

**GRUPO NUTRESA S. A.**  
BVC: NUTRESA

*Primera cobertura o Cobertura continua*

Fecha de valoración: 31 de agosto de 2017

**Recomendación:** Vender

### Precio de la Acción y Valor del COLCAP

Precio de la acción: COP 27.140. Valor del COLCAP: 1.482,27 (31 de agosto de 2017)

El precio de la acción obtenido con el modelo refleja una potencial desvalorización del 12% frente al precio actual de la acción debido principalmente a la baja generación de valor de la compañía, toda vez que el ROIC al cierre del año 2016 (7,6%) se encuentra por debajo del WACC del mismo año (12,2%), situación que se proyecta hasta el año 2021 donde el ROIC comienza a superar al WACC.

El precio objetivo de la acción de Nutresa esperado en el corto plazo es de COP 23.766.

### Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

| INDICADOR     | 2016         | 2017p        | 2018p        | 2019p        | 2020p        | 2021p        | 2022p        | 2023p        | 2024p        | 2025p        | 2026p        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT          | \$ 814.971   | \$ 1.083.139 | \$ 1.202.632 | \$ 1.327.697 | \$ 1.460.719 | \$ 1.602.686 | \$ 1.751.493 | \$ 1.906.746 | \$ 2.067.948 | \$ 2.234.495 | \$ 2.405.673 |
| EBITDA        | \$ 1.028.953 | \$ 1.227.439 | \$ 1.354.266 | \$ 1.487.435 | \$ 1.629.385 | \$ 1.781.162 | \$ 1.940.717 | \$ 2.107.713 | \$ 2.281.711 | \$ 2.462.159 | \$ 2.648.398 |
| Margen EBITDA | 11,9%        | 12,9%        | 12,9%        | 13,0%        | 13,0%        | 13,0%        | 13,1%        | 13,1%        | 13,2%        | 13,2%        | 13,2%        |
| Margen Neto   | 4,6%         | 5,3%         | 5,8%         | 6,3%         | 6,3%         | 6,4%         | 6,4%         | 6,4%         | 6,5%         | 6,5%         | 6,5%         |
| WACC          | 12,2%        | 11,9%        | 11,9%        | 12,0%        | 12,0%        | 12,0%        | 12,0%        | 11,9%        | 11,9%        | 11,9%        | 11,9%        |
| ROA           | 5,9%         | 7,6%         | 8,1%         | 8,5%         | 9,0%         | 9,5%         | 9,9%         | 10,3%        | 10,7%        | 11,1%        | 11,4%        |
| ROE           | 4,8%         | 5,9%         | 6,8%         | 7,6%         | 8,0%         | 8,5%         | 8,8%         | 9,2%         | 9,4%         | 9,7%         | 9,9%         |
| KTNO          | \$ 1.135.221 | \$ 1.211.438 | \$ 1.330.012 | \$ 1.456.201 | \$ 1.589.993 | \$ 1.731.309 | \$ 1.879.990 | \$ 2.035.800 | \$ 2.198.416 | \$ 2.367.426 | \$ 2.542.327 |
| ROIC          | 7,6%         | 8,3%         | 9,5%         | 10,8%        | 11,5%        | 12,2%        | 12,9%        | 13,5%        | 14,1%        | 14,6%        | 15,1%        |

### Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

*Capitalización bursátil: COP 12.487.750.650.120 (31 de agosto de 2017)*

*Número de acciones en circulación: 460.123.458 (31 de agosto de 2017)*

*Volumen promedio diario del último año: COP 3.460.317.048 (sep.1, 2016 a agosto 31, 2017)*

*Bursatilidad: alta*

*Participación en el índice: 6,827% (1 de septiembre de 2017)*

*Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)*

*Beta desapalancada de la industria (Damodaran, 2017): 0,61 (5 de enero de 2017)*

*Rango en el último año: entre COP22.820 y COP27.280*

### Apreciación global de la compañía

*Localización: Medellín, Colombia*

*Industria: alimentos*

*Descripción: empresa líder en alimentos procesados en Colombia y uno de los jugadores más relevantes del sector en América Latina.*

*Productos y servicios: la empresa opera a través de ocho unidades de negocio: cárnicos, galletas, chocolates, Tresmontes Lucchetti, cafés, alimentos al consumidor, helados y pastas.*

*Sitio web de la compañía: <https://www.gruponutresa.com/>*

#### Analistas:

Juan Esteban Castillo Velásquez  
Hernán Alonso Flórez Arenas

#### Directora de la investigación de inversión:

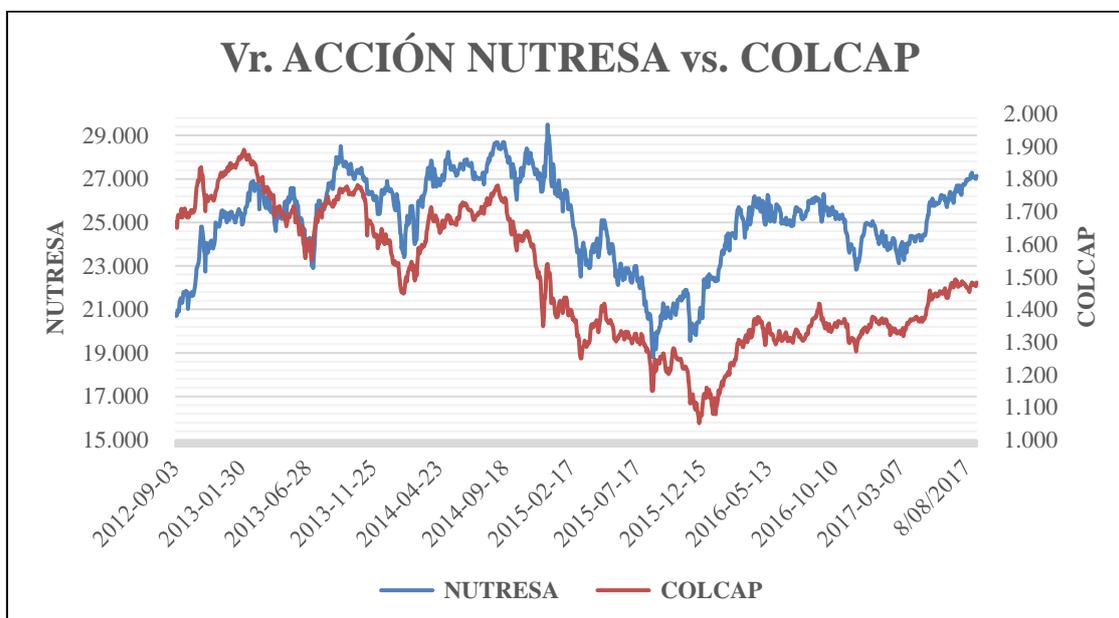
Sandra Constanza Gaitán Riaño

#### Asesor de Investigación:

Simón Restrepo Barth

## DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Entre septiembre de 2012 y agosto de 2017 la acción tuvo un precio promedio de \$25.065 y registró precios que oscilaron entre los \$18.800 y \$29.500 (BVC, s.f.). Durante dicho lapso el mayor precio de la acción se registró el 24 de diciembre de 2014, luego del anuncio realizado por la compañía el 27 de noviembre de 2014 sobre el acuerdo para adquirir el 100% de las acciones de Aldage, Inc., sociedad domiciliada en Panamá, propietaria de las empresas colombianas que conforman el Grupo El Corral (Grupo Nutresa S. A., 2014). La posterior caída del precio de las acciones en el primer semestre de 2015 obedeció de manera indirecta a los cambios en el precio del dólar, la reducción en el precio del barril de petróleo, la desaceleración de la economía y el impacto que dichos fenómenos generaron en las empresas y en la economía de Colombia (García M., 2015).



**Gráfica 1.** Precio de la acción de Nutresa versus valor del COLCAP (septiembre de 2012 a agosto de 2017)

Fuente: elaboración propia con base en BVC (s.f.)

## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Como resultado de la valoración de Grupo Nutresa S. A. por la metodología de flujos de caja libre descontados (FCLD) se recomienda vender la acción toda vez que, de acuerdo con los resultados de la proyección realizada, se espera en el corto plazo un valor de la acción de COP23.766, con un potencial de desvalorización del 12% con respecto al precio actual de COP27.140 (BVC, 2017). Los factores clave que sustentaron la valoración consideraron la estrategia centenaria de la compañía de duplicar para el año 2020 las ventas de 2013 y de mantener un margen ebitda entre el 12% y el 14%, así como la buena dinámica que han tenido sus ocho líneas de negocio, que se espera que continúen creciendo en forma real en los años siguientes. Asimismo, sumado al aumento de los ingresos, la empresa mantiene un control de sus costos y gastos operativos, lo que favorece sus márgenes de rentabilidad y la generación de flujos de caja ante el complejo entorno operativo actual. En 2016, por ejemplo, Grupo Nutresa generó ebitda por valor de COP1,03 billones, con un margen de 11,9%, pese a que fue un año complejo para la economía debido al efecto de la devaluación de las monedas, a una elevada inflación y al fenómeno de El Niño en Colombia, que impactó en sentido negativo los costos de la materia prima.

## TESIS DE INVERSIÓN

La tesis de inversión se fundamenta en la estrategia centenaria que tiene la compañía mencionada anteriormente. Para lograrla, la organización ha mantenido una dinámica de ventas muy positiva en los últimos años (2013 a 2016), tanto en el país como fuera de él. El año 2016 cerró con COP8,7 billones en ventas, con un crecimiento de 9,2% frente a

las reportadas en 2015. En el país las ventas de 2016 fueron de COP5,4 billones, con un crecimiento de 9,1%, y las ventas fuera de Colombia fueron de COP3,3 billones, lo que corresponde a un incremento del 9,4% con respecto a las del año anterior; las últimas representaron el 38,2% del total de las ventas. Para el año 2016 se reportó un margen ebitda del 11,9%, que ascendió a COP1,03 billones y creció un 5,5% con respecto al de 2015. Estas cifras, en concordancia con la construcción de una oferta de valor diferenciada para clientes, compradores y consumidores, al desarrollo de redes de distribución, a la inversión en nuevas líneas de negocio y a la conservación de un grupo directivo de alta calidad y con conocimiento de su entorno económico, reflejan el efecto combinado de una gestión responsable y el compromiso de lograr los objetivos de creación de valor y la sostenibilidad del Grupo Nutresa S. A. (2016b).

Además, la compañía mantiene su estrategia de sostenibilidad que se refleja en el crecimiento de sus ventas, la disminución de sus costos, la diversificación de sus productos, la penetración de mercados, la fortaleza de sus marcas líderes del sector, su capacidad de innovación y su sistema de distribución que le permite atender 1.237.000 puntos de venta en Colombia y otros países (DataiFX, 2017).

Con el escenario base hasta acá descrito para la compañía se estima que para el período de la proyección la empresa en promedio obtendrá un margen ebitda del 13,1%, un margen neto del 6,2% y un ROIC del 12,2%. Asimismo, la organización mantiene una estructura financiera controlada distribuida en promedio en 20% de deuda y 80% de capital, lo que disminuye el riesgo financiero y evidencia un fuerte apalancamiento con recursos propios (patrimonio). Asimismo, la compañía cuenta con un acceso amplio al

mercado financiero y de capitales locales, lo que le brinda flexibilidad financiera adicional para hacer frente a necesidades eventuales de financiamiento (DataiFX, 2017).

La consecución de las metas planteadas por la empresa depende en gran medida del panorama económico complejo que se vislumbra tanto en el país como en el resto del mundo, lo que puede repercutir en el aumento de su valor y en la generación de un posicionamiento competitivo mayor y sostenible.

Así las cosas, y con base en la metodología de valoración por medio del FCLD, se realizó la valoración de la compañía Grupo Nutresa S. A. y con los resultados obtenidos para el análisis de sensibilidad y la simulación de escenarios que se llevaron a cabo se recomienda vender acciones de la organización al tener en cuenta que a 31 de agosto de 2017 el precio de la acción fue de COP27.140 y la proyección de los flujos de caja descontados presentó un precio objetivo de COP23.766, con una potencial desvalorización de 12%.

Si bien el valor de la acción que se estima en COP23.766, es inferior al precio actual de mercado, el análisis de los fundamentales da como resultado que la acción se encuentra sobrevalorada y por tanto, la recomendación es vender.

## VALORACIÓN

### Metodología

La valoración de Nutresa en este informe se llevó a cabo de acuerdo con la metodología de flujos de caja descontados, es decir, mediante el cálculo del valor presente neto de sus

flujos de caja libre futuros descontados al costo promedio ponderado de su capital o WACC (*weighted average cost of capital*) por sus iniciales en inglés. Para ello fue necesario identificar el contexto competitivo de la compañía, su desempeño financiero, su mega y sus objetivos estratégicos, sus generadores de valor y los planes de expansión que fundamentan las proyecciones financieras realizadas y que constituyen la base para la determinación de los flujos de caja futuros, así como su valor terminal.

Entre las premisas más relevantes de las proyecciones financieras se destacan las siguientes:

- Se estima el crecimiento nominal (antes de inflación) de las ventas en el 8,96% promedio anual, que es el aumento básico requerido que permite cumplir la mega trazada por Nutresa: en el año 2020 doblar las ventas del año 2013.
- Margen ebitda (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*) promedio del 13,1%, que se ubica dentro del rango meta definido en la planeación estratégica de la compañía de acuerdo con el informe integrado de 2016 (Grupo Nutresa, 2016b): alcanzar un margen ebitda entre 12% y 14%.
- El WACC calculado con una estructura de patrimonio de 80% y de 20% de deuda, que es la estructura actual de la compañía. Su carácter permanente en el período de proyección sugiere que se mantiene constante la política de distribución de dividendos, en promedio el 53% de la utilidad neta del año anterior y en consecuencia se hace de igual manera constante la tasa de retención (47%). También supone esta proyección inversiones en gasto de capital o CAPEX

(*capital expenditures*) similar a la depreciación. El cálculo técnico, al considerar la tasa libre de riesgo, la prima de mercado, el riesgo país de cada uno de los países en los que opera Nutresa, la tasa de impuestos, la prima por tamaño, la devaluación implícita y el beta específico de la industria arrojó un costo promedio ponderado de capital de 11,96%, que se encuentra dentro del rango de 8% a 14% estimado como el WACC de Nutresa según Grupo Nutresa (2016a).

