



# **VALORACIÓN GRUPO NUTRESA S.A. MEDIANTE MÉTODO DE MULTIPLOS DE LA INDUSTRIA**

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

Alumno  
Diana Lopez

Profesor Guía  
Carlos Maquieira

Santiago, Abril 2019

***Dedicado a Francisco Ramírez y Natalie Kramm***

## **Agradecimientos**

*Después de un largo y arduo camino, te cumplí mi promesa, gracias Mamá por tener la fe intacta en todo momento. Además, no puedo dejar de lado, a la persona que oportunamente devolvió la esperanza a este trabajo, Marta Peters, muchas gracias por iniciar el final de esta etapa, y por último a ti Pamela Santivañez, por confiar y seguir creyendo en este proyecto, que comenzó un 14 de junio del 2012.*

## Tabla de Contenidos

Tabla de Contenidos .....	4
Índice de cuadros e ilustraciones .....	5
1. Resumen Ejecutivo .....	7
2. Metodología .....	8
2.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN .....	8
2.1.1 Modelo de descuento de dividendos .....	8
2.1.2 Método de Flujos de Caja Descontados .....	9
2.1.3 Método de múltiplos .....	11
3. Descripción de la Empresa e Industria .....	13
3.1 FILIALES.....	16
3.2 ORGANIZACIÓN POR SEGMENTO .....	17
3.3 ACCIONISTAS .....	19
3.4 EMPRESAS BENCHMARK .....	19
4. Descripción del Financiamiento de la Empresa.....	23
5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa .....	24
5.1 ESTRUCTURA OBJETIVO DE LA EMPRESA.....	27
6. Estimación del Costo Patrimonial y Costo de Capital de la Empresa .....	29
6.1 ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL .....	29
6.2 ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL .....	30
7. Valoración de la Empresa por Múltiplos .....	33
7.1 VALORES PARA LA INDUSTRIA.....	33
7.2 INDICADORES PARA LA EMPRESA .....	39
7.3 VALORES DE LA EMPRESA EN BASE A MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA .....	40
8. Conclusiones .....	41
9. Anexos.....	42
9.1 BIBLIOGRAFÍA.....	42
9.2 TABLAS Y GRÁFICOS.....	44

## Índice de cuadros e ilustraciones

Tabla N°1: Descripción Grupo Nutresa. ....	14
Tabla N°2: Porcentaje de las ventas de Nutresa por país. ....	14
Tabla N°3: Ventas en millones de pesos colombianos por producto. ....	15
Tabla N°4: Indicadores financieros de Nutresa. ....	15
Tabla N°5: Filiales del Grupo Nutresa. ....	16
Tabla N°6: 12 Principales accionistas de Nutresa. ....	19
Tabla N°7: Bolsas donde transan las Empresas Benchmark.....	20
Tabla N°8: Características financieras Empresas Benchmark.....	20
Tabla N°9: Características de Mercado de las empresas Benchmark .....	23
Tabla N°10: Financiamiento Grupo Nutresa.....	24
Tabla N°13: Componentes de los pasivos del Grupo Nutresa (cifras en millones de pesos colombianos).....	25
Gráfico N°1: Proveedores y cuentas por pagar, periodo 2014-2018 (cifras en millones de pesos colombianos).....	26
Tabla N°14: Componentes Deuda Financiera Grupo Nutresa .....	26
Tabla N°15: Deuda Financiera Grupo Nutresa (cifras en millones de pesos colombianos). ....	27
Gráfico N°2: Deuda Financiera, periodo 2014-2018 (cifras en millones de pesos colombianos). ....	27
Tabla N°16: Estructura de Mercado del Grupo Nutresa (cifras en millones de pesos colombianos). ....	28
Tabla N°17: Estructura de capital del Grupo Nutresa. ....	28
Tabla N°18: Estadísticos estructura de capital Grupo Nutresa. ....	28
Tabla N°19: Beta patrimonial Grupo Nutresa. ....	29
Tabla N°20: Tasa libre de riesgo, impuesto y premio por riesgo de mercado. ....	30
Tabla N°21: Costo de la Deuda.....	30
Tabla N°22: Costo de la Deuda.....	31
Tabla N°23: Beta de la acción.....	31
Tabla N°24: Estructura 2016-2018.....	31
Tabla N°25: Estructura Objetivo de largo plazo.....	32
Tabla N°26: Resultados de betas patrimoniales y tasas de la empresa .....	32
Tabla N°27: Empresas Benchmark de la industria. ....	34

Tabla N°28: Múltiplos de la industria .....	35
Tabla N°29: Múltiplos de la empresa Mondelez International Inc. ....	35
Tabla N°30: Múltiplos del Grupo Bimbo SAB.....	36
Tabla N°31: Múltiplos del Grupo Herdez. ....	36
Tabla N°32: Múltiplos de la empresa General Mills, Inc .....	36
Tabla N°33: Múltiplos de la empresa Carozzi SA. ....	37
Tabla N°34: Múltiplos de la empresa BRF SA. ....	37
Tabla N°35: Múltiplos de la empresa ConAgra Foods. ....	37
Tabla N°36: Múltiplos del GRUPO LALA SAB DE CV. ....	38
Tabla N°37: Múltiplos de la empresa GRUMA S.A.B.-B. ....	38
Tabla N°38: Múltiplos de la empresa NESTLE SA-REG. ....	38
Tabla N°39: Múltiplos de la empresa PROCTER & GAMBLE CO/THE. ....	39
Tabla N°40: Indicadores del Grupo Nutresa. ....	39
Tabla N°41: Resultados de la empresa por medio de la valoración por múltiplos.....	40
Tabla N°11: Tabla de pagos Grupo Nutresa. ....	44
Tabla N°12: Apertura de la deuda por moneda y por tasa.....	45
Gráfico N°3: Precios Nutresa e Índice Colcap .....	45
Gráfico N°4: Precios Nutresa e Índice Colcap .....	46
Figura N°1: Nota 10 Estados Financieros Nutresa. ....	46

## 1. Resumen Ejecutivo

Este informe tiene como objetivo valorar la empresa Nutresa a través del método de múltiplos de la industria al 30 de septiembre 2018.

Nutresa es un conglomerado colombiano, ligado a la industria alimenticia. Mayoritariamente con presencia en el mercado latinoamericano, sus productos compiten en más de 81 países, alrededor del mundo. Las principales unidades de negocio que posee son; carnes, galletas, chocolates, helados y pastas.

El cálculo de la estructura de capital objetivo, costo de capital, patrimonial y de la deuda, entregan información que explica el dinamismo de la empresa en el mercado, posibilitando la comparación con su competencia.

La valoración por múltiplos se basa en ítems contables y de mercado de la empresa, ponderados por ratios financieros de firmas comparables de la industria. Luego de analizar los resultados de los múltiplos de valor libro, ingresos y ganancias, es posible determinar que estos últimos se aproximan de mejor forma al precio de mercado (EV/EBITDA, EV/EBIT, P/U). Lo anterior, es consistente a los resultados de Pablo Fernández, en la valoración de este sector. El objetivo es encontrar el valor intrínseco de la acción mediante el uso de ratios obtenidos desde las empresas benchmark.

La estimación realizada a través de la valoración por múltiplos de ganancias, muestra un precio promedio superior, entorno al 23%, lo que equivale a un COP \$29,693. El ratio Precio Utilidad se aproxima de mejor forma al valor de mercado de la acción.

## **2. Metodología**

### **2.1 Principales Métodos de Valoración**

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

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

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

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

#### **2.1.1 Modelo de descuento de dividendos**

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad,

---

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

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



es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K<sub>p</sub>= rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

Donde DPA<sub>1</sub> son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

### **2.1.2 Método de Flujos de Caja Descontados**

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte

---

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

de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.<sup>4</sup>

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

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que

---

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

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

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

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

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

### **2.1.3 Método de múltiplos**

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

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

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

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos<sup>5</sup>:

Múltiplos de Ganancias:

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

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

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

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos

---

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

- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m<sup>2</sup> construido en retail)

### **3. Descripción de la Empresa e Industria**

Nutresa es un grupo colombiano productor y distribuidor de alimentos, organizado en base a 8 unidades de negocios (Carnes Frías, Galletas, Chocolates, Café, Tresmontes, Helados, Pastas y Alimentos al consumidor) buscando diversificar categorías de productos, materias primas y mercados objetivos.

Grupo Nutresa es regulada por los organismos gubernamentales ligados a la industria alimentaria en los países que opera. Además, es supervisado por la superintendencia Financiera de Colombia, tiene presencia bursátil en la Bolsa de Valores de Colombia, y posee un ADRs (Tabla N°1).

Las unidades de la empresa están apoyadas por estructuras segmentadas por canal, en Colombia y compañías de distribución a nivel internacional. Además, tiene presencia directa con sus 46 plantas, en 14 países. Sus productos están en más de 72 países, con un portafolio superior a 170 marcas. Respecto a su presencia en el mercado colombiano, las ventas del Grupo en el país, representan el 63.8% (Tabla N°2) de sus ventas totales, lo que significa, en términos consolidados, un 59.3% de participación en la Industria.

