidad neta del ejercicio	204.482	440.123	473.702	509.896	548.911
<i>Mg Neto %</i>	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%

8. Proyección de Flujo de Caja Libre

A partir de los estados financieros proyectados indicados anteriormente para el periodo 2018 2s- 2022, se realiza la proyección del flujo de caja bruto y del flujo de caja libre, para lo cual se establecen los siguientes supuestos:

8.1. Inversión en Reposición

Se utiliza como método de cálculo de la inversión de la reposición el valor de la depreciación del periodo. Esto supone que la empresa realiza inversiones en activo fijo en la misma cuantía en que el activo fijo existente se deprecie. A través del siguiente cuadro se puede observar la proyección desde el segundo semestre 2018 al año 2022.

Cuadro 28: Proyección Inversión en Reposición 2018 s2 -2022.

	Diciembre 2018 S2	Diciembre 2019	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022
Inversión en Reposición MM\$ COP					
Depreciaciones y Amortizaciones	(116.458)	(250.660)	(269.785)	(290.398)	(312.618)
Inversión de Reposición	116.458	250.660	269.785	290.398	312.618
% Inversión en Reposición	100%	100%	100%	100%	100%

8.2. Nuevas Inversiones en Activo Fijo

Para determinar las nuevas inversiones en activo fijo se calcularon las relaciones entre las propiedades, planta y equipo, respecto a los ingresos operacionales, se obtuvieron los siguientes resultados:

Cuadro 29: Inversión en Activo Fijo 2014 – 2017.

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017
Inversión en PP&E 2014-2017				
Ingresos Operacionales	6.481.813	7.945.417	8.676.640	8.695.604
Propiedad, Plante y Equipo, Neto	2.963.335	3.383.722	3.383.513	3.395.671
PP&E/Ventas	46%	43%	39%	39%
PP&E / Ventas 2017	39%			

Considerando esta información, la proyección del activo fijo corresponde al 39% del total de ingresos operacionales para cada año (para este análisis utilizaremos el último año como representativo).

Cuadro 30: Proyección inversión en activo fijo 2018 2s – 2022

MM\$ COP nominales	Diciembre 2018	Diciembre 2019	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022
Business Unit Colombia	5.439.862	5.808.921	6.203.019	6.623.853	7.073.238
Business Unit Internacional	3.213.166	3.503.350	3.819.742	4.164.707	4.540.826
Total Ingresos Operacionales	8.653.028	9.312.272	10.022.760	10.788.559	11.614.064
Proyección PP&E	3.379.045	3.636.482	3.913.931	4.212.979	4.535.342
Nueva Inversión en Activo Fijo	-16.626	257.437	277.449	299.048	-

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

8.3. Inversión en capital de Trabajo

Para realizar la proyección de la inversión en capital de trabajo, se calcula al término de cada periodo entre los años 2014 al 2017 y se determina su relación histórica respecto a los ingresos operacionales, de esta forma se obtiene el Capital de Trabajo Operacional Neto como porcentaje de las ventas y como días venta.

Cuadro 31: Inversión en Capital de Trabajo 2014 – 2017.

MM\$ COP nominales	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017
Capital de Trabajo				
(+) Disponible y Equivalente de Efectivo	391.863	286.064	219.322	435.643
(+) Deudores, Neto	739.808	878.280	889.197	957.568
(+) Inventarios, Neto	841.852	1.032.969	1.028.417	982.816
(+) Activos Biológicos	47.770	53.119	75.677	81.518
(-) Proveedores y Cuentas por Pagar	656.458	825.435	888.840	993.241
Capital de Trabajo	1.364.835	1.424.997	1.323.773	1.464.304
Ingresos Operacionales	6.481.813	7.945.417	8.676.640	8.695.604
CTON (% de Ventas)	21%	18%	15%	17%
CTON (Días de ventas)	77	65	56	61
CTON (% de Ventas)	17%			
CTON (Días de ventas)	61			

Dado lo anterior, la proyección de inversión en capital de trabajo corresponde al 17% del total de ingresos operacionales de cada año (para este análisis utilizaremos el último año como representativo).