- Período de proyección de diez años, de 2017 a 2026, que permite hacer una adecuada proyección financiera con base en la dinámica de la empresa y sus metas estratégicas.

### **Resultados de la valoración por medio de flujos de caja libre descontados**

La valoración por medio de flujos de caja libre descontados arrojó un valor de la empresa de 9,5 billones de pesos colombianos y un valor de patrimonio de 10,9 billones de pesos colombianos. En el caso particular de Nutresa, el último es mayor al primero debido a que la caja y las inversiones son mayores que las obligaciones financieras.

Si se toma en consideración que la compañía tiene en circulación 460.123.458 acciones, el valor de la acción resultante es de COP23.766.

**Tabla 1.** Resumen del resultado de la valoración

| <b>RESULTADO DE LA VALORACIÓN</b>                    |                    |
|--|--------------------|
| <b>(millones de COP)</b>                             |                    |
| <b>Valor de la empresa (<i>enterprise value</i>)</b> | <b>9.499.227</b>   |
| + disponible   | 277.418            |
| + inversiones no operacionales                       | 4.329.153          |
| - obligaciones financieras                           | -3.170.727         |
| <b>Valor del patrimonio (<i>equity</i>)</b>          | <b>10.935.071</b>  |
| <i>Número de acciones en circulación</i>             | <i>460.123.458</i> |
| <b>Valor de la acción</b>                            | <b>COP23.766</b>   |

Fuente: elaboración propia

### Comparación por múltiplos

De acuerdo con el informe “Enterprise value multiples” de Damodaran (2017) publicado el 5 de enero de 2017 luego del estudio de 87 empresas a nivel mundial de la industria de alimentos procesados, entre las que está Nutresa como única firma colombiana, el valor de la empresa (EV) promedio de las compañías de esta industria corresponde a 13,64 veces el ebitda o 2,38 veces las ventas. Con base en los múltiplos calculados y publicados por Damodaran, Nutresa podría tener un EV de 14,0 billones de pesos colombianos por su ebitda o de 20,6 billones de pesos colombianos por su nivel de ventas. La valoración con base en el análisis de sus fundamentales arrojó un EV de 9,2 billones de pesos colombianos lo que indica un 68% del múltiplo ebitda o un 46% del múltiplo ventas (ver Tabla 2), lo que supone un potencial de valorización de la acción de Nutresa con respecto a los múltiplos.

Situación contraria sucede con el indicador P/E (Market Cap / beneficio neto) para empresas del sector de alimentos procesados observado en el portal Finviz (agosto 28 de 2017) que publica un ratio P/E de 30,6 para compañías de este sector. El ratio P/E de Nutresa es 31,2 que frente al ratio del sector denota una posible sobrevaloración de la acción de la compañía de 2,2%.

**Tabla 2.** Comparación por múltiplos

| <b>VALOR DE LA EMPRESA - COMPARACIÓN POR MÚLTIPLOS</b> |                  |                         |  |                         |                 |
|--|------------------|-------------------------|--|-------------------------|-----------------|
| <b>(Alimentos procesados)</b>                          |                  |                         |  |                         |                 |
|  | <b>Damodaran</b> |                         | <b>Resultado obtenido en la valoración</b> |                         | <b>Relación</b> |
|  | Múltiplo         | Valor (millones de COP) | Múltiplo                                   | Valor (millones de COP) |                 |
| <b>Ebitda</b>  | <b>13,64</b>     | <b>14.035.392</b>       | <b>9,23</b>                                | <b>9.449.227</b>        | <b>68%</b>      |
| <b>Ventas</b>  | <b>2,38</b>      | <b>20.650.403</b>       | <b>1,09</b>                                | <b>9.499.227</b>        | <b>46%</b>      |
|  | <b>Finviz</b>    |                         | <b>Ratio P/E Nutresa</b>                   |                         | <b>Relación</b> |
| <b>P/E (Market Cap / UN)</b>                           | <b>30,6</b>      |                         | <b>31,2</b>                                |                         | <b>102,2%</b>   |

Fuente: Elaboración propia

### **Análisis de escenarios y rangos de valores**

El modelo de escenarios se corrió con siete variables de entrada (ventas, costo de ventas, gastos de administración, gastos de ventas, KTNO, CAPEX y WACC) y dos variables de salida (patrimonio y precio de la acción) mediante la herramienta administración de escenarios de Excel.

Se realizó la simulación con tres escenarios: pesimista, base (proyección) y optimista. Para el efecto se tomaron las variables de entrada con sus respectivos valores de proyección y variaciones aleatorias alrededor de sus promedios.

**Tabla 3.** Variables utilizadas para la simulación

| Variable                                     | Pesimista | Proyectado | Optimista |
|--|-----------|------------|-----------|
| Crecimiento nominal en ventas                | 8,56%     | 8,96%      | 9,56%     |
| Costo de mercancías vendidas (CMV)           | 56,77%    | 56,27%     | 55,77%    |
| Crecimiento real en gastos de administración | 3,38%     | 3,28%      | 3,18%     |
| Crecimiento real gastos de ventas            | 5,60%     | 5,50%      | 5,40%     |
| KTNO (porcentaje de ventas)                  | 12,98%    | 12,68%     | 12,38%    |
| CAPEX (porcentaje de ventas)                 | 2,88%     | 2,78%      | 2,68%     |
| WACC   | 12,00%    | 11,95%     | 11,90%    |

Fuente: elaboración propia

Mediante la función de administración de escenarios de la herramienta *Excel* se corrió la simulación con los escenarios definidos y se obtuvo el siguiente resultado:

**Tabla 4.** Resumen de los escenarios

| VARIABLES                                    | Pesimista | Proyectado | Optimista |
|--|-----------|------------|-----------|
| Crecimiento nominal en ventas                | 8,56%     | 8,96%      | 9,56%     |
| CMV  | 56,77%    | 56,27%     | 55,77%    |
| Crecimiento real en gastos de administración | 3,38%     | 3,28%      | 3,18%     |
| Crecimiento real en gastos de ventas         | 5,60%     | 5,50%      | 5,40%     |
| KTNO (porcentaje de ventas)                  | 12,98%    | 12,68%     | 12,38%    |
| CAPEX (porcentaje de ventas)                 | 2,88%     | 2,78%      | 2,68%     |
| WACC   | 12,00%    | 11,95%     | 11,90%    |

| Variables                             | Pesimista     | Proyectado | Optimista    |
|---------------------------------------|---------------|------------|--------------|
| <b>Resultado:</b>                     |               |            |              |
| Valor de patrimonio (millones de COP) | 8.644.692     | 10.935.071 | 14.037.664   |
| Precio de la acción (COP)             | 18.778        | 23.766     | 30.508       |
| <b>Variación porcentual</b>           | <b>-20,9%</b> |            | <b>28,4%</b> |
| <b>Variación (COP)</b>                | <b>-4.978</b> |            | <b>6.743</b> |

Fuente: elaboración propia

En el escenario pesimista, la acción perdería un 20,9% de su valor con respecto al precio proyectado y caería a \$18.778, mientras que en el escenario optimista la acción ganaría un valor superior en 28,4% con relación al precio proyectado, para llegar hasta \$30.508.

Grupo Nutresa, ocasionalmente, recurre al endeudamiento en dólares con el fin de obtener tasas de interés más competitivas en el mercado y utiliza derivados financieros para mitigar el riesgo de la tasa de cambio en las operaciones realizadas en las diferentes geografías donde opera. A 31 de diciembre de 2016 no existía deuda en USD con cobertura (Grupo Nutresa S. A., 2016a). Por esta razón no se tuvo en cuenta la variable dólar en la simulación, dado que Nutresa utiliza instrumentos de cobertura que le permiten manejar la exposición al riesgo cambiario de tal manera que el efecto sobre los estados financieros es neutro en la práctica.

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

## Tamaño de la industria, estructura y fuentes de creación de valor

Según el análisis de Euromonitor Internacional (2016), el tamaño de la industria de alimentos empacados en Colombia es de 10.894 millones de dólares. Está conformada por 16 categorías, de las que la industria láctea es la categoría de mayor tamaño, con una participación de 25,8%, seguida por la de productos horneados, que participa con 15,9%, y la de arroz, pasta y fideos, con una participación del 11,3%. Estas tres categorías acumulan el 53% de la industria.

**Tabla 5.** Categorías que conforman la industria de Alimentos en Colombia y su participación (2011 a 2016)

| Market Sizes   Historical   Retail Value RSP   US\$ mn   Current Prices   Fixed 2016 Exchange Rates |   |          |          |          |          |           |           |        |
|---|---|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|--------|
| Geographies   | Categories                                  | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015      | 2016      | %      |
| Colombia  | Packaged Food                               | 8.577,50 | 9.245,90 | 9.522,70 | 9.996,10 | 10.469,50 | 10.894,30 | 100,0% |
| Colombia  | Baby Food                                   | 142,30   | 151,60   | 167,10   | 181,30   | 193,30    | 201,90    | 1,9%   |
| Colombia  | Baked Goods                                 | 1.488,30 | 1.553,50 | 1.599,70 | 1.639,10 | 1.682,30  | 1.735,50  | 15,9%  |
| Colombia  | Breakfast Cereals                           | 125,50   | 138,00   | 145,20   | 158,00   | 170,30    | 180,60    | 1,7%   |
| Colombia  | Confectionery                               | 342,90   | 359,20   | 377,20   | 398,00   | 415,00    | 428,30    | 3,9%   |
| Colombia  | Dairy                                       | 2.211,10 | 2.366,80 | 2.476,40 | 2.587,60 | 2.704,60  | 2.807,50  | 25,8%  |
| Colombia  | Edible Oils                                 | 726,50   | 764,10   | 789,60   | 821,30   | 851,70    | 877,50    | 8,1%   |
| Colombia  | Ice Cream and Frozen Desserts               | 309,40   | 335,80   | 371,20   | 402,50   | 430,10    | 453,80    | 4,2%   |
| Colombia  | Processed Fruit and Vegetables              | 96,80    | 102,90   | 106,70   | 108,50   | 111,10    | 113,90    | 1,0%   |
| Colombia  | Processed Meat and Seafood                  | 626,80   | 683,30   | 726,10   | 791,30   | 854,50    | 910,30    | 8,4%   |
| Colombia  | Ready Meals                                 | 70,50    | 75,70    | 80,20    | 96,20    | 105,00    | 111,20    | 1,0%   |
| Colombia  | Rice, Pasta and Noodles                     | 1.045,80 | 1.226,40 | 1.109,80 | 1.142,40 | 1.194,90  | 1.233,60  | 11,3%  |
| Colombia  | Sauces, Dressings and Condiments            | 251,90   | 266,60   | 280,90   | 294,80   | 310,10    | 324,30    | 3,0%   |
| Colombia  | Savoury Snacks                              | 772,30   | 830,60   | 881,10   | 936,10   | 981,30    | 1.029,20  | 9,4%   |
| Colombia  | Soup  | 20,30    | 21,00    | 22,60    | 23,20    | 24,00     | 25,30     | 0,2%   |
| Colombia  | Spreads                                     | 87,70    | 91,30    | 95,50    | 100,00   | 106,40    | 111,70    | 1,0%   |
| Colombia  | Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks | 259,50   | 278,90   | 293,40   | 315,80   | 335,00    | 349,70    | 3,2%   |

Fuente: Euromonitor International (2016)

En cuanto a la distribución, los alimentos en Colombia se comercializan a través del canal moderno en un 37,7%, del tradicional en un 60,7% y el resto por medio de canales no especializados en el sector.

**Tabla 6.** Canales de distribución, su evolución y participación

| Distribution   Historical   Retail Value RSP   % breakdown |               |  |        |        |        |        |        |        |
|--|---------------|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Geographies  | Categories    | Outlets                                | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   |
| Colombia   | Packaged Food | Store-Based Retailing                  | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Colombia   | Packaged Food | Modern Grocery Retailers               | 34,80  | 35,20  | 35,50  | 36,70  | 37,30  | 37,70  |
| Colombia   | Packaged Food | Convenience Stores                     | 0,30   | 0,30   | 0,40   | 0,40   | 0,50   | 0,50   |
| Colombia   | Packaged Food | Discounters                            | 0,30   | 0,60   | 0,90   | 1,70   | 1,90   | 2,20   |
| Colombia   | Packaged Food | Forecourt Retailers                    | 0,20   | 0,20   | 0,20   | 0,20   | 0,20   | 0,20   |
| Colombia   | Packaged Food | Hypermarkets                           | 17,00  | 17,00  | 17,10  | 17,10  | 17,20  | 17,10  |
| Colombia   | Packaged Food | Supermarkets                           | 17,00  | 17,00  | 17,00  | 17,20  | 17,40  | 17,70  |
| Colombia   | Packaged Food | Traditional Grocery Retailers          | 63,20  | 63,00  | 62,70  | 61,60  | 61,10  | 60,70  |
| Colombia   | Packaged Food | Food/drink/tobacco specialists         | 11,80  | 11,40  | 11,50  | 11,00  | 10,50  | 10,30  |
| Colombia   | Packaged Food | Independent Small Grocers              | 50,70  | 50,90  | 50,60  | 50,00  | 49,90  | 49,70  |
| Colombia   | Packaged Food | Other Grocery Retailers                | 0,70   | 0,70   | 0,70   | 0,70   | 0,70   | 0,70   |
| Colombia   | Packaged Food | Non-Grocery Specialists                | 1,10   | 1,10   | 1,10   | 1,00   | 1,00   | 1,00   |
| Colombia   | Packaged Food | Health and Beauty Specialist Retailers | 1,10   | 1,10   | 1,10   | 1,00   | 1,00   | 1,00   |
| Colombia   | Packaged Food | Other Foods Non-Grocery Specialists    | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Colombia   | Packaged Food | Mixed Retailers                        | 0,90   | 0,70   | 0,70   | 0,60   | 0,60   | 0,60   |
| Colombia   | Packaged Food | Non-Store Retailing                    | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Colombia   | Packaged Food | Total                                  | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |

Fuente: Euromonitor International (2016)

### Factores macroeconómicos que influyen sobre la industria

Por ser Grupo Nutresa una compañía con operaciones internacionales se encuentra expuesta al riesgo de tipo de cambio, sobre todo por las operaciones comerciales y de endeudamiento que realiza con divisas y, en especial, por las que efectúa en dólares estadounidenses. En 2015, por ejemplo, el peso colombiano experimentó una devaluación con respecto a la divisa mencionada de 32% según cifras del Banco de la República (2017). Dicha devaluación afectó, entre otras cosas, la compra de materias primas, cuyo precio está relacionado en forma directa con las divisas (El Grupo Nutresa empieza a

sentir efectos de la devaluación del peso, 2015). No obstante lo anterior, la compañía emplea instrumentos financieros derivados para mitigar el riesgo de tipo de cambio.