Al tercer trimestre del 2018 las ventas totales ascendieron a \$6,609,000(Tabla N°3) millones de pesos colombianos y en términos de Ebitda \$840,842 millones de pesos colombianos (12.7% del margen). Las ventas por canal del grupo se concentran en un 51.7% en tiendas y autoservicios, 23.8% cadenas de supermercados, 8% alimentos al consumidor, 7.7% alternativo, 5.1% institucional y 3.7% industrial, según la memoria del año 2017. Además, posee un retorno sobre el capital de 5.71% a septiembre 2018, nivel inferior al índice Colcap (8.99%).

Tabla N°1: Descripción Grupo Nutresa.

Características	Descripción
Razón Social	Grupo Nutresa S.A
NIT	890900050-1
Nemotécnico	Colombia -COT04PA00028 (ISIN) / ADR CUSIP 40052J101
Industria	Participa en la industria de producción y distribución de alimentos

Fuente: Blomberg. Elaboración propia.

Tabla N°2: Porcentaje de las ventas de Nutresa por país.

País	% Ventas 2018(1)
Colombia	63.8%
Centroamérica	9.4%
Chile	8.1%
USA	7.5%
México	3.7%
Otros países	2.2%
Perú	2.0%
Rep. Dominicana y el Caribe	1.8%
Ecuador	1.4%
Venezuela	0.0%

Fuente: Estados Financieros Nutresa. (1) Las ventas son acumuladas.

La concentración de las ventas de Nutresa, se centran en los segmentos de carnes, galletas y chocolates, representando un 57% del total de estas (Tabla N°3).

Tabla N°3: Ventas en millones de pesos colombianos por producto.

Unidad	Ingreso	% Ventas	% Ebitda
Galletas	1,327,033	20%	23%
Carne	1,338,371	20%	18%
Chocolate	1,123,941	17%	21%
Café	736,059	11%	10%
TMLUC	750,714	11%	12%
Alimentos Consumidor	539,236	8%	7%
Helados	330,419	5%	5%
Otros	240,389	4%	1%
Pasta	223,136	3%	3%

Fuente: Bloomberg

Los indicadores de Nutresa han sido relativamente estables durante los últimos seis trimestres. Con una evolución positiva en ratios como el retorno sobre el capital y margen operacional al cierre de septiembre 2018 (Tabla N°4). Por su parte la relación precio beneficio por acción muestra un descenso a la misma fecha, explicado por una menor valoración bursátil del grupo.

El índice COLCAP refleja el rendimiento del conjunto de acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia, entre ellas Nutresa.

Tabla N°4: Indicadores financieros de Nutresa.

En millones de COP nominales	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
Trimestral	03/31/2017	06/30/2017	09/29/2017	12/29/2017	03/30/2018	06/29/2018	09/28/2018
<b>Retorno sobre el capital común</b>	<b>4.61</b>	<b>4.78</b>	<b>4.81</b>	<b>4.87</b>	<b>4.89</b>	<b>5.05</b>	<b>5.71</b>
Colombia COLCAP Index	8.96	8.38	7.62	7.63	8.00	8.68	8.99
<b>Retorno de capital:</b>	<b>5.28</b>	<b>5.46</b>	<b>5.39</b>	<b>5.37</b>	<b>5.21</b>	<b>5.20</b>	<b>5.63</b>
Colombia COLCAP Index	5.98	5.82	4.96	5.07	5.30	5.68	5.69
<b>Margen operacional</b>	<b>9.98</b>	<b>9.24</b>	<b>9.27</b>	<b>7.38</b>	<b>9.60</b>	<b>8.93</b>	<b>10.33</b>
Colombia COLCAP Index	18.42	18.12	13.68	14.55	14.96	15.11	15.69
<b>Precio/BPA</b>	<b>29.08</b>	<b>30.15</b>	<b>30.14</b>	<b>30.39</b>	<b>29.71</b>	<b>28.86</b>	<b>23.05</b>
Colombia COLCAP Index	12.92	14.97	16.66	16.27	15.29	15.81	14.16
<b>Precio/Libro</b>	<b>1.36</b>	<b>1.41</b>	<b>1.41</b>	<b>1.44</b>	<b>1.46</b>	<b>1.48</b>	<b>1.37</b>
Colombia COLCAP Index	1.24	1.30	1.30	1.25	1.35	1.43	1.33
<b>VE periódico a EBITDA últimos 12M</b>	<b>13.68</b>	<b>14.26</b>	<b>14.35</b>	<b>14.29</b>	<b>14.02</b>	<b>14.23</b>	<b>12.59</b>
Colombia COLCAP Index	5.96	6.35	6.36	6.57	8.39	8.07	7.73
<b>Net Debt/EBITDA</b>	<b>2.89</b>	<b>2.74</b>	<b>2.71</b>	<b>2.40</b>	<b>2.64</b>	<b>2.46</b>	<b>2.33</b>
Colombia COLCAP Index	1.79	1.99	2.05	2.13	2.68	2.52	2.49

Fuente: Bloomberg.

### 3.1 Filiales

El grupo posee una cantidad importante de empresas relacionadas, ordenadas en función del país y las unidades de negocios, con el fin de optimizar los procesos, sinergias, y especialización de las áreas (Ver Tabla N°5).

Tabla N°5: Filiales del Grupo Nutresa.

Denominación	Actividad Principal	Moneda	% (1)
<b>Costa Rica</b>			
Compañía Nacional de Chocolates DCR S. A.	Producción de chocolates y sus derivados	CRC	100.00%
Compañía de Galletas Pozuelo DCR S. A.	Producción de galletas y otros relacionados	CRC	100.00%
Compañía Americana de Helados S. A.	Producción y venta de helados	CRC	100.00%
Servicios Nutresa CR S. A.	Prestación de servicios empresariales especializados	CRC	100.00%
<b>Guatemala</b>			
Comercial Pozuelo Guatemala S. A.	Distribución y comercialización de productos alimenticios	QTZ	100.00%
Distribuidora POPS S. A.	Comercialización de helados	QTZ	100.00%
<b>México</b>			
Nutresa S. A. de C.V.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	MXN	100.00%
Serer S. A. de C.V.	Servicios de personal	MXN	100.00%
Comercializadora Tresmontes Lucchetti S. A. De C.V.	Comercialización de productos alimenticios	MXN	100.00%
Servicios Tresmontes Lucchetti S. A. de C.V.	Prestación de servicios empresariales especializados	MXN	100.00%
Tresmontes Lucchetti México S. A. de C.V.	Producción y comercialización de alimentos	MXN	100.00%
TMLUC Servicios Industriales S. A. de C.V.	Prestación de servicios empresariales especializados	MXN	100.00%
<b>Panamá</b>			
Promociones y Publicidad Las Américas S. A.	Gestión financiera y de inversiones	PAB	100.00%
Alimentos Cárnicos de Panamá S. A.	Producción de carnes y sus derivados	PAB	100.00%
Comercial Pozuelo Panamá S. A	Producción de galletas y otros relacionados	PAB	100.00%
American Franchising Corp. (AFC)	Gestión financiera y de inversiones	USD	100.00%
Aldage Inc.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100.00%
LYC Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100.00%
Sun Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones	USD	100.00%
El Corral Capital INC.	Gestión de franquicias de la industria alimenticia	USD	100.00%
<b>Estados Unidos de América</b>			
Abimar Foods Inc.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	USD	100.00%
Cordialsa Usa Inc.	Comercialización de productos alimenticios	USD	100.00%
<b>Otros países</b>			
TMLUC Argentina S. A.	Producción y comercialización de alimentos. Argentina	ARS	100.00%
Corporación Distribuidora de Alimentos S.A (Cordialsa)	Comercialización de productos alimenticios. Ecuador	USD	100.00%
Comercial Pozuelo El Salvador S. A. de C.V.	Distribución y comercialización de productos alimenticios. El Salvador	USD	100.00%
Americana de Alimentos S. A. de C.V.	Comercialización de productos alimenticios El Salvador	USD	100.00%
Comercial Pozuelo Nicaragua S. A.	Comercialización de productos alimenticios Nicaragua	NIO	100.00%
Industrias Lácteas Nicaragua S. A.	Comercialización y gestión logística Nicaragua	NIO	100.00%
Compañía Nacional de Chocolates del Perú S. A.	Producción de bebidas y alimentos. Perú	PEN	100.00%
TMLUC Perú S. A.	Producción y comercialización de alimentos. Perú	PEN	100.00%
Helados Bon S. A.	Producción y comercialización de helados. República Dominicana	DOP	81.18%



Compañía de Galletas Pozuelo de República Dominicana S.R.L.	Gestión financiera y de inversiones. República Dominicana	DOP	100.00%
Gabon Capital LTD.	Gestión financiera y de inversiones BVI	USD	100.00%
Perlita Investments LTD.	Gestión financiera y de inversiones BVI	USD	100.00%

Fuente: Informe trimestral, septiembre 2018 Grupo Nutresa. (1) A septiembre 2018.

### 3.2 Organización por segmento

- **Carnes:** Producción y comercialización de carnes procesadas, carnes maduradas, platos listos congelados y champiñones.