Cuadro 32: Proyección inversión en capital de trabajo 2018 -2022.

MM\$ COP nominales	Diciembre 2018	Diciembre 2019	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022
Business Unit Colombia	5.487.178	5.808.921	6.203.019	6.623.853	7.073.238
Business Unit Internacional	3.165.850	3.503.350	3.819.742	4.164.707	4.540.826
Total Ingresos Operacionales	8.653.028	9.312.272	10.022.760	10.788.559	11.614.064
Proyección Capital de trabajo	1.457.134	1.568.148	1.687.792	1.816.749	1.955.761
Nueva Inversión en Capital de Trabajo	45.466	111.014	119.643	128.957	-

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

8.4. Proyección de Flujo de caja libre.

Para el cálculo del flujo de caja libre se incorporan los periodos 2018 – 2022, segundo semestre 2018 debido que la valorización se realiza al 30 de junio de 2018 y se incorpora además el año 2023 como valor terminal o proyección implícita de los flujos de la empresa como perpetuos sin tasa de crecimiento.

Cuadro 33: Estimación de flujo de caja Libre 2018 – 2023 (Valores en Millones de pesos colombianos).

	Diciembre 2018 S2	Diciembre 2019	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023 - perpetuo
Utilidad Neta	204.482	440.123	473.702	509.896	548.911	548.911
Depreciaciones y Amortizaciones	116.458	250.660	269.785	290.398	312.618	312.618
Ingresos por Dividendos y Financieros (después de impuestos)	(22.197)	(47.776)	(51.421)	(55.350)	(59.585)	(59.585)
Gastos Financieros (después de impuestos)	90.704	195.229	210.124	226.179	243.485	243.485
Otros Ingresos y egresos, neto (después de impuestos)	(3.413)	(7.346)	(7.907)	(8.511)	(9.162)	(9.162)
Diferencia en cambio en pasivos y activos no operativos	(3.044)	(6.553)	(7.053)	(7.592)	(8.173)	(8.173)

Perdida por la Posición Monetaria Neta	10.616	22.850	24.593	26.472	28.498	28.498
Participación en asociadas y negocios conjuntos (después de impuestos)	(1.819)	(3.915)	(4.214)	(4.536)	(4.883)	(4.883)
Flujo de Caja Bruto	391.787	843.271	907.609	976.956	1.051.710	1.051.710
Inversión en Reposición	(116.458)	(250.660)	(269.785)	(290.398)	(312.618)	(312.618)
Nueva Inversión en Activo Fijo	0	(257.437)	(277.449)	(299.048)	-	-
Inversión en Capital de Trabajo	(45.466)	(111.014)	(119.643)	(128.957)	-	-
Flujo de Caja Libre	229.863	224.160	240.732	258.553	739.092	739.092
Valor Terminal	-	-	-	-	8.151.908	
FCL + Valor Terminal	229.863	224.160	240.732	258.553	8.891.000	
Flujo de Caja Descontados (T0)	224.823	196.798	193.779	190.823	6.016.441	
VAN NUTRESA	6.822.664					

Para determinar el FCL, se calculó el flujo de caja bruto, el cual incorpora el ajuste de depreciación y amortización, además de la pérdida/utilidad por posición monetaria y diferencia de cambios de activos y pasivos no operativos. De la misma forma se incorporan los siguientes ajustes después de impuestos: ingresos por dividendos y financieros, gastos financieros, otros ingresos y egresos y la participación en asociadas y negocios conjuntos.

Una vez obtenido el flujo de caja bruto y para determinar el flujo de caja libre se incorporan los ajustes de inversión en reposición, nueva inversión en activo fijo e inversión en capital de trabajo, de acuerdo a lo estimado anteriormente, incluyendo el flujo de caja libre del primer año de la proyección implícita, es decir, el año 2023.

En base a los métodos de flujo de caja descontados, considerando la tasa de costo de capital promedio ponderado y el valor terminal sin crecimiento se obtuvo el siguiente valor de los activos operacionales al 30 de junio de 2018.

Cuadro 34: Valor de activos Operacionales al 30 de junio de 2018.