La organización recurre al endeudamiento en dólares con el fin de obtener tasas de interés más competitivas que las del mercado local y de igual manera cubre el riesgo de tipo de cambio en dichas operaciones mediante la utilización de derivados financieros (Grupo Nutresa S. A., 2015a).

Los años 2015 y 2016 se caracterizaron por condiciones económicas internas y externas que afectaron al mercado de alimentos empacados. Una inflación mayor que la de los años anteriores recientes y una fuerte devaluación de la moneda incidieron en el aumento de los precios locales de los alimentos. La devaluación al mismo tiempo generó buenas oportunidades para las exportaciones. Otros factores internos del país estuvieron presentes: la incertidumbre sobre el futuro de la economía en medio de un proceso de negociación de paz, desempleo ligeramente más alto y altos costos ocasionados por la huelga en el sector del transporte afectaron a la industria.

### **Regulación de la industria**

La ley 100 de 1993 en su artículo 245 creó el INVIMA (Instituto Nacional de Vigilancia de Medicamentos y Alimentos) y más tarde el artículo 34 de la ley 1122 de 2007 precisó sus funciones. Esta entidad del orden nacional es la encargada de regular la industria de alimentos en Colombia.

Asimismo, cada país tiene su ente regulador del sector de alimentos como, por ejemplo, en Estados Unidos, que es el segundo país con mayor nivel de ventas del grupo, es la FDA (U. S. Food and Drug Administration) y en Chile, por su parte, que es el tercer país con mayor nivel de ventas de la organización, es el Ministerio de Salud (MINSAL).

Existen también otros tipos de regulaciones especiales para la industria que tienen que ver por ejemplo con asuntos tributarios, que difieren en cada país en el que opera el grupo.

### Principales indicadores de desempeño de los participantes de la industria

El Grupo Nutresa es el conglomerado de alimentos más grande de la industria y su participación de mercado es del 10,9%, que corresponde a cerca de un 62% de sus ventas totales dado que el 38% restante de sus ingresos provienen de las exportaciones.

Las diez empresas más importantes de la industria de alimentos en Colombia representan el 43% de las ventas totales del sector.

**Tabla 7.** Empresas y su evolución en el indicador de participación de mercado

| Geographies |               | Categories                          | Companies | 2011 | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016 |
|-------------|---------------|-------------------------------------|-----------|------|-------|-------|-------|-------|------|
| Colombia    | Packaged Food | Grupo Nutresa SA                    | 6,40      | 6,40 | 10,30 | 10,50 | 10,80 | 10,90 |      |
| Colombia    | Packaged Food | Alpina Productos Alimenticios SA    | 5,50      | 5,80 | 5,90  | 6,00  | 6,10  | 6,10  |      |
| Colombia    | Packaged Food | Cooperativa Lechera Colanta SA      | 4,70      | 4,70 | 4,70  | 5,70  | 5,70  | 5,70  |      |
| Colombia    | Packaged Food | PepsiCo Inc                         | 3,30      | 3,50 | 3,80  | 4,10  | 4,20  | 4,30  |      |
| Colombia    | Packaged Food | Productos Naturales de la Sabana SA | 2,40      | 2,60 | 2,80  | 2,60  | 3,00  | 3,20  |      |
| Colombia    | Packaged Food | Team Foods Colombia SA              | -         | -    | -     | 3,00  | 3,00  | 3,00  |      |
| Colombia    | Packaged Food | Nestlé SA                           | 2,70      | 2,80 | 2,70  | 2,70  | 2,70  | 2,70  |      |
| Colombia    | Packaged Food | Colombina SA                        | 2,00      | 2,00 | 2,10  | 2,30  | 2,40  | 2,50  |      |
| Colombia    | Packaged Food | Arroz Diana SA                      | 2,00      | 2,40 | 2,10  | 2,30  | 2,40  | 2,40  |      |
| Colombia    | Packaged Food | Grupo Bimbo SAB de CV               | 1,80      | 1,80 | 1,90  | 2,00  | 2,10  | 2,10  |      |

Fuente: Euromonitor International (2016)

En 2016 las marcas privadas atrajeron la atención de los consumidores, en especial las lanzadas en las tiendas de descuento como D1, con envases atractivos y exclusivas en estos minoristas. Las marcas de nivel medio están buscando diferenciarse con características “libres de” (grasa, azúcar, gluten, etc.), fortalecimiento y propiedades funcionales. También la estrategia “contenido adicional” por el mismo precio ha tenido un lugar importante en el movimiento de la industria. En general, los consumidores se han tornado más inteligentes y exigentes en busca de valor agregado en los productos.

Grupo Nutresa, el mayor jugador local de la industria de alimentos en Colombia, anunció recorte de más de 150 marcas, dado que tienen elementos comunes y duplicación con otras que son clave de su portafolio. La compañía espera fortalecer las sinergias, fusionar marcas y simplificar el mercadeo, proceso que reducirá los costos y mejorará la eficiencia.

### **Determinantes del precio**

Grupo Nutresa enfoca sus esfuerzos para poner a disposición de sus clientes productos que se distinguen por una muy buena relación entre precio y valor y que se encuentran disponibles ampliamente en toda su región estratégica. Esta estrategia le ha permitido a la compañía avanzar en la consolidación de un portafolio en línea con las necesidades del mercado, por medio del desarrollo de productos acordes con las capacidades de los consumidores y que les permite a los de menores ingresos acceder a los productos y marcas ofrecidas (Grupo Nutresa S. A., 2014).

Por otra parte, y dada la relevancia que tienen las materias primas en la sostenibilidad del grupo, su administración está organizada en mesas de trabajo para cada operación, que

son coordinadas por medio de un comité corporativo de *commodities* que fija las políticas, vigila las operaciones, genera mejores prácticas, consolida aprendizajes y asegura su abastecimiento y su precio. Esta estrategia permitió minimizar el impacto del fortalecimiento del dólar y el incremento del precio de las materias primas, que también se vio afectado, entre otras causas, por la volatilidad de los mercados, los efectos climáticos y la situación política de cada país productor (Grupo Nutresa S. A., 2015b).

Factores asociados con la fluctuación de variables financieras como las tasas de cambio y de interés y el incremento de los impuestos, de la mano de obra y de las materias primas son los principales determinantes del precio de los productos que ofrece Nutresa. De acuerdo con el informe integrado de 2015, la compañía tuvo que realizar importantes ajustes de precio con el fin de buscar mitigar el efecto de dichas variables en la rentabilidad del negocio; los esfuerzos se focalizaron en productividad, gestión de compra de *commodities* de alta influencia en los costos y adecuación de presentaciones que garanticen la capacidad de acceso del comprador, así como estrategias comerciales y de mercadeo, lo que derivó en un incremento promedio de precios de 5,6%.

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

### Historia, localización e infraestructura

Grupo Nutresa S. A. nació en 1920 en el municipio de Sonsón, Antioquia, con el nombre de Compañía Nacional de Chocolates Cruz Roja, convertida más adelante en Compañía Nacional de Chocolates S. A. Con posterioridad la empresa inició un proceso de transformación empresarial que la llevó a convertirse en una sociedad matriz con el

nombre de Inversiones Nacional de Chocolates S. A., más adelante convertida en Grupo Nacional de Chocolates S. A. y por último cambió de denominación por la de Grupo Nutresa S. A.

El 21 de marzo de 1961 la Compañía Nacional de Chocolates S. A. cotizó por primera vez en la Bolsa de Valores de Medellín.

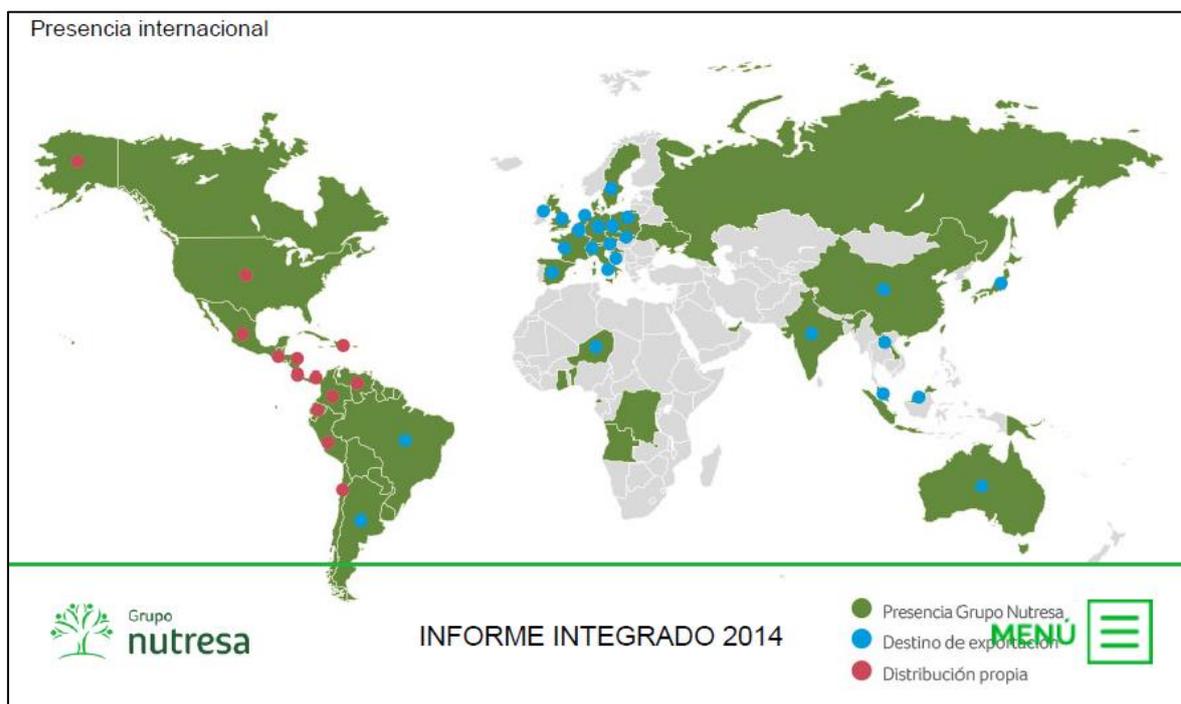
En el año 2011 el Grupo Nacional de Chocolates S. A. ingresó por primera vez al Dow Jones Sustainability Index y con posterioridad cambió su razón social por la de Grupo Nutresa S. A. Con los objetivos principales de continuar el proceso de crecimiento y consolidación de mercados en su región estratégica y la búsqueda de mayor liquidez, Grupo Nutresa S. A. emitió el mismo año 25 millones de acciones ordinarias a un precio de \$20.900 por acción (Grupo Nutresa S.A., 2016c).

En la actualidad el conglomerado empresarial cuenta con 82 compañías subsidiarias ubicadas en Colombia, Chile, Costa Rica, Guatemala, México, Panamá, Estados Unidos, Venezuela, Argentina, Ecuador, El Salvador, Nicaragua, Perú, Puerto Rico, República Dominicana e Islas Vírgenes Británicas. Así mismo, tiene alrededor de 170 marcas propias, algunas de ellas líderes en el mercado y cuenta además con 44.000 colaboradores (Grupo Nutresa S.A., 2015b). La posición de negocios sólida de la organización se fundamenta en la fortaleza de sus marcas líderes, su capacidad de innovación y su sistema de distribución extenso que le permite atender 1.237.000 puntos de venta en Colombia y el exterior (DataiFX, 2017).

Grupo Nutresa cuenta con un modelo de negocio diferenciado a partir de su gente y de

sus marcas líderes, reconocidas y queridas, que hacen parte del día a día de los consumidores y se soportan en productos nutritivos y confiables y en su red de distribución, con una oferta diferenciada por canales y segmentos que hace disponible de manera amplia el portafolio de productos en toda la región estratégica.

Grupo Nutresa preparó estados financieros consolidados hasta el 31 de diciembre de 2014 mediante los principios de contabilidad generalmente aceptados en Colombia; los estados financieros al 31 de diciembre de 2015 fueron los primeros de su tipo preparados de conformidad con las normas de información financiera aprobadas en el país elaboradas con base en las NIIF (Grupo Nutresa S. A., 2016a).