Unidad	País	Empresas
Carnico	Colombia	Industria de Alimentos Zenú S.A.S
	Colombia	Alimentos Cárnicos S.A.S.
	Colombia	Setas Colombianas S.A.
	Colombia	Gestión Cargo Zona Franca S.A.S.
	Panamá	Blue Ribbon Products S.A.
	Panamá	Ernesto Berard S.A.
	Venezuela	Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela S.A.

Fuente: Bloomberg.

- **Galletas:** Producción y comercialización de galletas dulces y saladas.

Unidad	País	Empresas
Galletas	Colombia	Compañía de Galletas Noel S.A.S.
	Colombia	Litoempaqués S.A.S.
	Colombia	Molinos Santa Marta S.A.S.
	Costa Rica	Compañía de Galletas Pozuelo DCR S.A.
	Estados Unidos	AbiMar Foods Inc

Fuente: Bloomberg.

- **Chocolates:** Producción y comercialización de golosinas de chocolate, bebidas de chocolate, barras de cereal y nueces.

Unidad	País	Empresas
Chocolates	Colombia	Compañía Nacional de Chocolates S.A.S.
	Perú	Compañía Nacional de Chocolates de Perú S.A.
	Costa Rica	Compañía Nacional de Chocolates DCR S.A.
	México	Nutresa S.A de C.V.

Fuente: Bloomberg.

- **Café:** Producción y comercialización de café tostado y molido, café soluble (en polvo, granulado y liofilizado) y extractos de café.

Unidad	País	Empresas
Café	Colombia	Industria Colombiana de Café S.A.S
Café	Colombia	Tropical Coffee Company S.A.S.
Café	Colombia	Industrias Aliadas S.A.

Fuente: Bloomberg.

- **Helados:** Producción y comercialización de helados (paletas de agua, paletas de leche, conos, litros, postres, vasos, galletas).

Unidad	País	Empresas
Helados	Colombia	Meals de Colombia S.A.S.
Helados	República Dominicana	Helados Bon S.A

Fuente: Bloomberg.

- **Pastas:** Producción y comercialización de pastas alimenticias (corta, larga, al huevo, con verduras, alta en fibra, con mantequilla, instantánea).

Unidad	País	Empresas
Pastas	Colombia	Productos Alimenticios Doria S.A.S.

Fuente: Bloomberg.

- **Tresmontes Lucchetti:** participa en las categorías de bebidas instantáneas frías, té, jugos, café, pastas, snacks, aceites comestibles, sopas y postres. Tiene presencia en Chile, Perú, Argentina, México y Centroamérica.

A nivel transversal se encuentra Comercial Nutresa, Servicios Nutresa, Novaventa, La receta, y Redes de ventas-distribución internacional.

### 3.3 Accionistas

El principal controlador del Grupo Nutresa es el Grupo de Inversiones Suramericana, con un 34.72% de la propiedad, seguido de Grupo Argos (9.93%), fondos de pensiones y fondos privados.

Tabla N°6: 12 Principales accionistas de Nutresa.

Nombre Accionista	Cantidad de acciones	% Participación
GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	159,736,543	34.72%
GRUPO ARGOS S.A.	45,667,967	9.93%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	30,670,384	6.67%
FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	20,453,913	4.45%
AMALFI S.A.	11,296,142	2.46%
MICROINVERSIONES S.A.	10,871,984	2.36%
FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	8,943,767	1.94%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	8,632,335	1.88%
LIBREVILLE S.A.S.	5,514,904	1.20%
FUNDACION FRATERNIDAD MEDELLIN	4,500,000	0.98%
NORGES BANK-CB NEW YORK	4,238,857	0.92%
FINESTERRE S.A.S.	3,806,654	0.83%

Fuente: Informe trimestral, septiembre 2018 Grupo Nutresa.

### 3.4 Empresas Benchmark

El nivel de competencia que enfrenta Nutresa, varía por segmento de productos y región. Como fue señalado anteriormente, el 63.8% de las ventas son a nivel local y sus competidores en tal mercado son tanto productores locales como internacionales.

Los principales actores de la industria alimenticia relacionados al giro del grupo colombiano, se describen a continuación.

Tabla N°7: Bolsas donde transan las Empresas Benchmark.

Nombre	Ticker	ISIN	BOLSA
NESTLE-REG	NESN VX Equity	NESN VX Equity	SIX Swiss Ex
MONDELEZ INTERNATIONAL	MDLZ US Equity	US6092071058	NASDAQ GS
CAROZZI	CAROZZI CI Equity	CL0000007949	Santiago Comercio
PROCTER & GAMBLE CO/THE	PG US Equity	US7427181091	New York
GENERAL MILLS INC	GIS US Equity	US3703341046	New York
GRUPO BIMBO SAB- SERIES A	BIMBOA MM Equity	MXP495211262	Mexico SE
BRF SA	BRFS3 BS Equity	BRBRFSACNOR8	B3 Day
GRUMA S.A.B.-B	GRUMAB MM Equity	MXP4948K1056	Mexico SE
GRUPO HERDEZ SAB-SERIES	HERDEZ MM Equity	MX01HE010008	Mexico SE
GRUPO LALA SAB DE CV	LALAB MM Equity	MX01LA040003	Mexico SE
CONAGRA FOODS	CAG US Equity	US2058871029	New York

Fuente: Bloomberg

En la Tabla N°8 se muestra el costo de capital, costo patrimonial, costo de la deuda y el beta patrimonial de las empresas benchmark, los que permitirán generar comparaciones con el Grupo Nutresa. Respecto al país donde cotizan las acciones de estas entidades, se encuentran México, Brasil, Estados Unidos, Chile y Suiza

Tabla N°8: Características financieras Empresas Benchmark

Nombre	Wacc <sup>6</sup>	Kp <sup>7</sup>	Kd <sup>8</sup>	Beta <sup>9</sup>	Security Type	Pais <sup>10</sup>	Industria
NESTLE-REG	6.50	7.64	N.A	0.92	Common Stock	SWITZERLAND	Food-Misc/Diversified
MONDELEZ INTERNATIONAL	7.77	9.38	2.76	0.81	Common Stock	UNITED STATES	Food-Misc/Diversified
CAROZZI	5.99	7.35	4.38	0.30	Common Stock	CHILE	Food-Wholesale/Distrib
PROCTER & GAMBLE CO/THE	7.91	8.64	2.43	0.72	Common Stock	UNITED STATES	Cosmetics&Toiletries
GENERAL MILLS INC	6.41	8.46	2.94	0.70	Common Stock	UNITED STATES	Food-Misc/Diversified
GRUPO BIMBO SAB- SERIES A	10.91	13.25	5.92	0.75	Common Stock	MEXICO	Food-Baking
BRF SA	14.90	15.81	14.17	1.01	Common Stock	BRAZIL	Food-Meat Products
GRUMA S.A.B.-B	12.10	12.80	8.76	0.68	Common Stock	MEXICO	Food-Flour&Grain
GRUPO HERDEZ SAB-SERIES	12.34	13.79	8.65	0.85	Common Stock	MEXICO	Food-Canned
GRUPO LALA SAB DE CV	10.97	13.68	5.76	0.83	Common Stock	MEXICO	Food-Dairy Products
CONAGRA FOODS	5.77	9.04	2.80	0.92	Common Stock	UNITED STATES	Food-Misc/Diversified

Fuente: Bloomberg.

<sup>6</sup> Costo capital promedio ponderado.

<sup>7</sup> Costo patrimonial con deuda de la firma.

<sup>8</sup> Costo de la deuda financiera.

<sup>9</sup> Beta patrimonial con deuda.

<sup>10</sup> Datos referidos al país donde cotiza la acción.

**Nestlé SA** es una empresa de alimentos envasados multinacional que fabrica y comercializa una amplia gama de productos alimenticios. Línea de productos de la compañía incluye leche, chocolate, productos de confitería, agua embotellada, café, crema, sazonar los alimentos y alimentos para mascotas.

**Procter & Gamble** fabrica y comercializa productos de consumo en diferentes países de todo el mundo. Ofrece productos para los segmentos de lavandería y limpieza, papel, belleza, alimentos y bebidas y de atención médica. Sus productos se venden principalmente a través de mayoristas, farmacias y tiendas de comestibles, de membresías y de barrio.

**General Mills Inc** fabrica y comercializa la marca y los alimentos de consumo envasados en todo el mundo. La Compañía también suministra productos alimenticios de marca y sin marca a las industrias de servicios de alimentos y cocción comercial.

**Mondelez International Inc** es una empresa de alimentos y bebidas. La compañía fabrica y comercializa productos alimenticios envasados, incluyendo aperitivos, bebidas, queso, comidas convenientes y diversos productos comestibles envasados. Mondelēz International vende sus productos en todo el mundo.

**Grupo Bimbo SAB** elabora y vende productos de pastelería. Elabora panes, galletas, pies, pan dulce, tortillas, tostadas y tentempiés. También elabora aperitivos, dulces, chocolates, mermeladas y otras confecciones. Comercia sus productos en América y Europa.