Tasa de Costo de Capital (Ko)	9,1%
Valor Activos Operacionales	6.822.664

9. Valorización Económica de la Empresa y de su precio por Acción

Para la valorización económica del precio de la acción, consideramos el valor de los activos operacionales obtenido al descontar los flujos obtenidos anteriormente el cual corresponde a MM\$COP 6.838.926, luego se adicionó el valor de los activos prescindibles y se descontó la deuda financiera. Con lo anterior el valor económico del patrimonio asciende a COP\$ 7.885.817. Este valor se divide por el número de acciones en circulación obteniendo el precio de COP\$ 17.138,48 al 30.06.2018 comparable con el precio de la acción que a esa misma fecha era de COP\$ 27.000, lo cual indicaría que la acción de Grupo Nutresa S.A. se encuentra sobrevalorada en el mercado.

Cuadro 35: Valorización Económica de la empresa y del precio de la acción.

Item 30.06.2018	
MM\$ COP nominales	
Valor de los activos operacionales	6.822.664
Activos Prescindibles	3.972.040
Deuda Financiera	-2.925.149
Valor Económico del Patrimonio	7.869.555
Acciones en Circulación	460.123.458,00
Precio Por Acción	17.103,14
Precio Real de la Acción 30.06.2018	27.000

10. Conclusiones

Grupo Nutresa S.A. mantiene una sólida posición competitiva en la industria de alimentos en Colombia, siendo el principal actor y concentrando el 64% del total de los ingresos operacionales en ese país. En el transcurso del tiempo ha ido realizando un crecimiento inorgánico que le ha permitido internacionalizarse, de manera que en la actualidad está presente en otros nueve países que representan el 37% de sus ingresos totales.

La compañía durante los últimos cuatro años ha mantenido resultados operativos estables con un fuerte control de sus costos y gastos operativos, además de una política establecida de mitigación de riesgos que permitan sostener los márgenes de rentabilidad y la generación de flujo de caja en medio de un entorno más volátil en los distintos mercados donde opera. Como resultado de esta estrategia en los últimos cuatro años ha obtenido un margen bruto promedio de 43,6% con máximos de 44,6% y mínimos de 42,8%, en términos de margen EBITDA en los últimos cuatro años ha tenido un promedio de 12,3% con máximos de 12,9% y mínimos de 11,9%, por último, el margen neto de Grupo Nutresa de los últimos cuatro años ha tenido un promedio de 6% con máximos de 9,1% y mínimos de 4,6% que es donde se ha estabilizado en los dos últimos años.

Realizado el análisis a través del método de flujo de caja descontado (FCD), el precio de la acción obtenido en el modelo refleja un potencial de desvalorización del 37% frente al precio de la acción al 30 de Junio de 2018, mediante FCD el precio de la acción del modelo es COP\$ 17.103,14 versus el cierre del 30 de Junio de 2018 que fue de COP\$ 27.000, esto implica que el modelo FCD arroja un valor económico del patrimonio de COP\$MM 7.869.555, si consideramos que el EBITDA 2017 de Grupo Nutresa S.A. a Diciembre 2017 fue de MM\$ COP 1.044.179 la compañía se estaría transando en 8x EBITDA, a Junio 2018 transa en 12x EBITDA.

Los principales factores que podrían explicar una posible desvalorización de la acción radican en la baja capacidad de crecimiento que muestra la compañía en los últimos cuatro años, considerando que el proceso de expansión fuerte se dio entre los años 2000 al 2013. Adicionalmente la compañía posee una estrategia centenaria definida (1920-2020) que busca duplicar los ingresos operativos de 2013 al año 2020 llevándolos a los COP\$ 11,8 trillones, con márgenes EBITDA de entre 12% y 14%, un desempeño

operativo inferior al establecido que incluya caída de ingresos y márgenes conllevaría a una posible desvalorización. Esto es un factor importante que considerar dado que en términos de ingresos operacionales el modelo de proyección establece que ésta meta no es alcanzable al año 2020. Otro factor que podría llevar a la desvalorización es que la compañía pudiera generar una política de crecimiento más agresiva en búsqueda de alcanzar su meta centenaria y que incluya adquisiciones financiadas mayoritariamente con deuda.