**Figura 1.** Presencia internacional

Fuente: Grupo Nutresa S. A. (2014, p. 15)

**Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas**

**Tabla 8. Análisis FODA**

| FORTALEZAS   | OPORTUNIDADES   |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Gran capacidad de distribución con una estrategia diferenciada para abordar los distintos segmentos</li> <li>• Abastecimiento eficiente y competitivo de materias primas con cubrimiento global</li> <li>• Entendimiento profundo e integrado del mercado</li> <li>• Participación activa con los Gobiernos en las discusiones sobre las regulaciones de su industria</li> <li>• Líder del sector en las regiones en que opera</li> <li>• Liderazgo de sus marcas en las categorías que participan</li> <li>• Crecimiento rentable y expansión internacional</li> <li>• Proceso de innovación efectiva</li> <li>• Clara segmentación de portafolio</li> <li>• Gestión de marcas y de redes de ventas</li> <li>• Modelo de llegada al cliente orientado a destacar las marcas en el punto de venta</li> <li>• Sinergias entre las empresas del grupo</li> <li>• Alianzas estratégicas con jugadores globales</li> <li>• Ubicación de plataformas productivas (red de distribución y plantas de producción)</li> <li>• Cultura de innovación</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mercados internacionales con alto potencial</li> <li>• Generación y mantenimiento de una comunicación constante con los clientes y consumidores mediante el aprovechamiento de las plataformas tecnológicas y las redes sociales</li> <li>• El canal moderno, en línea con las necesidades de los consumidores y, en especial, en los formatos de conveniencia o cercanía, está en etapa de consolidación</li> <li>• Cambios estructurales en la población en términos demográficos (poblaciones más adultas y productivas) y geográficos (de lo rural a lo urbano), entre otros aspectos</li> <li>• La movilidad social y el mejoramiento de la calidad de vida (para 2025 se espera que la clase media represente el 75% de la población total de América Latina), lo que transforma el marco de decisiones, que pasan de la restricción a la disponibilidad económica y la gran oferta de opciones</li> <li>• El efecto de la tecnología en el nuevo consumidor y comprador</li> <li>• La conciencia creciente de la alimentación en la salud, el bienestar y las nuevas exigencias que ello implica</li> </ul> |

| DEBILIDADES  | AMENAZAS  |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• La existencia de diferentes unidades de negocios que posee el Grupo Nutresa implica que la penetración en el mercado internacional sea compleja, lo que exige gran sinergia y coordinación entre las empresas del grupo</li> <li>• Exposición a fluctuaciones de precios de materias primas, que representan alrededor de un 57% de los costos de la compañía</li> <li>• En los países en los que la organización no cuenta con distribución directa ello conduce a que la cadena de abastecimiento sea más grande y, por ende, los costos aumentan</li> <li>• Por la cantidad de marcas que maneja el Grupo Nutresa aún no se tiene un segmento específico para muchas de ellas</li> <li>• No cuenta con planta de producción local en muchos de sus mercados internacionales, lo que implica que los márgenes de exportaciones sean muy sensibles a las variaciones en las tasas de cambio</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Volatilidad en precios de las materias primas</li> <li>• La adulteración de los alimentos es un riesgo presente a lo largo de la cadena de suministro</li> <li>• Afectación de los negocios por un entorno altamente competitivo</li> <li>• Regulaciones en materia de nutrición y salud en los países en los que la compañía tiene presencia</li> <li>• El fortalecimiento del dólar genera aumento de precios de algunas materias primas y de los impuestos, factores que impactan los costos de los productos</li> <li>• Barreras arancelarias de algunos países de la Región Andina que afectan los mercados en los que el grupo participa e impactan la capacidad de llegada al canal y la asequibilidad de algunas presentaciones</li> <li>• Los cambios en la legislación de salud y de los perfiles nutricionales en la región estratégica requieren el fortalecimiento de las investigaciones y ajustes en la propuesta de valor de las marcas en empaques, precio, formulación y comunicación</li> <li>• La región estratégica definida por Grupo Nutresa representa un atractivo para grandes jugadores de la industria de alimentos que cuentan con fortalezas diferenciadas y relevantes</li> <li>• Competencia enfocada hacia precios y promociones</li> </ul> |

|  |  |
|--|--|
|  | <ul style="list-style-type: none"><li>• Evolución de las marcas propias en el canal moderno, que compiten con bajos precios y amplia exhibición en sus puntos de venta</li><li>• Algunos formatos de clientes importan productos de marcas reconocidas a precios más asequibles</li><li>• Escases y aumentos en los precios de materias primas</li></ul> |
|--|--|

Fuente: elaboración propia

## Productos y servicios

La compañía Grupo Nutresa S. A. opera a través de ocho unidades de negocio: cárnicos, galletas, chocolates, Tresmontes Lucchetti (TMLUC), cafés, alimentos al consumidor, helados y pastas (Grupo Nutresa S. A., 2015b).

## Estrategia

La estrategia para el cumpleaños N° 100 de la compañía está dirigida a que en el año 2020 se dupliquen las ventas del año 2013, con una rentabilidad sostenida entre el 12% y el 14% de margen ebitda, es decir, 2 x \$5,9 billones: \$11,8 billones (Grupo Nutresa S. A., 2015a).

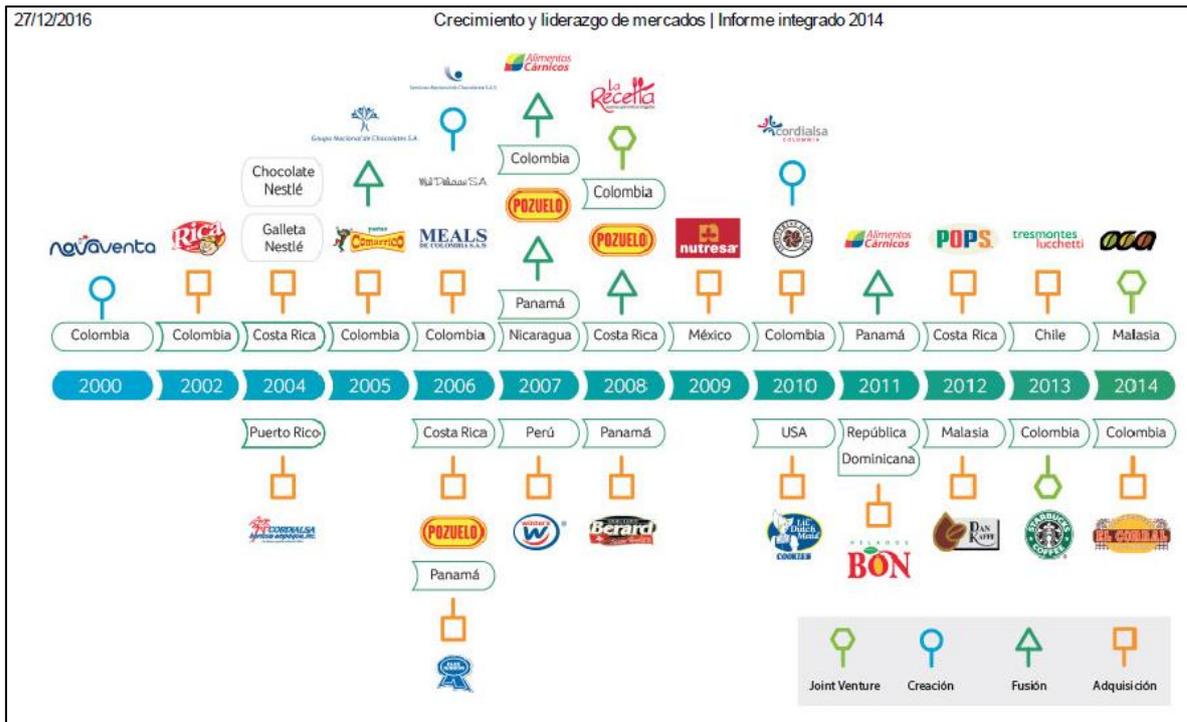


Figura 2. Modelo dinámico de crecimiento

Fuente: Grupo Nutresa S. A. (2014, p. 16)

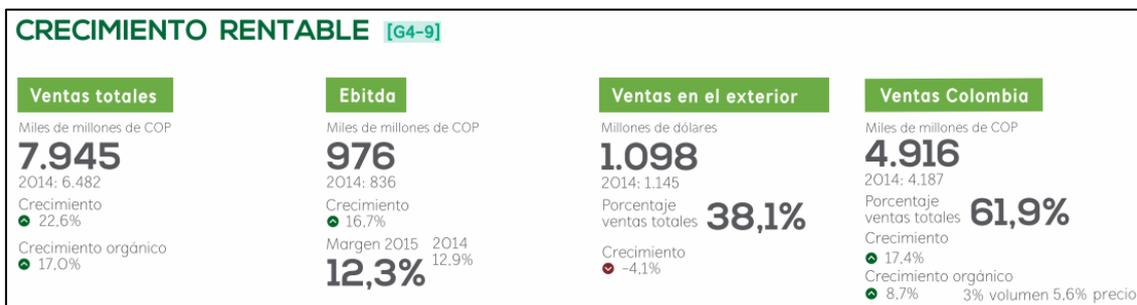


Figura 3. Crecimiento rentable

Fuente: Grupo Nutresa S. A. (2015, p. 5)

### Desarrollos recientes

En el año 2012, Grupo Nutresa S. A. concretó la compra del 100% de las acciones de American Franchising Corporation (AFC), propietaria de las heladerías Pops de Costa Rica, con lo que sumó 180 tiendas de helados distribuidas a lo largo de Centroamérica.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Asimismo, este mismo año, a través de su filial Colcafé, Grupo Nutresa adquirió el 44% de las acciones de Dan Kaffe (DKM), una de las compañías productoras de café soluble y extractos de café más grandes de Malasia.

En 2013, Grupo Nutresa adquirió Tresmontes Lucchetti (TMLUC), de Chile, jugador clave en los mercados de pastas, jugos, cafés, *snacks*, aceites comestibles, sopas, postres y bebidas instantáneas frías, y con fuerte presencia en México en el último segmento. Más tarde, el mismo año Grupo Nutresa anuncia su alianza con Starbucks y Alsea para el montaje y operación de las tiendas Starbucks en Colombia, la primera de las cuales abrió sus puertas en Bogotá, en julio de 2014.

En el año de 2014, Grupo Nutresa creó Oriental Coffee Alliance (OCA), proyecto de riesgo compartido con Mitsubishi Corporation para la comercialización de productos de café en Asia.

En 2015 se aprobó la adquisición del 100% de acciones de Aldage, Inc., sociedad propietaria de las compañías colombianas que conforman el Grupo El Corral, que incluye Hamburguesas El Corral (nacida en Bogotá en 1983), Leños y Carbón (en Cali, 1995) y El Corral Gourmet (en 2001). Por último, el mismo año varias filiales de Grupo Nutresa pusieron en marcha nuevas plantas de producción, con inclusión de Abimar Foods con su nueva planta de *crackers* en Abilene (Texas), y de Tresmontes Lucchetti, con sus nuevas líneas de Casablanca y Santiago (Grupo Nutresa, 2016a).

## **Análisis de los competidores**

La Recetta (compañía del Grupo Nutresa) y Alpina Productos Alimenticios, el jugador más importante en la industria láctea, son los proveedores más destacados de los servicios de restaurantes. Nestlé Colombia y Unilever Andina también están fortaleciendo sus estrategias para atender el canal institucional orientado a los servicios de restaurantes.

Grupo Nutresa y Colombina, compañías locales, que también son multinacionales, tienen la más amplia presencia en el mercado interno. Son fuertes competidores para empresas internacionales como Nestlé y Unilever. Las empresas locales tienen un destacado reconocimiento entre los consumidores y las redes de distribución, en esencia los minoristas modernos y tradicionales. Debe anotarse que el comercio minorista tradicional sigue siendo muy importante en Colombia.

En último lugar es importante anotar que el crecimiento promedio de la industria de alimentos en Colombia durante los últimos cinco años fue de 4,9% anual, mientras que el crecimiento promedio anual de Grupo Nutresa en el mismo período fue de 18,7%, lo que evidencia el importante desempeño de la compañía en su proceso de expandir su participación de mercado (Euromonitor International, 2016).

## **DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES**

De acuerdo con el informe emitido por el monitor de reputación empresarial Merco Empresas y Líderes Empresariales (Merco, 2016), Grupo Nutresa se ubicó como la segunda empresa mejor reputada de Colombia.

Así mismo, su presidente, Carlos Ignacio Gallego, avanzó en la clasificación de Líderes Empresariales con mejor reputación, al pasar del noveno lugar en 2015 al quinto en 2016. En 2014 ocupó la posición veinte.

En el mismo estudio los resultados del Grupo Nutresa la ubicaron en el primer puesto en el sector de alimentos y bebidas.

Cabe señalar también la presencia de cuatro de los siete miembros de Junta Directiva de Grupo Nutresa en la clasificación de líderes empresariales: David Bojanini, Gonzalo Pérez, Antonio Celia y Cipriano López, así como la presencia, por sexto año consecutivo, de Sol Beatriz Arango, presidenta de Servicios Nutresa (Grupo Nutresa, 2016b).

Según el expresidente de la organización, Carlos Enrique Piedrahíta (Piedrahíta, Reina y Abultaif (2016, p. 22),

Los esfuerzos de Nutresa en el ámbito de la sostenibilidad han sido tan decididos y efectivos que ha sido incluida durante seis años consecutivos en el ranking del Dow Jones Sustainability Index, algo así como las Grandes Ligas de la sostenibilidad empresarial en el mundo. Ha sido la única empresa latinoamericana y de los países desarrollados del sector de alimentos que ha merecido ese honor. Como sucede en otras dimensiones del quehacer empresarial donde se desempeña Nutresa, los premios son lo de menos; lo que importa son los logros concretos, un campo en el cual ha conseguido construir e implementar estrategias efectivas para conciliar varias dimensiones del desarrollo que para otras empresas están divorciadas: la económica, la ambiental y la social todas ellas permeadas por el respeto de los derechos humanos.

## ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

### Principales accionistas

Al corte de diciembre 31 de 2016, las acciones ordinarias se encontraban en poder de 13.167 accionistas mientras que en 2015 había 14.576.