**BRF SA** es un procesador de alimentos que incluye marcas establecidas en Brasil y en el extranjero, tales como Sadia, Perdiago, Qualy, Chester, Perdix y Paty. Provee carne (pollo y puerco), alimentos procesados de segmentos de negocios de carnes, pizzas, pastas y verduras congeladas. Está presente en los mercados europeos, latinoamericanos, de Oriente Medio, africanos y asiáticos.

**Carozzi SA** produce una amplia gama de alimentos de marca, incluyendo pasta, granos, arroz, cereales, salsas, postres, refrescos, galletas, chocolates, snacks y productos de confitería. Carozzi sirve a clientes a nivel internacional.

**Grupo Herdez** es una empresa alimenticia de México que suministra alimentos de origen mexicano a los Estados Unidos. Su cartera de productos incluye burritos, guacamole, yogur congelado, salsas

caseras, mayonesa, mole, pasta, especias, puré de tomate, atún, verduras y alimentos orgánicos, entre otros.

**Grupo Lala** es una empresa mexicana de alimentos saludables y nutritivos que se centra en la producción, la innovación y comercialización de leche y productos lácteos. Opera plantas de producción y centros de distribución en México y Centroamérica.

**GRUMA S.A.B.-B** Participa principalmente en la producción, mercadotecnia, distribución y venta de tortillas, harina de maíz y de trigo. Opera en Estados Unidos, México, Centroamérica, Europa, Asia y Oceanía.

**ConAgra Foods** fabrica y comercializa alimentos envasados para clientes minoristas, restaurantes e instituciones. Ofrece comidas, platos principales, condimentos, acompañamientos, refrigerios, productos especiales a base de papas, ingredientes de granos molidos, verduras deshidratadas, aderezos, mezclas y esencias.

En términos de capitalización de mercado, Nutresa es un actor menor en comparación a las compañías internacionales de producción y comercialización de alimentos, sin embargo, es líder a nivel nacional (Colombia) y relevante en el ámbito regional (América).

Tabla N°9: Características de Mercado de las empresas Benchmark

	NESN SW	PG US	MDLZ US	GIS US	BIMBOA MM	GRUMAB MM	BRFS3 BS	NUTRESA CB	LALAB MM	HERDEZ* MM	CAROZZI CI	CAG US
	S1	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3
En Millones de USD	2018*	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018	2018
<b>Capitalización de mercado</b>	237,444	199,357	62,596	30,204	10,029	5,423	4,432	3,754	2,831	961	661	14,277
- Efectivo y equivalentes	6,771	15,534	1,373	953	426	200	1,278	105	114	123	32	133
+ Preferente y otros	1,251	1,603	75	369	247	-1	153	14	18	508	172	89
+ Deuda total	35,890	35,299	20,064	9,625	4,713	1,134	5,483	962	1,467	377	557	3,663
<b>Valor de empresa</b>	267,814	220,725	81,362	39,245	14,563	6,356	8,791	4,625	4,201	1,724	1,358	17,895
<b>Ingresos, aj</b>	45,601	16,281	6,288	3,882	3,820	976	2,222	772	990	275	312	1,995
% Crec, YoY	2	4	-4	2	11	8	0	2	25	8	1	1
<b>Beneficio bruto, aj</b>	22,571	8,048	2,528	1,261	2,024	369	355	352	339	106	109	600
% Margen	49	49	40	32	53	38	16	46	34	39	35	30
<b>EBITDA, aj</b>	10,351	4,121	2,043	754	480	159	116	103	92	42	43	385
% Margen	23	25	32	19	13	16	5	13	9	15	14	19
<b>Beneficio neto, aj</b>	6,357	2,552	924	460	139	68	-213	48	11	13	14	248
% Margen	14	16	15	12	4	7	-10	6	1	5	4	12
<b>BPA, aj</b>	2.09	0.99	0.63	0.79	0.03	0.16	-0.26	0.10	0.00	0.03	0.06	0.62
% Crec, YoY	24	7	12	10	16	-26	—	60	-81	23	-14	29
<b>Efectivo de operaciones</b>	4,551	3,353	703	569	242	96	-47	65	36	58	53	422
<b>Gastos de capital</b>	-1,198	-910	-297	-138	-171	-40	-39	-21	-24	-6	-9	-53
<b>Flujo de caja libre</b>	3,353	2,443	406	431	70	56	-86	44	12	53	44	369

Fuente: Bloomberg. Nestle SA (NESN SW). Procter & Gamble Co/The (PG US). Mondelez International Inc (MDLZ US). General Mills Inc (GIS US). Grupo Bimbo SAB de CV (BIMBOA MM). Gruma SAB de CV (GRUMAB MM). BRF - Brasil Foods SA (BRFS3 BS). Grupo Nutresa SA (NUTRESA CB). Grupo Lala SAB de CV (LALAB MM). Grupo Herdez SAB de CV (HERDEZ\* MM). Carozzi SA (CAROZZI CI). ConAgra Foods (CAG US Equity).

#### 4. Descripción del Financiamiento de la Empresa

La empresa presenta a al cierre de septiembre del 2018, dos bonos que acumulan un monto de emisión de \$269,644 millones de pesos colombianos, los cuales tienen fechas de vencimiento el año 2019 y 2021, según lo que indica la Tabla N°10. Respecto al comportamiento de sus pagos, las tasas asociadas a EH952577 y EH952569, en promedio estos 10 últimos años son de 9.51% y 9.24%, respectivamente (Anexo 4.2, Tabla N°11).

Tabla N°10: Financiamiento Grupo Nutresa.

	<b>EH952577 Corp</b>	<b>EH952569 Corp</b>
<b>Ticker</b>	NUTRSA 0 08/20/21 Corp	NUTRSA 0 08/20/19 Corp
<b>Bono</b>	C12	C10
<b>Nemotécnico</b>	COV38CB00044	COV38CB00028
<b>Fecha Emisión</b>	20-08-2009	20-08-2009
<b>Valor Nominal</b>	10,000,000	10,000,000
<b>Monto</b>	134,162,000,000	135,482,000,000
<b>Moneda</b>	COP	COP
<b>Fecha Vencimiento</b>	20-08-2021	20-08-2019
<b>Tipo Colocación</b>	COLOMBIA	COLOMBIA
<b>Periodicidad</b>	Qtrly	Qtrly
<b>Clasificación</b>	AAA(col)	AAA(col)
<b>Cupón</b>	FLOATING	FLOATING
<b>Tasa Cupón</b>	COCIPIY +559.00000	COCIPIY +533.00000
<b>Motivo Emisión</b>	Working Capital Investment Refinance	Working Capital Investment Refinance
<b>Rendimiento Colocación</b>	9.37	9.08
<b>Cupón flotante día emisión</b>	9.05	8.78
<b>Cupón 1er pago</b>	8.46	8.20
<b>Precio colocación</b>	99.99	99.99
<b>Precio 30 sept 2018</b>	99.99	99.99
<b>Rendimiento 30 sep 2018</b>	9.58	10.07
<b>Valor Mercado día emisión</b>	134,148,583,800	135,468,451,800
<b>Tipo de Bono</b>	BULLET	BULLET
<b>Periodo de Gracia</b>	-	-

Fuente: Bloomberg

## 5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

A septiembre 2018 la deuda financiera del Grupo Nutresa asciende a COP 2,852,553 millones. Las mayores obligaciones provienen de la deuda de largo plazo (pasivos no corrientes) y en menor medida en el corto plazo (pasivos corrientes). Respecto a los componentes de la deuda, en el corto plazo las cuentas principales son “Proveedores y cuentas por pagar”, que tiene relación directa con el funcionamiento del negocio, y las Obligaciones financieras (financiamiento), las cuales han presentado un comportamiento regular en estos último 4 años, sin embargo en el año 2015 casi duplica su valor respecto al año 2014 (Gráfico N°1), esto se explica por el aumento de los préstamos de corto plazo, producto de la adquisición del Grupo El Corral. Por otro lado, los pasivos de largo



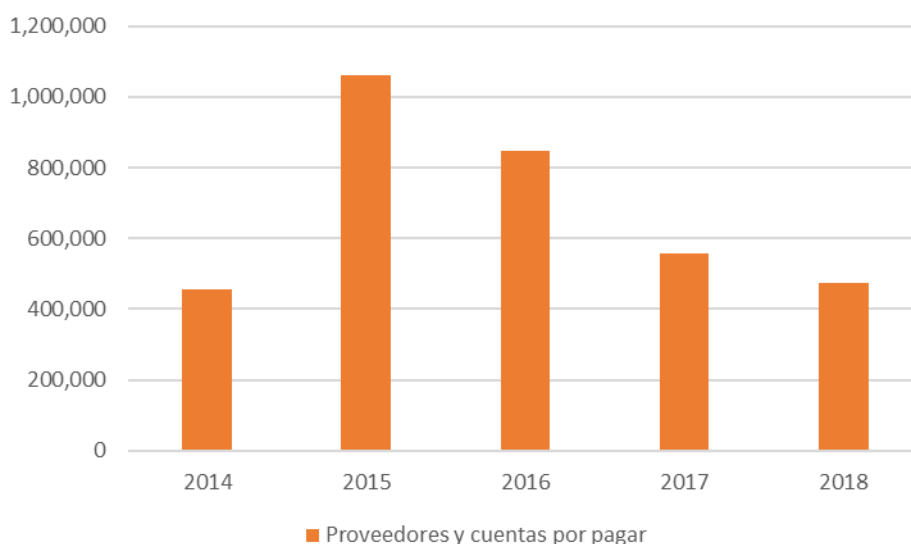
plazo, su componente principal tiene relación con el financiamiento o títulos emitidos en el mercado colombiano, según muestra la Tabla N°13.