Por último, los posibles cambios que puedan generarse en el portafolio de Inversión que Grupo Nutresa S.A. posee en Grupo Argos y Grupo Sura podrían afectar fuertemente la valorización de la compañía considerando que esta inversión al 30 de junio de 2018 alcanza los MM\$ COP 3.817.901 representando un 48% del valor económico del patrimonio calculado en el modelo.

11. Bibliografía

- Grupo Nutresa S.A. Estados Financieros Consolidados, años 2014 al 2018 S1. Sitio web: <https://www.gruponutresa.com/inversionistas/>
- Grupo Nutresa S.A. Estados Financieros Intermedios Consolidados, años 2014 al 2018 S1. Sitio web: <https://www.gruponutresa.com/inversionistas/>
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Información de mercado en Colombia. Sitio web: <http://www.bvc.com.co/>
- Banco de la Republica de Colombia. Estadísticas Económicas del mercado colombiano. Sitio web: <http://www.bvc.com.co/>
- Maquieira V., Carlos (2015). Finanzas Corporativas Teoría y Practica. Editorial Thomson Reuters, 1° Edición.
- Fernandez L., Pablo (2005). Valoración de Empresas. Editorial Gestión, 2000 3° Edición.
- Orellana, Esteban (2016). Valoración Grupo Nutresa S.A. Mediante Método de Flujo de Caja Descontado. Tesis para optar el grado de Magister de Finanzas Universidad de Chile.
- Weiskorn, Gert (2017). Valoración Grupo Nutresa S.A. Mediante Método de Flujo de Caja Descontado. Tesis para optar el grado de Magister de Finanzas Universidad de Chile.
- Rojas, Fabián (2017). Valoración Grupo Nutresa S.A. Mediante Método de Flujo de Caja Descontado. Tesis para optar el grado de Magister de Finanzas Universidad de Chile.

- Fitch Ratings Calificación Grupo Nutresa 27 de junio de 2018. Sitio web <https://www.fitchratings.com/site/colombia>
- Grupo Nutresa S.A. Corporate Presentation 2018: <https://www.gruponutresa.com/inversionistas/>
- Burkenroad Reports latinoamerica Grupo Nutresa S.A. Valoración 31 de Agosto 2017. Sitio web: <http://www.latinburkenroad.com/>
- Conagra Foods Inc. Información sobre la empresa y sus estados financieros. Sitio web: <http://www.conagrafoods.com/investor>
- Investing, Información financiera de Grupo Nutresa S.A. y de la industria alimenticia. Sitio web: <https://www.investing.com/>
- Finance Yahoo, Información sobre las empresas de la industria alimenticia. Sitio web: <https://finance.yahoo.com/>
- Damodaran Online. Información de la industria alimenticia, riesgo país, costo de capital y valorizaciones. Sitio web: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

12. Anexos

- Balances de Grupo Nutresa S.A. (Millones de pesos colombianos)