**Tabla 9.** Composición accionaria de la Compañía a 31 de diciembre de 2015 y 2016

| Grupo de Inversionistas                | 2016               |                 | 2015               |                 |
|--|--------------------|-----------------|--------------------|-----------------|
|  | Número de acciones | % Participación | Número de acciones | % Participación |
| Grupo de Inversiones Suramericana S.A. | 162.883.420        | 35,4%           | 164.344.564        | 35,7%           |
| Grupo Argos S.A.                       | 45.243.781         | 9,8%            | 45.243.781         | 9,8%            |
| Fondos Colombianos                     | 75.561.157         | 16,4%           | 71.090.281         | 15,5%           |
| Fondos Internacionales                 | 34.467.295         | 7,5%            | 26.706.553         | 5,8%            |
| Otros inversionistas                   | 141.967.805        | 30,9%           | 152.738.279        | 33,2%           |
| <b>Total acciones en circulación</b>   | <b>460.123.458</b> | <b>100,0%</b>   | <b>460.123.458</b> | <b>100,0%</b>   |

Fuente: Grupo Nutresa (2016a, p. 50)

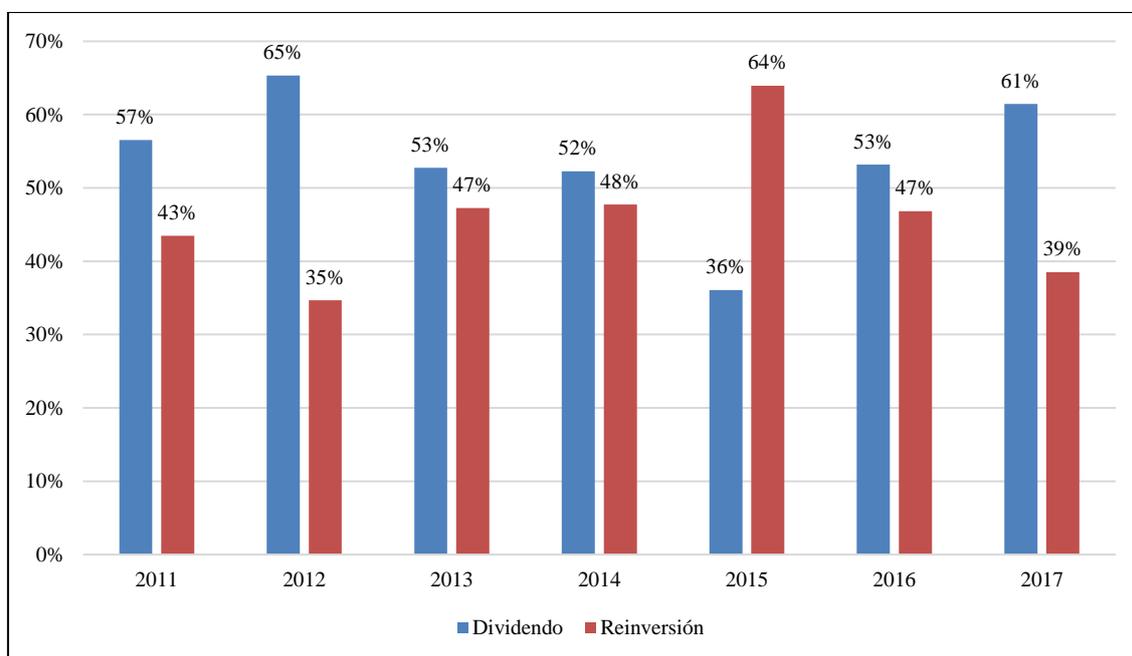
### Liquidez accionaria

La acción de Grupo Nutresa S. A. tiene un alto índice de bursatilidad y se transa en la Bolsa de Valores de Colombia. A agosto 31 de 2017, la compañía tenía 460.123.458 acciones en circulación y 19.876.452 en reserva; la capitalización bursátil era de COP12,5 billones y su índice de bursatilidad accionaria (IBA), según informe de la Superintendencia Financiera de Colombia era de 8,35201, lo que la ubicó en el puesto 15 de la clasificación del mencionado índice y de alta bursatilidad con fecha de corte 31 de marzo de 2017 (Superintendencia Financiera de Colombia, 2017a). Durante el último año ha tenido un volumen de negociación diario promedio de COP3.460 millones.

## Política de dividendos

Nutresa S. A. no tiene una política establecida de dividendos que sea conocida por el mercado; sin embargo, en cada asamblea ordinaria de accionistas se decreta un dividendo anual por acción que se les entrega con periodicidad mensual a partir del siguiente mes de ocurrida la asamblea y hasta el mes de la del siguiente año, es decir, reparte dividendos durante 12 meses por acción y por partes iguales.

Entre 2011 y 2017 se observa que en promedio la empresa repartió el 54% de su utilidad neta en dividendos y asignó la diferencia a reservas ocasionales no distribuibles y a otras reservas de libre disposición de la asamblea general de accionistas.



**Gráfica 2.** Índice de reparto de dividendos y tasa de reinversión de Grupo Nutresa S. A. para los años 2011 a 2017

Fuente: elaboración propia

Para el año 2017 en la asamblea ordinaria de accionistas del Grupo Nutresa se aprobó un dividendo de COP44,5 mensuales por acción, es decir, COP534 anuales por acción, para repartir en proporciones mensuales iguales durante un año a partir de abril de 2017 y hasta marzo de 2018. Representa un incremento del 7,2% frente al dividendo del año anterior de COP41,5 mensuales.



**Figura 4.** Evolución de dividendos mensuales por acción decretados entre 2011 y 2017

Fuente: Grupo Nutresa (2017a)

## RIESGOS DE INVERSIÓN

La siguiente descripción de riesgos se tomó del informe integrado Nutresa (2016d).

**Tabla 10.** Principales riesgos que enfrenta la empresa y que influyen sobre su valor

| Principales riesgos del modelo de negocio de Nutresa               |   |   |
|--|---|---|
| Volatilidad en precios de las materias primas y en tasas de cambio | Afectación de los negocios por un entorno altamente competitivo | Regulaciones en materia de nutrición y salud en los países donde tienen presencia |

Fuente: Grupo Nutresa (2016d, p. 3)

## Riesgos estratégicos

Ligados con la formulación estratégica de la organización y su relación con el entorno.

- Afectación de los negocios por un entorno altamente competitivo.
- Afectación de la organización debida a cambios en políticas públicas (económicas, sociales y ambientales).
- Cambios regulatorios en nutrición, salud y obesidad.
- Falta de disponibilidad de talento humano.
- Afectación de la gestión comercial debida a cambios en la estructura y la conformación de los canales de distribución.
- Insatisfacción de clientes o consumidores por incumplimiento de las especificaciones del producto, servicio o promesa de valor.
- Falta de oportunidad para responder a los cambios en las preferencias de los consumidores.

## Riesgos financieros

- Volatilidad en precios de materias primas y tasas de cambio.
- Riesgos de contraparte.
- Riesgos de endeudamiento y liquidez.

## Riesgos operacionales

Relacionados con fallas en las personas, procesos internos o sistemas de gestión y tecnología.

- Afectación a la integridad o la seguridad de los colaboradores en la ejecución de sus tareas.
- Afectación al medio ambiente.
- Interrupción en la cadena de abastecimiento.
- Afectación a consumidores por contaminación del producto.
- Vulneración interna o externa de los derechos humanos.
- Afectación de terceros por el desarrollo de las operaciones o de los clientes y visitantes en restaurantes y puntos de venta.
- Colapso de los sistemas y tecnologías de la información y la comunicación.
- Pérdida de información clave para la compañía.
- Faltas a la ética o inadecuada conducta de colaboradores o terceros.
- Incumplimiento normativo.

## Riesgos climáticos y de la naturaleza

Ocasionados por condiciones climáticas, hidrológicas, geofísicas, biológicas y epidemiológicas.

- Afectación por fenómenos climáticos y de la naturaleza.

## Riesgos emergentes

Nuevos riesgos en desarrollo o cambiantes.

- Cambios en las preferencias de los consumidores y compradores.
- Riesgos del recurso hídrico (disponibilidad, calidad y accesibilidad).

### ¿De qué manera mitiga la empresa los mencionados riesgos?

Nutresa mitiga los riesgos antes descritos mediante la estructuración y el desarrollo de un claro direccionamiento estratégico que contiene elementos fundamentales como:

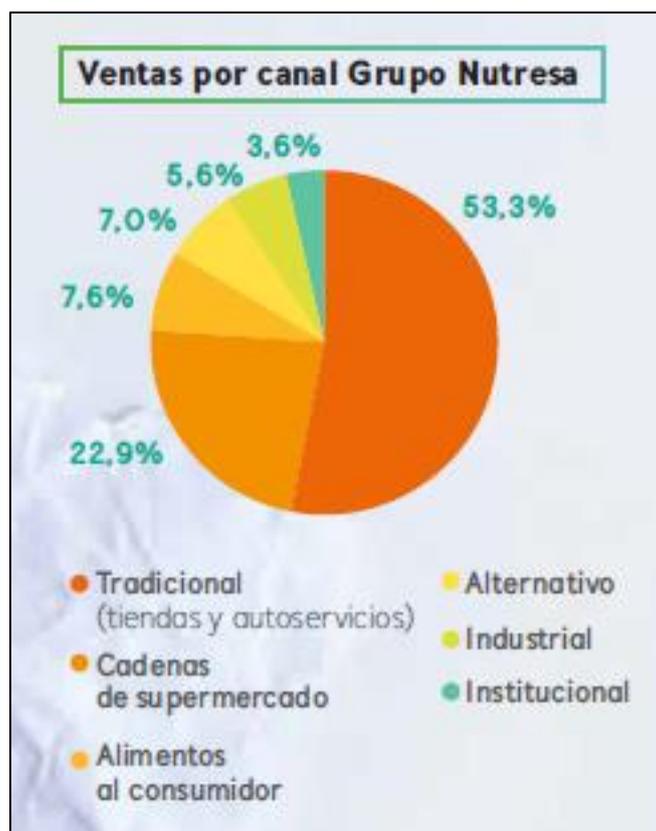
- Diversificación de segmentos de operación: cárnicos, galletas, chocolates, Tres Montes Lucchetti, cafés, alimentos al consumidor, helados y pastas.



**Figura 5.** Porcentaje de las ventas por negocio y por ebitda

Fuente: Grupo Nutresa (2016d, p. 2)

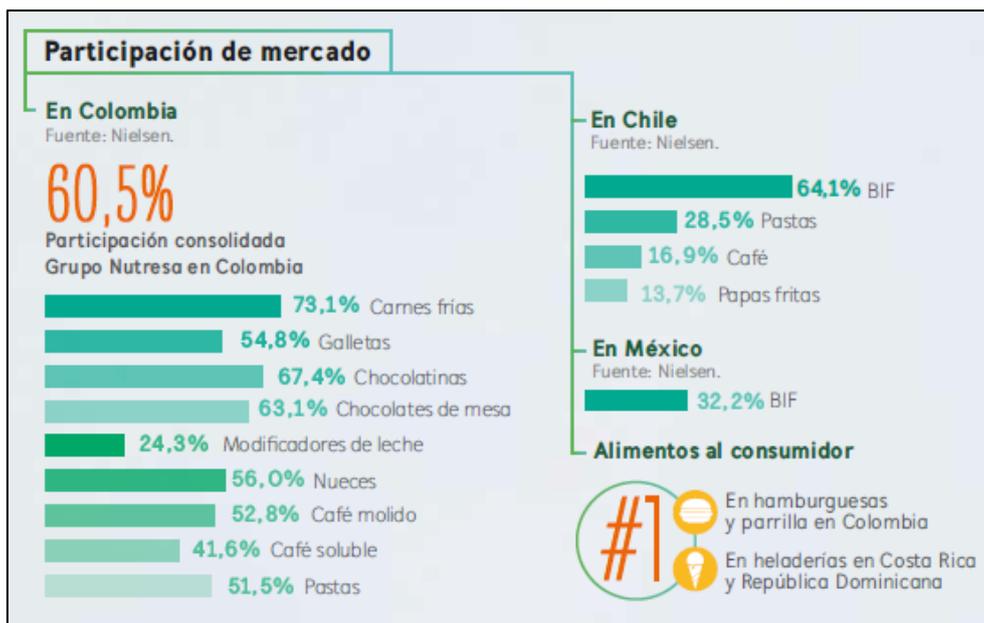
- Diversificación de materias primas: material de empaque (14,2% como porcentaje del costo de producción), café (8,6%), trigo (7,6%), carne de cerdo (7,0%), cacao (6,5%), azúcar (4,8%), carne de res (4,6%), aceites (3,6%), carne de pollo (2,0%), leche (1,9%) y otros (39,2%).
- Ventas por fuera de Colombia: 1.087 millones de dólares en 2016 que representan el 38,2% de las ventas totales.
- Presencia en la región estratégica definida: Estados Unidos (8,2% como porcentaje de participación en las ventas), México (3,4%), República Dominicana y el resto del Caribe (1,7%), Centroamérica (9,5%), Venezuela (2,2%), Colombia (61,8%), Ecuador (1,4%), Perú (2,1%), Chile (8,2%) y otros (1,6%).
- Desarrollo de plantas en diferentes partes del mundo, cercanas a los mercados objetivos: Estados Unidos (3 plantas), México (2), República Dominicana y el resto del Caribe (1), Centroamérica (5), Venezuela (1), Colombia (29), Perú (1), Chile (3) y Malasia (1).
- Desarrollo de múltiples canales de distribución: tradicional, cadenas de supermercados, alimentos al consumidor, alternativo, industrial e institucional. El canal tradicional, conformado por tiendas y autoservicios, representa el mayor volumen, con una participación del 53,3%, seguido de las cadenas de supermercados, con un 22,9%.



**Figura 6.** Ventas por canal

Fuente: Grupo Nutresa (2016d, p. 3)

- Amplia participación de mercado: la estrategia comercial por canal, combinada con las diferentes unidades de negocio y un amplio portafolio de productos caracterizados por su innovación y calidad, le permiten a Nutresa el liderazgo en el sector de alimentos procesados en Colombia.



**Figura 7.** Participación de mercado

Fuente: Grupo Nutresa (2016d, p. 3)

- Estructura empresarial: conformada por cargos corporativos: presidente, secretario general y ocho vicepresidentes (Finanzas Corporativas, Logística, Región Estratégica Norte, Región Estratégica Sur, Desarrollo Sostenible, Mercadeo y Ventas, Región Estratégica Chile y México, Innovación y Nutrición); cinco unidades empresariales especializadas (Comercial Nutresa, Novaventa, La Recetta, Red de ventas y distribución internacional y Servicios Nutresa) y ocho unidades de negocio (cárnicos, galletas, chocolates, Tresmontes Lucchetti, cafés, alimentos al consumidor, helados y pastas).