Tabla N°13: Componentes de los pasivos del Grupo Nutresa (cifras en millones de pesos colombianos)

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Septiembre 2018
<b>Pasivo corriente</b>					
Obligaciones financieras	455,480	1,059,660	847,689	557,133	473,200
Proveedores y cuentas por pagar	656,458	825,435	888,840	993,241	925,802
Impuestos, gravámenes y tasas	150,217	172,323	163,362	207,776	269,618
Pasivo por beneficios a empleados	137,300	160,628	161,592	172,730	210,356
Provisiones corrientes	2,417	4,415	2,734	9,820	3,869
Otros pasivos	13,885	26,641	49,746	14,261	20,265
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>1,415,757</b>	<b>2,249,102</b>	<b>2,113,963</b>	<b>1,954,961</b>	<b>1,903,110</b>
<b>Pasivos no corriente</b>					
Obligaciones financieras	1,688,797	2,034,604	2,277,429	2,474,077	2,379,353
Proveedores y cuentas por pagar	159	159	158	158	158
Pasivo por beneficios a empleados	209,287	211,533	216,744	226,574	214,774
Pasivo por impuesto diferido	471,713	727,692	705,700	702,967	700,085
Otros pasivos	-	-	600	559	533
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>2,369,956</b>	<b>2,973,988</b>	<b>3,200,631</b>	<b>3,404,335</b>	<b>3,294,903</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3,785,713</b>	<b>5,223,090</b>	<b>5,314,594</b>	<b>5,359,296</b>	<b>5,198,013</b>

Fuente: Informe trimestral, septiembre 2018 Grupo Nutresa.

Gráfico N°1: Proveedores y cuentas por pagar, periodo 2014-2018 (cifras en millones de pesos colombianos).



Fuente: Elaboración propia

La composición de las obligaciones financieras del grupo se describe a continuación:

Tabla N°14: Componentes Deuda Financiera Grupo Nutresa

Deuda Financiera a septiembre 2018		2,852,553		
Instrumento de endeudamiento	Monto total (MM COP)	Tasa promedio	% Participación	
Bilateral COP	1,781,500	6.40%	62.45%	
Bonos Fideicomiso GN	269,644	8.83%	9.45%	
Bilateral otras monedas	230,419	3.72%	8.08%	
Finagros	536,359	5.79%	18.80%	
Cartas de Crédito	0	0.00%	0.00%	
Leasing	10,472	9.08%	0.37%	
Intereses por Pagar	24,159	0.00%	0.85%	
<b>Tasa promedio</b>		<b>6.31%</b>		

Fuente: Bloomberg.

Aproximadamente un 9.5%, la empresa se financia con Bonos, siendo el principalmente instrumento de endeudamiento, la deuda Bilateral COP con un 62.45% de representación con una tasa promedio de 6.4% (tabla N°14). En este sentido, la deuda financiera a septiembre del 2018 asciende a COP 2,852,553 millones, lo que equivale a la suma entre Obligaciones financieras corrientes y no corrientes.

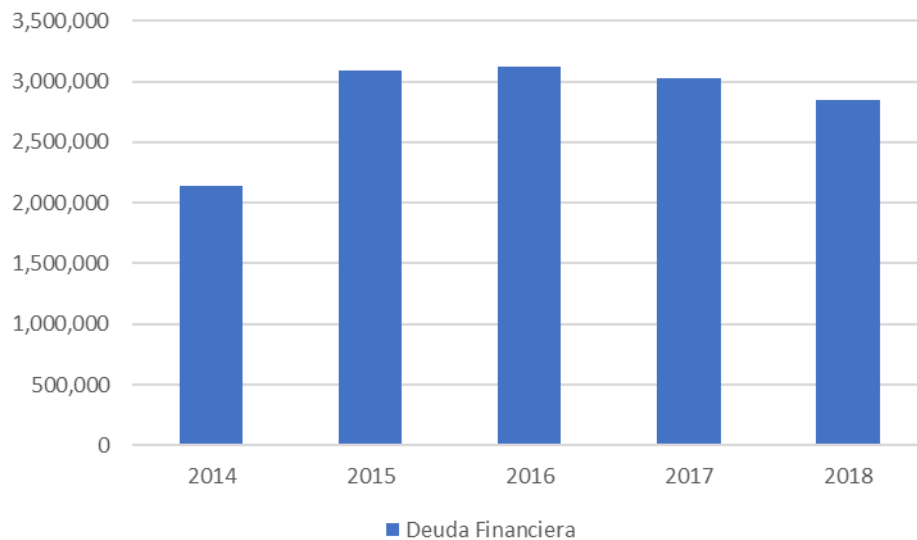
Tabla N°15: Deuda Financiera Grupo Nutresa (cifras en millones de pesos colombianos).

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	sept-18
<b>Deuda Financiera</b>	2,144,277	3,094,264	3,125,118	3,031,210	2,852,553

Fuente: Bloomberg

Gráficamente la tabla N°15, se logra apreciar la estabilidad de la deuda financiera, siendo el período más alto el año 2016, donde, por lo menos para esta ventana de tiempo, es el punto de quiebre para que posteriormente la deuda se reduzca dos años consecutivos (gráfico N°2), considerando que el último año es hasta septiembre 2018, lo que explicaría por el momento, que presente el menor nivel dentro de los cuatro años.

Gráfico N°2: Deuda Financiera, periodo 2014-2018 (cifras en millones de pesos colombianos).



Fuente: Elaboración propia

## 5.1 Estructura objetivo de la Empresa

Nutresa a septiembre 2018 muestra un valor de COP 13,987,542 millones, con un patrimonio bursátil de COP 11,134,989 millones y deuda financiera COP 2,852,553 millones (Tabla N°16), con estos datos se obtiene la estructura de capital del Grupo para los distintos años (Tabla N°17).

Tabla N°16: Estructura de Mercado del Grupo Nutresa (cifras en millones de pesos colombianos).

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	sept-18
<b>Patrimonio Bursátil (millones)</b>	10,536,828	10,407,994	11,457,075	12,800,636	11,134,989
<b>Deuda Financiera</b>	2,144,277	3,094,264	3,125,118	3,031,210	2,852,553
<b>Valor Empresa</b>	12,681,105	13,502,258	14,582,193	15,831,846	13,987,542

Fuente: Bloomberg.

Tabla N°17: Estructura de capital del Grupo Nutresa.

Estructura de capital	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	sept-18
<b>B/V</b>	16.91%	22.92%	21.43%	19.15%	20.39%
<b>P/V</b>	83.09%	77.08%	78.57%	80.85%	79.61%
<b>B/P</b>	20.35%	29.73%	27.28%	23.68%	25.62%

Fuente: Elaboración propia.

La estructura de capital objetivo en base a la media de los últimos cinco periodos (2014-sep. 2018), muestra una relación B/P, B/V y P/V de 25.25%, 20.16% y 79.84% respectivamente (Véase Tabla N°18).

Tabla N°18: Estadísticos estructura de capital Grupo Nutresa.

Estructura de capital	Mediana	Min	Max	Desv. Estándar	Estructura Objetivo (Promedio)*	Promedio 2016-2018**
<b>B/V</b>	20.39%	16.91%	22.92%	2.28%	<b>20.16%</b>	<b>20.32%</b>
<b>P/V</b>	79.61%	77.08%	83.09%	2.28%	<b>79.84%</b>	<b>79.68%</b>
<b>B/P</b>	25.62%	20.35%	29.73%	3.56%	<b>25.25%</b>	<b>25.51%</b>

Fuente: Elaboración propia. (\*) Promedio últimos 5 años. (\*\*) Promedio últimos 3 años.

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

### 6.1 Estimación del Costo Patrimonial

Según el comportamiento de los precios y retornos de los índices de Nutresa y Colcap (gráfico N°3, Anexo 4.2), estos se mueven de manera similar, sin embargo, entre julio del 2018 y hasta antes de septiembre 2018 Colcap mostró un repunte, mientras que Nutresa reflejó una notoria caída en los precios, que tuvo un repunte en septiembre 2018 como se aprecia en el gráfico N°4 (Anexo 4.2).

Tabla N°19: Beta patrimonial Grupo Nutresa.

NUTRESA CX Equity	2016	2017	Sep 2018
BETA Nutresa	0.670	0.704	0.475
p-value	0.000	0.000	0.000
Presencia Bursátil	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia.