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Junio 2018
ACTIVO					
Activo corriente					
Efectivo y equivalentes de efectivo	391.863	286.064	219.322	435.643	323.015
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	739.808	878.280	889.197	957.568	982.429
Inventarios	841.852	1.032.969	1.028.417	982.816	985.572
Activos biológicos	47.770	53.119	75.677	81.518	80.952
Otros activos corrientes	139.352	220.762	246.832	221.475	282.116
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	71.679	100.330	6.557	6.585
Total activo corriente	2.160.645	2.542.873	2.559.775	2.685.577	2.660.669
Activo no corriente					
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	23.124	26.729	23.495	26.509	26.277
Activos biológicos no corrientes	4.185	5.699	7.433		
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	83.323	109.021	164.510	180.451	177.513
Otros activos financieros no corrientes	4.016.462	3.418.149	3.885.206	4.133.963	3.820.160
Propiedades, planta y equipo, neto	2.963.335	3.383.722	3.383.513	3.395.671	3.290.669
Propiedades de inversión	96.280	82.393	71.842	72.306	77.245
Plusvalía	1.373.072	2.033.403	2.034.454	2.118.226	2.039.695
Otros activos intangibles	766.829	1.179.957	1.163.671	1.181.350	1.148.745
Activo por impuesto diferido	297.783	355.461	356.994	415.072	386.564
Otros activos no corrientes	32.348	40.645	48.661	100.352	68.050
Total activo no corriente	9.656.741	10.635.179	11.139.779	11.623.900	11.034.918
TOTAL ACTIVOS	11.817.386	13.178.052	13.699.554	14.309.477	13.695.587
PASIVO					
Pasivo corriente					
Obligaciones financieras	455.480	1.059.660	847.689	557.133	360.929
Proveedores y cuentas por pagar	656.458	825.435	888.840	993.241	960.300
Impuesto sobre la renta e impuestos por pagar	150.217	172.323	163.362	207.776	254.457
Pasivo por beneficios a empleados	137.300	160.628	161.592	172.730	161.420
Provisiones corrientes	2.417	4.415	2.734	9.820	4.005
Otros pasivos corrientes	13.885	26.641	49.746	14.261	16.593
Total pasivo corriente	1.415.757	2.249.102	2.113.963	1.954.961	1.757.704
Pasivos no corriente					
Obligaciones financieras	1.688.797	2.034.604	2.277.429	2.474.077	2.564.220
Proveedores y cuentas por pagar	159	159	158	158	158
Pasivo por beneficios a empleados	209.287	211.533	216.744	226.574	221.454
Pasivo por impuesto diferido	471.713	727.692	705.700	702.967	694.741
Otros pasivos no corrientes	-	-	600	559	516
Total pasivo no corriente	2.369.956	2.973.988	3.200.631	3.404.335	3.481.089
TOTAL PASIVO	3.785.713	5.223.090	5.314.594	5.359.296	5.238.793
PATRIMONIO					
Patrimonio atribuible a las participaciones controladoras	8.001.755	7.920.603	8.346.719	8.907.656	8.417.112
Participaciones no controladoras	29.918	34.359	38.241	42.525	39.682
TOTAL PATRIMONIO	8.031.673	7.954.962	8.384.960	8.950.181	8.456.794
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	11.817.386	13.178.052	13.699.554	14.309.477	13.695.587

- Estado de Resultados Integrales Grupo Nutresa S.A. (Millones de pesos colombianos)

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Junio 2018
Operaciones continuadas					
Ingresos operacionales	6.481.813	7.945.417	8.676.640	8.695.604	4.326.514
Costos de ventas	-3.618.717	-4.507.166	-4.966.031	-4.855.635	-2.398.340
Utilidad bruta	2.863.096	3.438.251	3.710.609	3.839.969	1.928.174
Gastos de administración	-328.368	-371.810	-401.100	-399.846	-196.903
Gastos de venta	-1.709.315	-2.144.502	-2.384.866	-2.551.874	-1.263.528
Gastos de producción	-135.091	-137.446	-147.694	-139.088	-68.712
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	11.406	2.619	15.873	255	1.864
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	-25.625	-4.427	22.149	25.109	-603
Utilidad operativa	676.103	782.685	814.971	774.525	400.292
Ingresos financieros	11.872	9.828	10.982	13.941	7.034
Gastos financieros	-170.648	-234.896	(324.637)	-307.548	(133.356)
Dividendos	43.395	47.016	50.545	54.386	58.559
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	18.479	27.181	(8.642)	-21.401	10.585
Pérdida por la posición monetaria neta	-12.771	-32.160	(32.946)	-	-
Participación en asociadas y negocios conjuntos	3.222	4.928	6.103	5.994	(704)
Otros ingresos (egresos) netos	7.025	-288	28.492	3.290	(2.755)
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	576.677	604.294	544.868	523.187	339.655
Impuesto sobre la renta corriente	-145.647	-183.561	-172.866	-144.956	(87.429)
Impuesto sobre la renta diferido	170.500	16.421	29.533	47.179	(5.112)
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas	601.530	437.154	401.535	425.410	247.114
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	-12.014	-6.335	-1.844	-1.070	(843)
Utilidad neta del ejercicio	589.516	430.819	399.691	424.340	246.271

- Resultado Regresiones por año de Grupo Nutresa S.A.