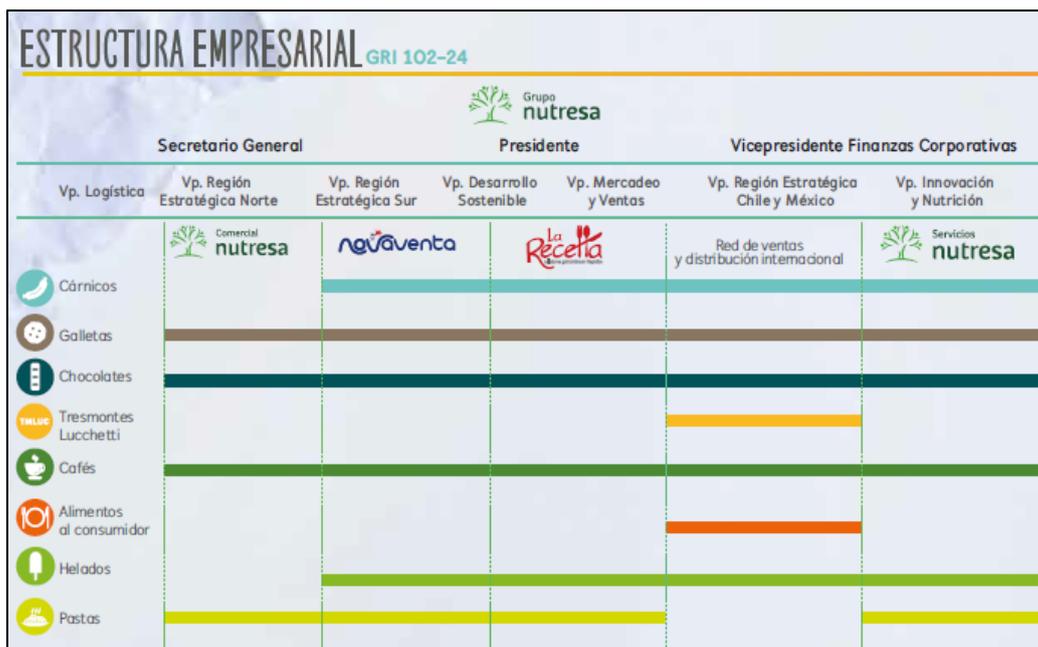


Figura 8. Estructura empresarial

Fuente: Grupo Nutresa (2016d, p. 3)

- Modelo de negocio con tres diferenciadores fundamentales, que en el grupo se denominan Nuestra Gente, Nuestras Marcas y Nuestras redes de distribución.

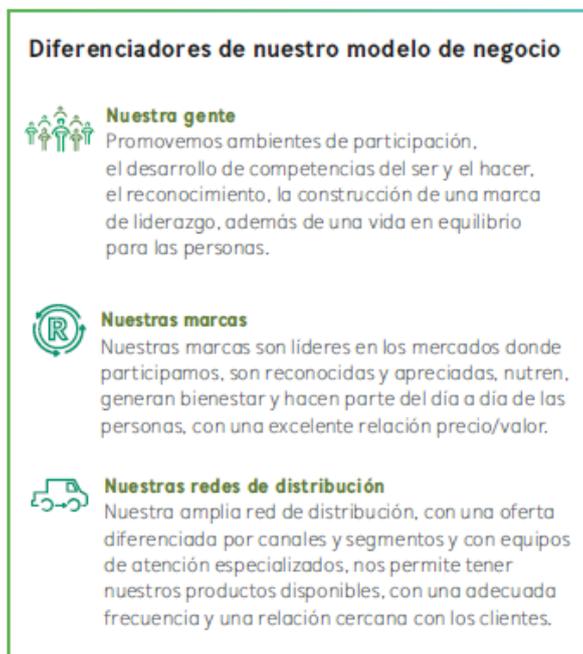


Figura 9. Diferenciadores del modelo de negocio

Fuente: Grupo Nutresa (2016d, p. 3)

## EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

### Supuestos de operación

- Ventas estimadas

Los crecimientos en ventas alcanzados los últimos tres años son 9,9% en 2014, 22,6% en 2015 y 9,2% en 2016. La proyección de ventas estima un crecimiento promedio de 8,96% anual entre los años 2017 y 2026 (diez años de proyección), que es el mínimo requerido para alcanzar la mega centenaria del año 2020: duplicar las ventas del año 2013, es decir, pasar de COP5,8 billones a COP11,8 billones. El crecimiento estimado es consistente con el desempeño histórico de la compañía y es razonable suponerlo alcanzable.

- Costo de la mercancía vendida

La utilidad bruta del año 2016, COP3,7 billones, creció 7,9% frente a la obtenida en 2015. Este incremento inferior al alcanzado en ventas denota una disminución del margen bruto. En efecto, el margen bruto ha tenido un leve decrecimiento durante los últimos años, al pasar de 44,7% en 2013 a 42,8% en 2016, lo que es reflejo del efecto combinado de la gestión de precios y del incremento de costos de algunas materias primas. En consecuencia, el costo de la mercancía vendida en el último año se ubicó en 57,2%. Para la proyección se adoptó el promedio de los cuatro últimos años (56,27%) como porcentaje constante para los diez años de proyección lo que constituye un factor conservador en la estimación de la utilidad bruta.

- Gastos de administración y ventas

El crecimiento promedio real anual estimado de los gastos de administración es del 3,28 % y en los gastos de ventas es del 5,5%, porcentajes en línea con el crecimiento nominal promedio anual de 8,96% estimado para las ventas. Dicho crecimiento en los gastos permite proyectar un margen ebitda sostenido entre el 12% y el 14%, acorde con la meta definida en el direccionamiento estratégico de la compañía.

### **Supuestos de inversión**

- CAPEX

En la proyección financiera se plantea un crecimiento sostenido de las operaciones, lo que requiere una inversión constante en activos de capital y por ello se estima que cada año se invierta en CAPEX el 2,78% de las ventas.

- Activos fijos

La inversión en CAPEX del 2,78% de las ventas proyecta la rotación de activos totales, que mejoraría de 0,6 veces a 1,0 veces en año, al tiempo que la rentabilidad sobre el activo total lo haría de 2,9% a 6,2% en promedio.

## Capital de trabajo

Supuestos

**Tabla 11.** Supuestos del capital de trabajo neto operativo (KTNO)

| KTNO                |     |
|---------------------|-----|
| Días de cartera     | 40  |
| Días de inventario  | 81  |
| Días de proveedores | 72  |
| Ciclo de negocio    | 122 |
| Ciclo de efectivo   | 50  |

**Fuente:** creación propia a partir de los estados financieros de Nutresa

El KTNO requerido por las operaciones según los anteriores supuestos implica una inversión equivalente al 12,68% de las ventas.

Las proyecciones financieras plantean un mejoramiento de la rentabilidad operativa del activo (ROA) del 5,9% al 11,4% en promedio y mantiene constante la productividad del capital de trabajo neto operativo (PKTNO) en 12,68%.

## Hipótesis financieras

- Estructura financiera. Razón de deuda a patrimonio (D/E)

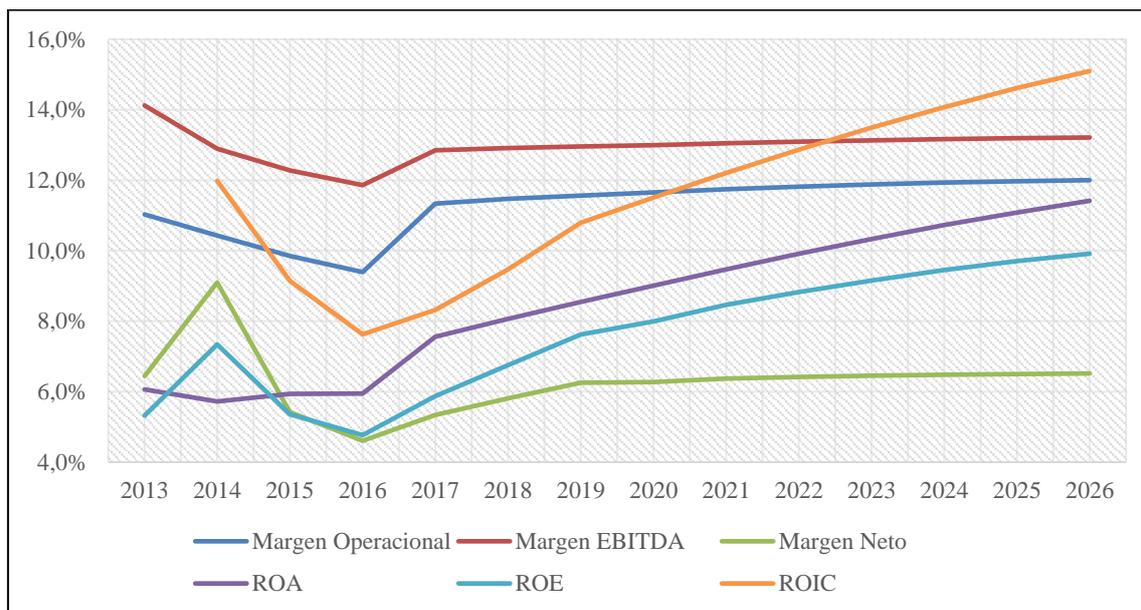
Nutresa tiene una estructura financiera de 80% de patrimonio y 20% de deuda. En la proyección financiera se conservó la misma estructura bajo el supuesto de mantener la política de distribución de dividendos, la tasa de retención y la política de inversión en activos fijos.

**Tabla 12.** Estructura financiera proyectada

| Estructura financiera  |     |
|--|-----|
| Porcentaje de patrimonio = patrimonio / (deuda + patrimonio) = E/(D+E) | 80% |
| Porcentaje de deuda = deuda / (deuda + patrimonio) = D/(D+E)           | 20% |
| Razón deuda/patrimonio = D/E   | 25% |

Fuente: creación propia a partir de los estados financieros de Nutresa

La siguiente gráfica permite ver la consistencia en la evolución de los principales indicadores de rentabilidad dados los supuestos antes enunciados y las proyecciones realizadas como base de la valoración.

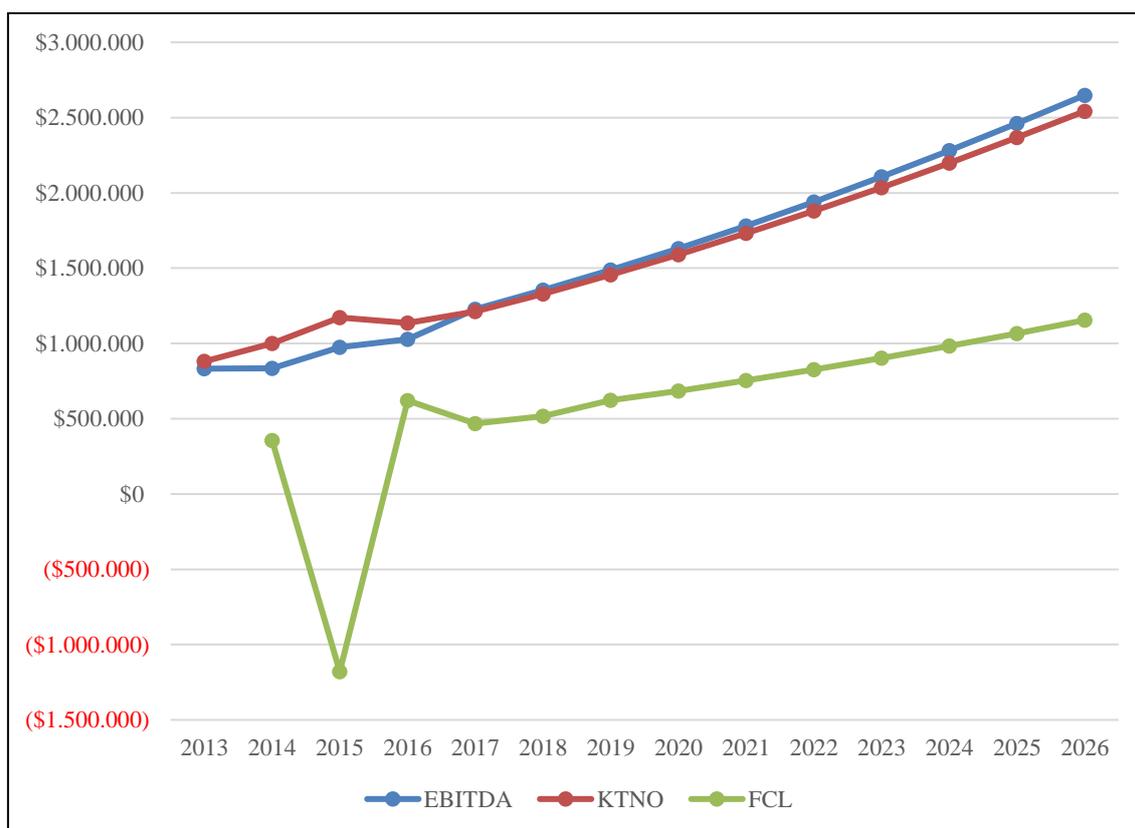


**Gráfica 3.** Comparación de los principales indicadores de rentabilidad durante el período histórico y el de proyección

Fuente: elaboración propia con los principales rubros durante el período histórico y el de proyección

**Ebitda, KTNO y FCL**

Asimismo, se observa en la gráfica 4 para el ebitda, el KTNO y el FCL una tendencia creciente casi de manera paralela y proporcional a la evolución de las ventas, con excepción del año 2015, cuando se realizó la compra del Grupo El Corral.



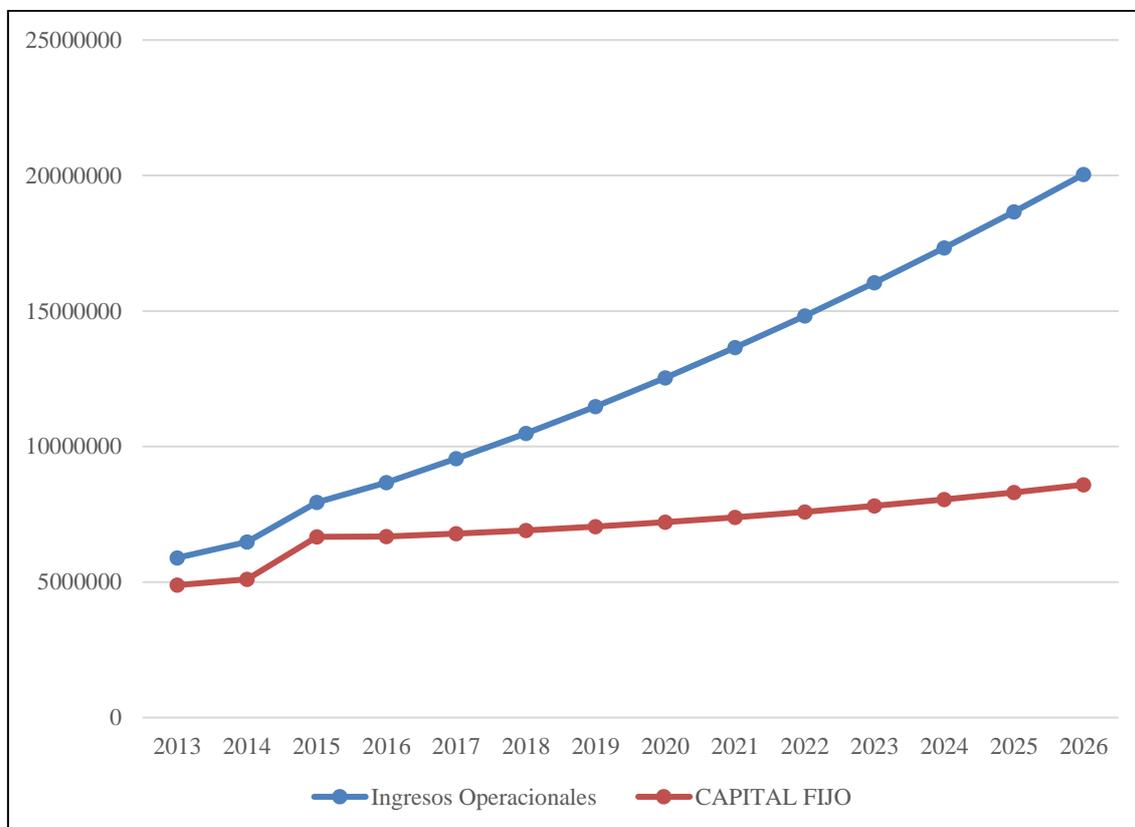
**Gráfica 4.** Comparación del comportamiento del ebitda, el KTNO y el FCL

Fuente: elaboración propia con los principales rubros durante el período histórico y el de proyección

**Ingresos operacionales y capital fijo**

Luego de las inversiones realizadas por Nutresa en la adquisición de empresas en el año 2015 se observa en la proyección un proceso de estabilización y optimización del capital fijo, lo que, combinado con un crecimiento en ventas en proporción mayor a los

requerimientos de CAPEX, permite un mejoramiento de la rentabilidad, lo que se refleja en su ROIC que pasa de 7,6% en el 2016 a 15,1% en el 2026.