La regresión correspondiente a septiembre 2018 (104 retornos semanales) muestra un coeficiente de 0.475. En el periodo de estimación se encuentra incorporado el proyecto de reforma tributaria, realizado por el gobierno colombiano, durante agosto de 2018. Esta iniciativa contemplaba un aumento del IVA a productos de la canasta básica, reducir el impuesto a la renta de las empresas y subir el impuesto a la renta a las personas naturales. Tal anuncio generó incertidumbre en el mercado, generando un alto nivel de volatilidad, impactando el riesgo sistemático, ajustándose el precio de las acciones, principalmente aquellas ligadas a la venta de productos alimenticios presentes en la canasta. Si bien para las empresas la reducción del impuesto, representa una mejora en su EBIT, sus ingresos futuros podrían disminuir con un menor salario disponible y aumento en el precio final de los alimentos.

Al analizar los resultados presentados por Nutresa al 3T 2018, se encuentra, además una significativa caída en Otros Activos Financieros no Corrientes (Figura 1, Anexo 4.2). En esta línea la empresa mantiene inversiones de portafolio cuyo valor razonable se reconoce con cargo a otros resultados integrales, y que durante el periodo presentaron pérdidas por COP 454,766 millones.

Las inversiones corresponden a acciones ordinarias de Grupo Sura y Grupo Argos, entidades controladoras de Grupo Nutresa, y que cotizan en la bolsa de valores de Colombia. Tales activos presentaron retornos negativos principalmente en el tercer trimestre 2018.

Estas situaciones afectaron la valorización en Bolsa de Nutresa, escenario contrario a los positivos resultados en términos de crecimiento de ventas (+2.3%) y ebitda (+10.2%) expuestos en sus balances.

Con el propósito de incorporar estos cambios que afectan el largo plazo de la firma, el beta estimado para el periodo sería el más adecuado (0.475).

## 6.2 Estimación del Costo de Capital

La tasa libre de riesgo corresponde a la Yield del Bono Tesorería Colombiano (COLTES EK6999263), con vencimiento residual de 12 años. El premio por riesgo de mercado es provisto por Damodaran a Julio 2018.

Tabla N°20: Tasa libre de riesgo, impuesto y premio por riesgo de mercado.

Tasa libre de riesgo	7.09%
Tasa impuesto corporativo	33%
Premio por riesgo de mercado	7.39%

Fuente: Elaboración propia.

La YTM del bono más largo de Nutresa corresponde a 9,58% (Tabla N°21). Pero si tomamos el promedio ponderado de la deuda financiera el costo de la deuda sería 6,31%.

Tabla N°21: Costo de la Deuda

Ticker	Fecha emision	Fecha vencimiento	Serie	sept-18
NUTRSA 0 08/20/21 Corp	20/08/2009	20/08/2021	C12	<b>9.58</b>
NUTRSA 0 08/20/19 Corp	20/08/2009	20/08/2019	C10	10.07

Fuente: Elaboración propia.

Usando la ecuación de la tasa de deuda (ecuación 1), se obtiene el beta de la deuda (Tabla N°22)

$$K_b = R_f + \beta_b \cdot PRM \quad (\text{Ecuación 1})$$

Tabla N°22: Costo de la Deuda.

Costo de la deuda	9.58%
Beta de la deuda	0.34

Fuente: Elaboración propia.

Tabla N°23: Beta de la acción.

Beta de la acción	0.475
-------------------	-------

Fuente: Elaboración propia.

Posteriormente, se calcula el beta patrimonial sin deuda (ecuación 2), desapalancando el beta con la estructura promedio del 2016-2018 (Tabla N° 24), siendo consistente con el periodo abarcado para el cálculo de dicho coeficiente. Considerando estos valores, se obtiene el beta patrimonial con deuda (ecuación 3), utilizando la estructura objetivo correspondiente al promedio de los periodos diciembre 2014 a septiembre 2018, asumiéndose tal resultado como estructura de largo plazo (Tabla N°25).

$$\beta_p^{s/d} = \frac{\beta_p^{c/d} + \beta_b(1-t_c)\left(\frac{B}{P}\right)}{\left[1 + (1-t_c)\left(\frac{B}{P}\right)\right]} \quad (\text{Ecuación 2})$$

Tabla N°24: Estructura 2016-2018.

Estructura de Capital	Promedio 2016-2018
B/P	25.51%
B/V	20.32%
P/V	79.68%

Fuente: Elaboración propia.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \left[ 1 + (1 - t_c) \left( \frac{B}{P} \right) \right] - \beta_b (1 - t_c) \left( \frac{B}{P} \right) \quad (\text{Ecuación 3})$$

Tabla N°25: Estructura Objetivo de largo plazo

Estructura Objetivo	Promedio 2014-2018
B/P***	25.25%
B/V***	20.16%
P/V***	79.84%

Fuente: Elaboración propia.

Por último, se reemplaza en la ecuación 4 el beta patrimonial con deuda para calcular el costo patrimonial del Grupo Nutresa, y reemplazando este valor en la ecuación 5, resulta el costo de capital de esta empresa. La tasa de impuesto<sup>11</sup> corporativo es de un 33%, consistente con el contrato de estabilidad jurídica de la firma.

En la tabla N°26, se muestran de manera resumida estos resultados.

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM \quad (\text{Ecuación 4})$$

$$K_0 = K_p \frac{P}{V} + K_b \frac{B}{V} (1 - t_c) \quad (\text{Ecuación 5})$$

En la Tabla N° 26 se resumen los resultados obtenidos para los betas con y sin deuda, además del costo patrimonial y de capital de la empresa.

Tabla N°26: Resultados de betas patrimoniales y tasas de la empresa

Ítem	Dato
Beta patrimonial sin deuda	0.455
Beta patrimonial con deuda	0.475
Costo Patrimonial	10.60%
Costo Capital	9.75%

Fuente: Elaboración propia.

<sup>11</sup> PROCOLOMBIA, portal oficial de inversiones en Colombia. <https://www.inviertaencolombia.com.co/como-invertir/impuestos.html>



## **7. Valoración de la Empresa por Múltiplos**

En esta sección se debe seleccionar las empresas que serán comparativas respecto a los negocios que desempeña el Grupo Nutresa, con el objetivo de obtener múltiplos que permitan calcular el precio de la acción de la empresa, sin necesidad de estimar una tasa de descuento, o proyectar cada una de las cuentas operacionales de los estados financieros.

### **7.1 Valores para la Industria**

En el análisis de la industria del Grupo Nutresa, se consideran las empresas objetivo detalladas en la tabla N°27, las que reflejan la diversidad de los negocios que maneja esta entidad, las cuales se constituyen en carnes, chocolates, café, tabaco, entre otras.

Tabla N°27: Empresas Benchmark de la industria.

Empresa	Descripción
Mondelez International Inc	Es una empresa de alimentos y bebidas. Fabrica y comercializa productos alimenticios envasados, como refrigerios, bebidas, queso, comidas preparadas y distintos abarrotes envasados. Vende sus productos en todo el mundo.
Grupo Bimbo SAB	Elabora y vende productos de pastelería. Elabora panes, galletas, pies, pan dulce, tortillas, tostadas y tentempiés. También elabora aperitivos, dulces, chocolates, mermeladas y otras confecciones. Comercia sus productos en América y Europa.
Grupo Herdez	Es una empresa alimenticia de México que suministra alimentos de origen mexicano a los Estados Unidos. Su cartera de productos incluye burritos, guacamole, yogur congelado, salsas caseras, mayonesa, mole, pasta, especias, puré de tomate, atún, verduras y alimentos orgánicos, entre otros.
General Mills, Inc	Fabrica y comercializa alimentos de marca envasados a nivel mundial. También suministra productos alimenticios de marca y sin marca para las industrias de restauración y banca comercial.
Carozzi SA	Fabrica una gama de productos alimenticios. Elabora una gama de productos de marca alimentos incluyendo pastas, granos, arroz, cereales, salsas, postres, refrescos, galletas, chocolates, refrigerios, y productos de confitería. Sirve clientes a nivel internacional.
BRF SA	Es un procesador de alimentos que incluye marcas establecidas en Brasil y en el extranjero, tales como Sadia, Perdiago, Qualy, Chester, Perdix y Paty. Provee carne (pollo y puerco), alimentos procesados de segmentos de negocios de carnes, pizzas, pastas y verduras congeladas. Está presente en los mercados europeos, latinoamericanos, de Oriente Medio, africanos y asiáticos.
ConAgra Foods	Fabrica y comercializa alimentos envasados para clientes minoristas, restaurantes e instituciones. Ofrece comidas, platos principales, condimentos, acompañamientos, refrigerios, productos especiales a base de papas, ingredientes de granos molidos, verduras deshidratadas, aderezos, mezclas y esencias.
GRUPO LALA SAB DE CV	Es una empresa mexicana de alimentos saludables y nutritivos especializada en la producción, innovación y comercialización de leche y productos lácteos. Opera plantas y centros de distribución en México, Estados Unidos, Brasil y Centroamérica.
GRUMA S.A.B.-B	Participa principalmente en la producción, mercadotecnia, distribución y venta de tortillas, harina de maíz y de trigo. Opera en Estados Unidos, México, Centroamérica, Europa, Asia y Oceanía.
NESTLE SA-REG	Es una empresa de alimentos envasados multinacional que fabrica y comercializa una amplia gama de productos alimenticios. Su línea de productos incluye leche, chocolates, confitería, agua embotellada, café, crema, condimentos y alimentos para mascotas.
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Fabrica y comercializa productos de consumo en diferentes países de todo el mundo. Ofrece productos para los segmentos de lavandería y limpieza, papel, belleza, alimentos y bebidas y de atención médica. Sus productos se venden principalmente a través de mayoristas, farmacias y tiendas de comestibles, de membresías y de barrio.