Resumen 2014

Estadísticas de la regresión

Coefficiente de correlación múltiple	0,645726174
Coefficiente de determinación R ²	0,416962292
R ² ajustado	0,411246236
Error típico	0,019784352
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Medio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,028552488	0,028552488	72,94580297	1,35331E-13
Residuos	102	0,039924899	0,000391421		
Total	103	0,068477387			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,002820374	0,001940442	1,453470148	0,149163118	-0,001028483	0,006669231	-0,001028483	0,006669231
Variable X 1	0,998618439	0,116922859	8,540831515	1,35331E-13	0,766702503	1,230534375	0,766702503	1,230534375

Resumen 2015

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,659703189
Coefficiente de determinación R ²	0,435208297
R ² ajustado	0,429671124
Error típico	0,020561689
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>edio de los cuad.</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,033229714	0,033229714	78,59755393	2,6198E-14
Residuos	102	0,043123871	0,000422783		
Total	103	0,076353585			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,001017209	0,002022147	0,503034492	0,616024523	-0,002993709	0,005028128	-0,002993709	0,005028128
Variable X 1	0,829101759	0,093519747	8,865526151	2,6198E-14	0,643605785	1,014597733	0,643605785	1,014597733

Resumen 2016

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,681860113
Coefficiente de determinación R ²	0,464933214
R ² ajustado	0,459687461
Error típico	0,018544919
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>edio de los cuad.</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,03048124	0,03048124	88,6304085	1,61067E-15
Residuos	102	0,03507923	0,000343914		
Total	103	0,065560469			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,000918093	0,001825587	0,502902805	0,616116783	-0,00270295	0,004539135	-0,00270295	0,004539135
Variable X 1	0,690212369	0,073314751	9,414372443	1,61067E-15	0,544792908	0,835631829	0,544792908	0,835631829

Resumen 2017

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,61243274
Coefficiente de determinación R ²	0,375073861
R ² ajustado	0,368947134
Error típico	0,017699438
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>edio de los cuad.</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,019178174	0,019178174	61,21928879	4,89865E-12
Residuos	102	0,031953552	0,00031327		
Total	103	0,051131726			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,000917201	0,001738891	0,527463542	0,599017192	-0,00253188	0,004366283	-0,00253188	0,004366283
Variable X 1	0,67440154	0,08619348	7,824275608	4,89865E-12	0,503437182	0,845365898	0,503437182	0,845365898

Resumen 2018

Estadísticas de la regresión

Coefficiente de correlación múltiple	0,461736
Coefficiente de determinación R ²	0,213200134
R ² ajustado	0,205486409
Error típico	0,013825672
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Medio de los cuadr.	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,005283186	0,005283186	27,63906623	8,0724E-07
Residuos	102	0,01949722	0,000191149		
Total	103	0,024780405			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-5,13116E-05	0,001365822	-0,0375683	0,970105312	-0,002760414	0,00265779	-0,002760414	0,00265779
Variable X 1	0,46324824	0,088115456	5,257286965	8,0724E-07	0,28847165	0,63802483	0,28847165	0,63802483

- Principales Indicadores Grupo Nutresa S.A.

	2014	2015	2016	2017	2018*
Deuda Financiera	2.144.277	3.094.264	3.125.118	3.031.210	2.925.149
Efectivo y equivalentes de efectivo	391.863	286.064	219.322	435.643	323.015
Deuda Financiera Neta	1.752.414	2.808.200	2.905.796	2.595.567	2.602.134
Ebitda	835.701	975.554	1.028.953	1.044.179	540.016
Deuda Financiera Neta/EBITDA	2,1	2,9	2,8	2,5	4,8
EBITDA/Intereses	4,9	4,2	3,2	3,4	4,0
Market Cap (COPMM)	13.159.531	10.407.993	11.457.074	12.800.634,6	12.423.333,4
EV/EBITDA	17,8	13,5	14,0	14,7	11,9
EBITDA/GF	4,9	4,2	3,2	3,4	4,0

*al 30 de Junio

- Precio Acción Grupo Nutresa v/s COLCAP (2012-2018)