**Gráfica 5.** Comparación del comportamiento de ingresos operacionales y activos fijos

Fuente: elaboración propia con los principales rubros durante el período histórico y el de proyección

## Impuestos

- Impuesto sobre la renta

De acuerdo con la ley 1819 del 29 de diciembre de 2016 (reforma tributaria), la tasa impositiva del impuesto sobre la renta para la vigencia fiscal 2017 será del 34%, a la que se suma una sobretasa al impuesto sobre la renta del 6%; para el año gravable 2018 será del 33% con una sobretasa del 4% y para los años siguientes será del 33%. Estas fueron las tasas usadas para la proyección de los estados financieros por los años 2017 a 2026,

en su orden.

- Impuesto de renta mínima presuntiva

En los años de la proyección en que la compañía generó utilidad se aplican sobre la utilidad antes de impuestos la tasa de impuesto de renta y la sobretasa antes mencionada.

Si la empresa genera pérdida, se aplica la tasa de impuesto de renta correspondiente al año gravable sobre el 3,5% del patrimonio líquido del año anterior declarado por la empresa (renta presuntiva).

## FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Banco de la República (2017). *Banco de la República*. Bogotá: Banco de la República.

Recuperado el 15 de marzo de 2017, de: <http://www.banrep.gov.co>

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (2017). *Reporte de mercado de renta variable*

(acción de Nutresa). Bogotá: BVC. Recuperado el 5 de abril de 2017, de:

<http://www.bvc.com.co>

Damodaran, A. (2017) *Damodaran on line*. Nueva York: University of New York, Stern

School of Business. Recuperado el 15 de marzo de 2017, de:

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

DataiFX.com (2017, 18 de mayo). *Fitch afirma calificación de bonos ordinarios de*

*Grupo Nutresa en AAA*. Recuperado el 22 de marzo de 2017, de:

<http://www.dataifx.com/noticias/fitch-afirma-calificaci%C3%B3n-de-bonos-ordinarios-de-grupo-nutresa-en-aaa>

- El Grupo Nutresa empieza a sentir efectos de la devaluación del peso (2015, 1 de septiembre) *Caracol Radio*. Recuperado el 22 de marzo de 2017, de:  
[http://caracol.com.co/emisora/2015/09/01/medellin/1441109638\\_508591.html](http://caracol.com.co/emisora/2015/09/01/medellin/1441109638_508591.html)
- Euromonitor International (2016, noviembre). *Packaged food in Colombia*. Santiago de Chile: Euromonitor International. Recuperado el 06 de diciembre de 2016, de:  
<http://www.euromonitor.com/packaged-food-in-colombia/report>
- García M., C. A. (2015, 25 de septiembre). Caída de acciones no refleja la salud que tienen las empresas. *El Tiempo*. Recuperado el 1 de marzo de 2017, de:  
<http://www.eltiempo.com/archivo/documento/CMS-16386472>
- Grupo Nutresa S. A. (2014). *Informe integrado*. Medellín: Grupo Nutresa.
- Grupo Nutresa S. A. (2015a). *Estados financieros*. Medellín: Grupo Nutresa.
- Grupo Nutresa S. A. (2015b). *Informe integrado*. Medellín: Grupo Nutresa.
- Grupo Nutresa S. A. (2016a). *Estados financieros consolidados a 31 de diciembre de 2016 y 2015*. Medellín: Grupo Nutresa.
- Grupo Nutresa (2016b, 5 de diciembre). *Grupo Nutresa, la segunda empresa mejor reputada del país*. Medellín: Grupo Nutresa. Recuperado el 29 de marzo de 2017, de: <https://www.gruponutresa.com/noticias/grupo-nutresa-la-segunda-empresa-mejor-reputada-del-pais/>
- Grupo Nutresa S. A. (2016c). *Historia*. Medellín: Grupo Nutresa. Recuperado el 29 de marzo de 2017, de: <https://www.gruponutresa.com/historia/>
- Grupo Nutresa (2016d). *Informe integrado*. Medellín: Grupo Nutresa.
- Grupo Nutresa S. A. (2016e). *Quiénes somos*. Medellín: Grupo Nutresa. Recuperado el 15 de octubre de 2016, de: <https://www.gruponutresa.com/quienes-somos/>

Grupo Nutresa (2017a). *Dividendos y políticas*. Recuperado el 19 de abril de 2017, de:

<https://www.gruponutresa.com/inversionistas/perfil-de-la-compania/dividendos-y-politicas/>

Merco. Monitor empresarial de reputación corporativa (2016). *Grupo Bancolombia, Grupo Nutresa, Ecopetrol, Alpina y Avianca son las cinco empresas con mayor capacidad para atraer y retener el talento en Colombia*. Recuperado el 19 de abril de 2017, de: <http://merco.info/co/>

Piedrahíta, C. E., Reina, M., y Abultaif, A. (2016). *Bitácora de una multilatina. La estrategia de Nutresa*. Bogotá: Planeta.

Superintendencia Financiera de Colombia (2017a, 31 de marzo). *Índice de bursatilidad accionario*. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia.

| BALANCE GENERAL HISTÓRICO           | 2013            | 2014            | 2015            | 2016            |
|-------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>ACTIVO</b>                       |                 |                 |                 |                 |
| Disponible                          | 415,9           | 391,9           | 286,1           | 219,3           |
| Inversiones                         | 3.711,1         | 4.196,1         | 3.609,6         | 4.121,6         |
| Deudores                            | 736,1           | 762,9           | 905,0           | 912,7           |
| Inventarios                         | 738,2           | 893,8           | 1.091,8         | 1.111,5         |
| Propiedad, planta y equipo          | 2.856,5         | 2.963,3         | 3.455,4         | 3.483,8         |
| Intangibles                         | 2.031,5         | 2.139,9         | 3.213,4         | 3.198,1         |
| Diferidos                           | 242,4           | 469,5           | 616,9           | 652,5           |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                 | <b>10.731,6</b> | <b>11.817,4</b> | <b>13.178,1</b> | <b>13.699,6</b> |
| <b>PASIVO</b>                       |                 |                 |                 |                 |
| Obligaciones financieras            | 2.017,1         | 2.144,3         | 3.094,3         | 3.125,1         |
| Proveedores y cuentas por pagar     | 593,5           | 656,6           | 825,6           | 889,0           |
| Impuestos, gravámenes y tasas       | 175,9           | 150,2           | 172,3           | 163,4           |
| Obligaciones laborales              | 341,8           | 346,6           | 372,2           | 378,3           |
| Pasivos estimados y provisiones     | 2,5             | 2,4             | 4,4             | 2,7             |
| Diferidos                           | 450,1           | 471,7           | 639,8           | 705,7           |
| Otros pasivos                       | 5,4             | 13,9            | 26,6            | 50,3            |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                 | <b>3.586,3</b>  | <b>3.785,7</b>  | <b>5.135,2</b>  | <b>5.314,6</b>  |
| <b>PATRIMONIO</b>                   |                 |                 |                 |                 |
| Capital social                      | 2,3             | 2,3             | 2,3             | 2,3             |
| Superávit de capital                | 546,8           | 546,8           | 546,8           | 546,8           |
| Reservas                            | 1.548,7         | 1.787,3         | 1.981,8         | 3.693,5         |
| Revalorización del patrimonio       | 3.360,8         | 3.802,4         | 3.569,5         | 3.746,6         |
| Resultados del ejercicio            | 0,0             | 587,2           | 428,2           | 395,7           |
| Resultados de ejercicios anteriores | 1.686,8         | 1.305,6         | 1.514,3         | 0,0             |
| <b>TOTAL PATRIMONIO</b>             | <b>7.145,3</b>  | <b>8.031,7</b>  | <b>8.042,8</b>  | <b>8.385,0</b>  |

## BALANCE PROYECTADO. Miles de Millones de pesos ('000.000.000 COP)

| BALANCE GENERAL PROYECTADO          | 2017p           | 2018p           | 2019p           | 2020p           | 2021p           | 2022p           | 2023p           | 2024p           | 2025p           | 2026p           |
|-------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>ACTIVO</b>                       |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Disponible                          | 241,4           | 265,1           | 290,2           | 316,9           | 345,1           | 374,7           | 405,7           | 438,2           | 471,8           | 506,7           |
| Inversiones                         | 4.298,8         | 4.436,3         | 4.596,1         | 4.752,3         | 4.894,9         | 5.041,7         | 5.193,0         | 5.348,8         | 5.509,2         | 5.674,5         |
| Deudores                            | 1.073,5         | 1.178,5         | 1.290,3         | 1.408,9         | 1.534,1         | 1.665,9         | 1.803,9         | 1.948,0         | 2.097,8         | 2.252,8         |
| Inventarios                         | 1.210,1         | 1.328,5         | 1.454,5         | 1.588,2         | 1.729,3         | 1.877,8         | 2.033,5         | 2.195,9         | 2.364,7         | 2.539,4         |
| Propiedad, planta y equipo          | 3.602,7         | 3.738,7         | 3.892,7         | 4.065,3         | 4.257,3         | 4.469,3         | 4.701,7         | 4.954,9         | 5.229,0         | 5.524,2         |
| Intangibles                         | 3.185,1         | 3.172,0         | 3.159,0         | 3.145,9         | 3.132,8         | 3.119,8         | 3.106,7         | 3.093,7         | 3.080,6         | 3.067,6         |
| Diferidos                           | 718,3           | 788,6           | 863,4           | 942,8           | 1.026,6         | 1.114,7         | 1.207,1         | 1.303,5         | 1.403,7         | 1.507,4         |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                 | <b>14.329,8</b> | <b>14.907,8</b> | <b>15.546,2</b> | <b>16.220,3</b> | <b>16.920,2</b> | <b>17.664,0</b> | <b>18.451,7</b> | <b>19.282,9</b> | <b>20.157,0</b> | <b>21.072,7</b> |
| <b>PASIVO</b>                       |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Obligaciones financieras            | 3.092,7         | 3.080,7         | 3.057,2         | 3.042,2         | 2.989,0         | 2.927,4         | 2.853,7         | 2.765,7         | 2.663,1         | 2.544,9         |
| Proveedores y cuentas por pagar     | 1.072,1         | 1.177,0         | 1.288,7         | 1.407,1         | 1.532,1         | 1.663,7         | 1.801,6         | 1.945,5         | 2.095,1         | 2.249,9         |
| Impuestos, gravámenes y tasas       | 223,3           | 245,2           | 268,4           | 293,1           | 319,1           | 346,5           | 375,3           | 405,2           | 436,4           | 468,6           |
| Obligaciones laborales              | 482,0           | 529,2           | 579,4           | 632,7           | 688,9           | 748,1           | 810,1           | 874,8           | 942,0           | 1.011,6         |
| Pasivos estimados y provisiones     | 4,0             | 4,4             | 4,8             | 5,2             | 5,7             | 6,2             | 6,7             | 7,2             | 7,8             | 8,3             |
| Diferidos                           | 742,5           | 815,2           | 892,6           | 974,6           | 1.061,2         | 1.152,3         | 1.247,8         | 1.347,5         | 1.451,1         | 1.558,3         |
| Otros pasivos                       | 29,2            | 32,0            | 35,1            | 38,3            | 41,7            | 45,3            | 49,0            | 52,9            | 57,0            | 61,2            |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                 | <b>5.645,8</b>  | <b>5.883,7</b>  | <b>6.126,1</b>  | <b>6.393,2</b>  | <b>6.637,7</b>  | <b>6.889,5</b>  | <b>7.144,2</b>  | <b>7.398,9</b>  | <b>7.652,5</b>  | <b>7.902,8</b>  |
| <b>PATRIMONIO</b>                   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Capital social                      | 2,3             | 2,3             | 2,3             | 2,3             | 2,3             | 2,3             | 2,3             | 2,3             | 2,3             | 2,3             |
| Superávit de capital                | 546,8           | 546,8           | 546,8           | 546,8           | 546,8           | 546,8           | 546,8           | 546,8           | 546,8           | 546,8           |
| Reservas                            | 3.693,5         | 3.693,5         | 3.693,5         | 3.693,5         | 3.693,5         | 3.693,5         | 3.693,5         | 3.693,5         | 3.693,5         | 3.693,5         |
| Revalorización del patrimonio       | 3.746,6         | 3.746,6         | 3.746,6         | 3.746,6         | 3.746,6         | 3.746,6         | 3.746,6         | 3.746,6         | 3.746,6         | 3.746,6         |
| Resultados del ejercicio            | 510,0           | 609,2           | 717,6           | 785,8           | 870,0           | 951,3           | 1.035,1         | 1.122,9         | 1.213,1         | 1.305,6         |
| Resultados de ejercicios anteriores | 184,8           | 425,6           | 713,3           | 1.052,1         | 1.423,2         | 1.834,0         | 2.283,2         | 2.771,9         | 3.302,1         | 3.875,0         |
| <b>TOTAL PATRIMONIO</b>             | <b>8.684,0</b>  | <b>9.024,1</b>  | <b>9.420,1</b>  | <b>9.827,1</b>  | <b>10.282,4</b> | <b>10.774,5</b> | <b>11.307,5</b> | <b>11.884,0</b> | <b>12.504,5</b> | <b>13.169,8</b> |