Fuente: Estados financieros Consolidados.

Los resultados de la industria son los siguientes:

Tabla N°28: Múltiplos de la industria

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	28.08	22.92	23.46	24.82
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	16.40	13.67	14.71	14.93
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	22.97	20.63	18.59	20.73
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3.72	3.47	3.00	3.40
	VALUE TO BOOK RATIO	4.77	4.47	4.25	4.50
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1.86	1.72	1.50	1.69
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2.31	2.13	2.00	2.15

Fuente: Bloomberg.

Los resultados de la industria muestran que los ratios de precio utilidad son los más altos junto con el valor de la empresa sobre el Ebitda, en general los Múltiplos a las Ganancias son los ratios con mayor valor (véase tabla N°28), para la industria y para cada una de las empresas benchmark.

Estos indicadores se estiman utilizando el promedio de los distintos múltiplos (ganancias, de valor libro e ingresos) obtenidos por las empresas objetivos para cada año, los cuales se muestran a continuación:

Tabla N°29: Múltiplos de la empresa Mondelez International Inc.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	23.42	19.35	18.73	20.50
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	35.45	19.91	19.86	25.07
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	55.38	25.06	24.87	35.10
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2.47	2.34	2.46	2.42
	VALUE TO BOOK RATIO	3.03	3.02	3.20	3.08
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2.60	2.41	2.44	2.48
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3.14	3.06	3.11	3.11

Fuente: Bloomberg.

Tabla N°30: Múltiplos del Grupo Bimbo SAB.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	39.37	48.22	50.52	46.03
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	12.50	10.96	10.33	11.26
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	18.22	16.88	16.30	17.13
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3.39	3.15	2.50	3.01
	VALUE TO BOOK RATIO	4.46	4.27	3.62	4.12
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0.99	0.78	0.66	0.81
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1.30	1.05	0.96	1.11

Fuente: Bloomberg.

Tabla N°31: Múltiplos del Grupo Herdez.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	68.25	23.24	15.10	35.53
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	14.30	10.40	9.49	11.40
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	17.83	12.31	11.18	13.77
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2.57	2.58	2.25	2.47
	VALUE TO BOOK RATIO	4.56	4.49	4.03	4.36
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1.03	0.98	0.88	0.96
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1.82	1.69	1.56	1.69

Fuente: Bloomberg

Tabla N°32: Múltiplos de la empresa General Mills, Inc

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	21.98	17.20	13.79	17.66
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	15.40	13.10	14.24	14.25
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	18.96	16.20	17.91	17.69
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	6.61	6.04	4.11	5.58
	VALUE TO BOOK RATIO	8.81	8.40	7.02	8.08
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2.35	1.94	1.55	1.95
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3.11	2.64	2.72	2.83

Fuente: Bloomberg

Tabla N°33: Múltiplos de la empresa Carozzi SA.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	8.22	12.51	12.95	11.23
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	6.84	8.85	8.33	8.01
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	8.60	11.65	11.16	10.47
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1.19	1.27	1.32	1.26
	VALUE TO BOOK RATIO	2.72	2.80	2.72	2.74
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	0.48	0.53	0.55	0.52
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1.10	1.17	1.12	1.13

Fuente: Bloomberg.

Tabla N°34: Múltiplos de la empresa BRF SA.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	30.16	25.99	25.99	27.38
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	11.91	18.97	33.78	21.55
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	17.64	58.54	38.54	38.24
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3.57	3.07	2.07	2.90
	VALUE TO BOOK RATIO	4.53	4.26	4.10	4.30
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1.31	1.10	0.62	1.01
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1.65	1.55	1.22	1.47

Fuente: Bloomberg.

Tabla N°35: Múltiplos de la empresa ConAgra Foods.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	23.73	17.41	15.84	18.99
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	28.12	14.66	14.42	19.07
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	47.04	19.12	18.07	28.08
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	4.32	3.63	3.56	3.84
	VALUE TO BOOK RATIO	6.57	4.39	4.89	5.28
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1.88	1.86	1.70	1.81
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2.87	2.15	2.29	2.44

Fuente: Bloomberg.

Tabla N°36: Múltiplos del GRUPO LALA SAB DE CV.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	23.17	19.01	35.66	25.95
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	12.44	10.13	9.82	10.80
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	15.58	13.63	13.65	14.29
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3.36	2.67	2.28	2.77
	VALUE TO BOOK RATIO	3.23	2.59	3.38	3.07
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1.77	1.29	0.72	1.26
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1.70	1.25	1.07	1.34

Fuente: Bloomberg.

Tabla N°37: Múltiplos de la empresa GRUMA S.A.B.-B.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	19.08	18.97	18.06	18.70
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	11.73	11.62	10.08	11.14
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	14.13	14.16	12.41	13.57
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	5.06	4.99	3.97	4.67
	VALUE TO BOOK RATIO	5.56	5.71	4.65	5.31
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1.71	1.62	1.40	1.58
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1.88	1.86	1.62	1.78

Fuente: Bloomberg

Tabla N°38: Múltiplos de la empresa NESTLE SA-REG.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	27.38	26.94	30.85	28.39
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	16.03	16.81	17.37	16.74
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	20.00	21.32	23.38	21.57
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	4.21	4.16	4.45	4.27
	VALUE TO BOOK RATIO	4.52	4.63	4.72	4.62
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2.65	2.80	2.76	2.74
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2.86	3.14	2.92	2.97

Fuente: Bloomberg.

Tabla N°39: Múltiplos de la empresa PROCTER & GAMBLE CO/THE.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2016	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	24.17	23.27	20.53	22.66
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	15.68	15.00	14.09	14.92
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	19.26	18.12	17.00	18.13
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	4.20	4.29	4.04	4.18
	VALUE TO BOOK RATIO	4.52	4.66	4.46	4.55
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	3.69	3.61	3.20	3.50
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3.97	3.84	3.42	3.74

Fuente: Bloomberg.

## 7.2 Indicadores para la empresa

En este apartado se registran los valores relacionados con la empresa, tanto algunas cuentas referentes a la operación como las cuentas de balance, estos datos son necesarios para obtener el precio de la acción a través del cálculo de múltiplos.

Tabla N°40: Indicadores del Grupo Nutresa.

ITEM CONTABLE	2018 (a Septiembre)	Detalle
UTILIDAD POR ACCIÓN	1,050	12 meses
EBITDA	1,117,991	12 meses
EBIT	843,268	12 meses
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	8,154,369	sept_2018
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	13,719,635	sept_2018
VENTAS POR ACCIÓN	19,372	12 meses
VENTAS	8,913,493	12 meses

Fuente: Bloomberg.

### 7.3 Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria

Los resultados muestran que los múltiplos relacionados con ganancias e ingresos entregan valores cercanos a los obtenidos con el método de flujo de caja, dado que utilizan cuentas referentes a la operación. Por otro lado, los múltiplos de valor libro están relacionados con componentes del mercado y estructura de financiamiento principalmente.

Tabla N°41: Resultados de la empresa por medio de la valoración por múltiplos.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-	-	26,052
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	16,689,238	14,104,591	30,654
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	17,480,772	14,896,125	32,374
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	-	<b>27,707,113</b>	<b>60,217</b>
	VALUE TO BOOK RATIO	<b>61,739,645</b>	<b>58,887,092</b>	<b>127,981</b>
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	-	15,086,007	32,787
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	19,134,947	16,550,300	35,969

Fuente: Bloomberg. Valor empresa = Múltiplo industria \* EBITDA o EBIT (12 meses anteriores). Patrimonio económico = Valor empresa + efectivo equivalente – deuda financiera – interés minoritario. ·Precio de la acción = patrimonio económico / N° de acciones circulantes.

Conforme a lo observado por Pablo Fernández<sup>12</sup>, la utilización de los Múltiplos de Ganancias en la valoración de esta industria, se aproximan de mejor forma al precio de mercado. Por su parte, no es recomendable según el autor usar Múltiplos de Valor Libro para empresas que operan en esta industria. En promedio se obtiene un resultado de COP \$29,693, siendo el P/E ratio el cual más se ajusta, COP \$26,052.

<sup>12</sup> Métodos de Valoración de Empresas. Documento de investigación DI-771, noviembre, 2008.



## 8. Conclusiones

El presente informe, tuvo como objetivo realizar el análisis y la valoración del Grupo Nutresa, a través de la metodología por múltiplos.

El cálculo de la estructura de capital objetivo, costo de capital, patrimonial y de la deuda, entregan información que explica el dinamismo de la empresa en el mercado, posibilitando la comparación con su competencia.

La valoración por múltiplos se basa en ítems contables de la empresa, ponderados por ratios financieros de firmas comparables de la industria. Luego de analizar los resultados de los múltiplos de valor libro, ingresos y ganancias, es posible determinar que estos últimos se aproximan de mejor forma al precio de mercado (EV/EBITDA, EV/EBIT, P/U). Lo anterior, es consistente a los resultados de Pablo Fernandez, en la valoración de este sector.

La estimación mediante la valoración por múltiplos de ganancias, muestra un precio promedio superior, entorno al 23%, lo que equivale a un de COP \$29,693. El ratio Precio Utilidad se aproxima de mejor forma al valor de mercado de la acción.

## 9. Anexos

### 9.1 Bibliografía

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

Fernández, Pablo. Métodos de Valoración de Empresas. Documento de investigación DI-771, noviembre, 2008.

Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p/36p.

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

Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Bloomberg.

Grupo Nutresa. <http://www.gruponutresa.com>

Estados Financieros Consolidados. <http://www.gruponutresa.com>

Bolsa de Valores Colombia. <http://www.bvc.com.co/>

Superintendencia Financiera de Colombia. <https://www.superfinanciera.gov.co>

PROCOLOMBIA. <https://www.inviertaencolombia.com.co/como-invertir/impuestos.html>

Banco Central de Colombia. <http://www.banrep.gov.co/>

Estados financieros consolidados a 31 de septiembre de 2018 y 2017. Grupo Nutresa.

Estados financieros consolidados a 31 de diciembre de 2017 y 2016. Grupo Nutresa.

Estados financieros consolidados a 31 de septiembre de 2017 y 2016. Grupo Nutresa.

Estados financieros consolidados a 31 de diciembre de 2015 y 2014. Grupo Nutresa.

Estados financieros consolidados a 31 de septiembre de 2015 y 2014. Grupo Nutresa.

Damodaran online. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

## 9.2 Tablas y Gráficos

Tabla N°11: Tabla de pagos Grupo Nutresa.

Fecha	NUTRSA 0 08/20/21 Corp	NUTRSA 0 08/20/19 Corp
20-08-2009	9.05	8.78
20-11-2009	8.46	8.19
20-02-2010	7.81	7.54
20-05-2010	7.68	7.42
20-08-2010	7.96	7.69
20-11-2010	8.05	7.78
20-02-2011	9.18	8.91
20-05-2011	8.59	8.32
20-08-2011	9.20	8.93
20-11-2011	9.83	9.56
20-02-2012	9.33	9.06
20-05-2012	9.21	8.94
20-08-2012	8.79	8.52
20-11-2012	8.82	8.55
20-02-2013	7.70	7.44
20-05-2013	7.72	7.46
20-08-2013	7.93	7.67
20-11-2013	7.53	7.27
20-02-2014	7.84	7.57
20-05-2014	8.46	8.19
20-08-2014	8.64	8.37
20-11-2014	9.06	8.80
20-02-2015	9.62	9.35
20-05-2015	10.49	10.22
20-08-2015	10.30	10.03
20-11-2015	11.81	11.53
20-02-2016	13.46	13.18
20-05-2016	13.96	13.68
20-08-2016	15.06	14.78
20-11-2016	12.43	12.16
20-02-2017	11.37	11.09
20-05-2017	10.51	10.24
20-08-2017	9.18	8.91
20-11-2017	9.87	9.60
20-02-2018	9.48	9.21
20-05-2018	8.89	8.63
20-08-2018	8.88	8.62
20-11-2018	9.11	8.84

Fuente: Bloomberg

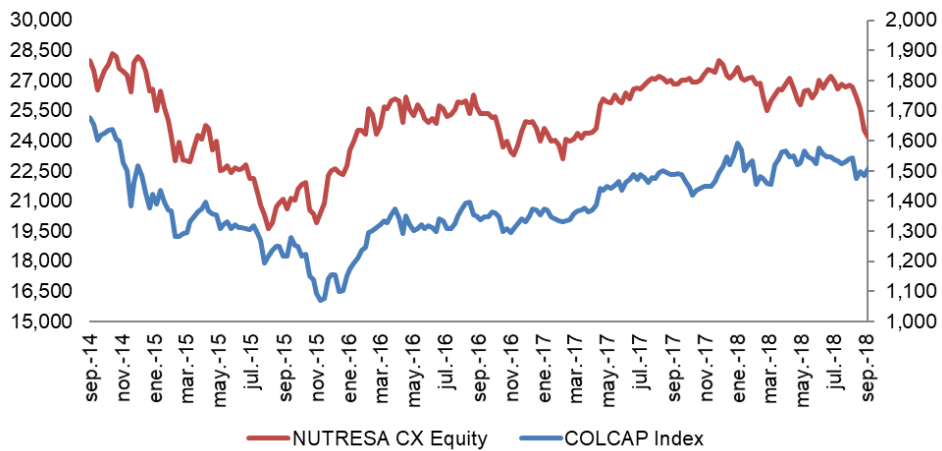
Tabla N°12: Apertura de la deuda por moneda y por tasa.

Deuda por moneda	Actual
COP	85.34%
CLP	8.05%
PEN	0.00%
USD	6.60%
MXN	0.00%

Deuda por tasa	Actual
IBR	32.81%
DTF	33.34%
IPC	17.36%
TAB Nominal	8.05%
Tasa Fija > 1 Año	1.93%
Tasa Fija < 1 Año	0.00%
LIBOR	6.51%

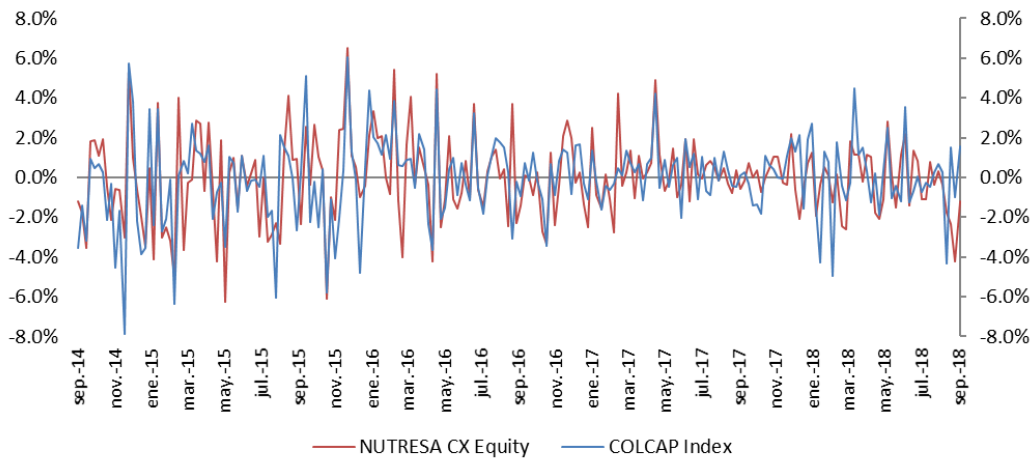
Fuente: Bloomberg.

Gráfico N°3: Precios Nutresa e Índice Colcap



Fuente: Bloomberg

Gráfico N°4: Precios Nutresa e Índice Colcap



Fuente: Bloomberg

Figura N°1: Nota 10 Estados Financieros Nutresa.

### Nota 10. OTROS ACTIVOS FINANCIEROS NO CORRIENTES

Grupo Nutresa clasifica como instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable con cargo a los otros resultados integrales las inversiones de portafolio que no son mantenidas para negociar.

El resultado del período incluye los ingresos por los dividendos sobre dichos instrumentos y que son reconocidos por Nutresa en la fecha en que se establece el derecho a recibir los pagos futuros que es la fecha del decreto de dividendos por parte de la compañía emisora. Los otros resultados integrales incluyen las variaciones en el valor razonable de estos instrumentos financieros.

El detalle de los instrumentos financieros se presenta a continuación:

Valor en libros	Número de acciones ordinarias poseídas	% de participación en el total de acciones ordinarias	Septiembre 2018	Diciembre 2017
Grupo de Inversiones Suramericana S. A.	59.387.803	12,66%	2.064.320	2.393.328
Grupo Argos S. A.	79.804.628	12,36%	1.300.815	1.666.321
Otras sociedades (*)			2.259	74.314
<b>Total</b>			<b>3.367.394</b>	<b>4.133.963</b>

Tabla 17

	Tercer trimestre				Acumulado a septiembre			
	2018		2017		2018		2017	
	Ingreso por dividendos	Pérdida por medición a valor razonable	Ingreso por dividendos	Utilidad por medición a valor razonable	Ingreso por dividendos	Pérdida por medición a valor razonable	Ingreso por dividendos	Utilidad por medición a valor razonable
Grupo de Inversiones Suramericana S. A.	-	(168.662)	-	76.016	30.763	(329.009)	28.981	159.159
Grupo Argos S. A.	-	(284.104)	-	30.326	26.176	(365.505)	24.740	146.841
Otras sociedades	-	-	-	-	1.620	(68.151)	600	-
	-	<b>(452.766)</b>	-	<b>106.342</b>	<b>58.559</b>	<b>(762.665)</b>	<b>54.321</b>	<b>306.000</b>

Tabla 18

Fuente: Informe trimestral, septiembre 2018 Grupo Nutresa.