| <b>ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS</b>              | <b>2013</b>    | <b>2014</b>    | <b>2015</b>    | <b>2016</b>    |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Ingresos operacionales</b>                      |                |                |                |                |
| Industrias manufactureras                          | 5.898,5        | 6.481,8        | 7.945,4        | 8.676,6        |
| <b>Total ingresos operacionales</b>                | <b>5.898,5</b> | <b>6.481,8</b> | <b>7.945,4</b> | <b>8.676,6</b> |
| <b>Costos y gastos operacionales</b>               |                |                |                |                |
| Comercio al por mayor y al por menor               | 3.261,0        | 3.618,7        | 4.507,2        | 4.966,0        |
| Gastos de administración                           | 165,0          | 168,8          | 178,9          | 187,1          |
| Gastos de ventas                                   | 1.639,7        | 1.858,6        | 2.283,8        | 2.494,5        |
| <b>Total de costos y gastos operacionales</b>      | <b>5.065,6</b> | <b>5.646,1</b> | <b>6.969,9</b> | <b>7.647,7</b> |
| <b>Utilidad operacional efectiva (ebitda)</b>      | <b>832,8</b>   | <b>835,7</b>   | <b>975,6</b>   | <b>1.029,0</b> |
| <b>Costos no monetarios</b>                        |                |                |                |                |
| Depreciaciones                                     | 113,1          | 157,9          | 194,4          | 215,0          |
| Amortizaciones                                     | 69,5           | 6,8            | 5,8            | 13,1           |
| Provisiones  | -              | -5,1           | -7,3           | -14,1          |
| <b>Total de costos no monetarios</b>               | <b>182,6</b>   | <b>159,6</b>   | <b>192,9</b>   | <b>214,0</b>   |
| <b>Utilidad operacional (ebit)</b>                 | <b>650,2</b>   | <b>676,1</b>   | <b>782,7</b>   | <b>815,0</b>   |
| <b>Ingresos y gastos no operacionales</b>          |                |                |                |                |
| Ingresos no operacionales                          | 75,8           | 77,0           | 89,0           | 59,0           |
| Gastos no operacionales                            | 170,9          | 176,4          | 267,3          | 329,1          |
| <b>Total de ingresos y gastos no operacionales</b> | <b>-95,1</b>   | <b>-99,4</b>   | <b>-178,4</b>  | <b>-270,1</b>  |
| <b>Utilidad antes de impuestos</b>                 | <b>555,1</b>   | <b>576,7</b>   | <b>604,3</b>   | <b>544,9</b>   |
| Impuestos  | 174,9          | -12,8          | 173,5          | 145,2          |
| <b>Utilidad neta final</b>                         | <b>380,2</b>   | <b>589,5</b>   | <b>430,8</b>   | <b>399,7</b>   |

| ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS                     | 2017p          | 2018p           | 2019p           | 2020p           | 2021p           | 2022p           | 2023p           | 2024p           | 2025p           | 2026p           |
|--|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Ingresos operacionales</b>                      |                |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Industrias manufactureras                          | 9.551,9        | 10.486,8        | 11.481,8        | 12.536,7        | 13.651,0        | 14.823,3        | 16.051,8        | 17.334,0        | 18.666,6        | 20.045,7        |
| <b>Total de ingresos operacionales</b>             | <b>9.551,9</b> | <b>10.486,8</b> | <b>11.481,8</b> | <b>12.536,7</b> | <b>13.651,0</b> | <b>14.823,3</b> | <b>16.051,8</b> | <b>17.334,0</b> | <b>18.666,6</b> | <b>20.045,7</b> |
| <b>Costos y gastos operacionales</b>               |                |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Comercio al por mayor y al por menor               | 5.374,7        | 5.900,8         | 6.460,7         | 7.054,3         | 7.681,2         | 8.340,9         | 9.032,2         | 9.753,6         | 10.503,5        | 11.279,5        |
| Gastos de administración                           | 203,6          | 216,8           | 232,7           | 248,8           | 263,9           | 280,0           | 297,0           | 315,1           | 334,3           | 354,7           |
| Gastos de ventas                                   | 2.746,2        | 3.015,0         | 3.301,0         | 3.604,3         | 3.924,7         | 4.261,7         | 4.614,9         | 4.983,5         | 5.366,7         | 5.763,1         |
| <b>Total de costos y gastos operacionales</b>      | <b>8.324,5</b> | <b>9.132,6</b>  | <b>9.994,4</b>  | <b>10.907,4</b> | <b>11.869,8</b> | <b>12.882,6</b> | <b>13.944,1</b> | <b>15.052,3</b> | <b>16.204,5</b> | <b>17.397,3</b> |
| <b>Utilidad operacional efectiva (ebitda)</b>      | <b>1.227,4</b> | <b>1.354,3</b>  | <b>1.487,4</b>  | <b>1.629,4</b>  | <b>1.781,2</b>  | <b>1.940,7</b>  | <b>2.107,7</b>  | <b>2.281,7</b>  | <b>2.462,2</b>  | <b>2.648,4</b>  |
| <b>Costos no monetarios</b>                        |                |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Depreciaciones                                     | 146,8          | 155,6           | 165,4           | 176,0           | 187,6           | 200,3           | 214,0           | 228,9           | 245,0           | 262,3           |
| Amortizaciones                                     | 13,1           | 13,1            | 13,1            | 13,1            | 13,1            | 13,1            | 13,1            | 13,1            | 13,1            | 13,1            |
| Provisiones  | -15,5          | -17,1           | -18,7           | -20,4           | -22,2           | -24,1           | -26,1           | -28,2           | -30,4           | -32,6           |
| <b>Total de costos no monetarios</b>               | <b>144,3</b>   | <b>151,6</b>    | <b>159,7</b>    | <b>168,7</b>    | <b>178,5</b>    | <b>189,2</b>    | <b>201,0</b>    | <b>213,8</b>    | <b>227,7</b>    | <b>242,7</b>    |
| <b>Utilidad operacional (ebit)</b>                 | <b>1.083,1</b> | <b>1.202,6</b>  | <b>1.327,7</b>  | <b>1.460,7</b>  | <b>1.602,7</b>  | <b>1.751,5</b>  | <b>1.906,7</b>  | <b>2.067,9</b>  | <b>2.234,5</b>  | <b>2.405,7</b>  |
| <b>Ingresos y gastos no operacionales</b>          |                |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Ingresos no operacionales                          | 101,2          | 108,9           | 117,2           | 125,9           | 134,9           | 144,4           | 154,3           | 164,6           | 175,3           | 186,4           |
| Gastos no operacionales                            | 334,4          | 344,6           | 373,9           | 413,8           | 439,1           | 476,1           | 516,1           | 556,6           | 599,1           | 643,3           |
| <b>Total de ingresos y gastos no operacionales</b> | <b>-233,2</b>  | <b>-235,6</b>   | <b>-256,6</b>   | <b>-287,9</b>   | <b>-304,2</b>   | <b>-331,7</b>   | <b>-361,8</b>   | <b>-392,0</b>   | <b>-423,8</b>   | <b>-457,0</b>   |
| <b>Utilidad antes de impuestos</b>                 | <b>849,9</b>   | <b>967,0</b>    | <b>1.071,1</b>  | <b>1.172,8</b>  | <b>1.298,5</b>  | <b>1.419,8</b>  | <b>1.544,9</b>  | <b>1.675,9</b>  | <b>1.810,7</b>  | <b>1.948,7</b>  |
| Impuestos  | 339,9          | 357,8           | 353,5           | 387,0           | 428,5           | 468,5           | 509,8           | 553,1           | 597,5           | 643,1           |
| <b>Utilidad neta final</b>                         | <b>510,0</b>   | <b>609,2</b>    | <b>717,6</b>    | <b>785,8</b>    | <b>870,0</b>    | <b>951,3</b>    | <b>1.035,1</b>  | <b>1.122,9</b>  | <b>1.213,1</b>  | <b>1.305,6</b>  |

## FLUJO DE CAJA LIBRE HISTÓRICO. Miles de Millones de pesos ('000.000.000 COP)

| FLUJO DE CAJA LIBRE                              | 2013             | 2014           | 2015            | 2016           |
|--|------------------|----------------|-----------------|----------------|
| Ventas   | 5.898,5          | 6.481,8        | 7.945,4         | 8.676,6        |
| (-) Costos y Gastos Efectivos                    | 5.065,6          | 5.646,1        | 6.969,9         | 7.647,7        |
| <b>(=) UTILIDAD OPERATIVA EFECTIVA (EBITDA)</b>  | <b>832,8</b>     | <b>835,7</b>   | <b>975,6</b>    | <b>1.029,0</b> |
| (-) Depreciaciones, Amortizaciones y Provisiones | 182,6            | 159,6          | 192,9           | 214,0          |
| <b>(=) UTILIDAD OPERATIVA (EBIT)</b>             | <b>650,2</b>     | <b>676,1</b>   | <b>782,7</b>    | <b>815,0</b>   |
| Tasa Efectiva de Impuestos                       | 32%              | -2%            | 29%             | 27%            |
| (-) Impuestos aplicados                          | 204,9            | -15,1          | 224,7           | 217,1          |
| <b>UODI</b>                                      | <b>445,4</b>     | <b>691,2</b>   | <b>558,0</b>    | <b>597,8</b>   |
| (+) Depreciaciones, Amortizaciones y Provisiones | 182,6            | 164,7          | 200,2           | 228,1          |
| <b>(=) FCB (Flujo de Caja Bruto)</b>             | <b>628,0</b>     | <b>855,9</b>   | <b>758,2</b>    | <b>825,9</b>   |
| <b>Análisis de liquidez</b>                      |                  |                |                 |                |
| Cuentas por cobrar                               | 736,1            | 762,9          | 905,0           | 912,7          |
| Inventarios                                      | 738,2            | 893,8          | 1.091,8         | 1.111,5        |
| <b>(=) KTO</b>                                   | <b>1.474,3</b>   | <b>1.656,7</b> | <b>1.996,8</b>  | <b>2.024,2</b> |
| (-) Cuentas por pagar                            | 593,5            | 656,6          | 825,6           | 889,0          |
| <b>(=) KTNO</b>                                  | <b>880,8</b>     | <b>1.000,1</b> | <b>1.171,2</b>  | <b>1.135,2</b> |
| (-) Incremento en KTNO o NOF                     | No aplica        | 119,3          | 171,1           | -36,0          |
| <b>EGO</b>                                       | <b>No aplica</b> | <b>736,6</b>   | <b>587,1</b>    | <b>861,9</b>   |
| (-) Incremento en AFI (CAPEX)                    | No aplica        | 380,0          | 1.765,7         | 241,3          |
| (-) Inversiones estratégicas                     | 0,0              | 0,0            | 0,0             | 0,0            |
| <b>(=) FCL</b>                                   | <b>No aplica</b> | <b>356,6</b>   | <b>-1.178,6</b> | <b>620,6</b>   |

FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO. Miles de Millones de pesos ('000.000.000 COP)

| FLUJO DE CAJA LIBRE                    | 2017p          | 2018p          | 2019p          | 2020p          | 2021p          | 2022p          | 2023p          | 2024p          | 2025p          | 2026p          |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ventas                                 | 9.551,9        | 10.486,8       | 11.481,8       | 12.536,7       | 13.651,0       | 14.823,3       | 16.051,8       | 17.334,0       | 18.666,6       | 20.045,7       |
| Costos y Gastos Efectivos              | 8.324,5        | 9.132,6        | 9.994,4        | 10.907,4       | 11.869,8       | 12.882,6       | 13.944,1       | 15.052,3       | 16.204,5       | 17.397,3       |
| <b>UT. OPERATIVA EFECTIVA (EBITDA)</b> | <b>1.227,4</b> | <b>1.354,3</b> | <b>1.487,4</b> | <b>1.629,4</b> | <b>1.781,2</b> | <b>1.940,7</b> | <b>2.107,7</b> | <b>2.281,7</b> | <b>2.462,2</b> | <b>2.648,4</b> |
| (-) Dep., Amort. y Provisiones         | 144,3          | 151,6          | 159,7          | 168,7          | 178,5          | 189,2          | 201,0          | 213,8          | 227,7          | 242,7          |
| <b>UTILIDAD OPERATIVA (EBIT)</b>       | <b>1.083,1</b> | <b>1.202,6</b> | <b>1.327,7</b> | <b>1.460,7</b> | <b>1.602,7</b> | <b>1.751,5</b> | <b>1.906,7</b> | <b>2.067,9</b> | <b>2.234,5</b> | <b>2.405,7</b> |
| Tasa Efectiva de Impuestos             | 40%            | 37%            | 33%            | 33%            | 33%            | 33%            | 33%            | 33%            | 33%            | 33%            |
| Impuestos aplicados                    | 433,2          | 444,9          | 438,1          | 482,0          | 528,9          | 578,0          | 629,2          | 682,4          | 737,4          | 793,9          |
| <b>UODI</b>                            | <b>649,9</b>   | <b>757,7</b>   | <b>889,6</b>   | <b>978,7</b>   | <b>1.073,8</b> | <b>1.173,5</b> | <b>1.277,5</b> | <b>1.385,5</b> | <b>1.497,1</b> | <b>1.611,8</b> |
| (+) Dep., Amort. y Provisiones         | 159,8          | 168,7          | 178,4          | 189,1          | 200,7          | 213,3          | 227,1          | 242,0          | 258,0          | 275,3          |
| <b>(=) FCB (Flujo de Caja Bruto)</b>   | <b>809,8</b>   | <b>926,4</b>   | <b>1.068,0</b> | <b>1.167,7</b> | <b>1.274,5</b> | <b>1.386,8</b> | <b>1.504,6</b> | <b>1.627,5</b> | <b>1.755,1</b> | <b>1.887,1</b> |
| <b>Análisis de liquidez</b>            |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Cuentas por cobrar                     | 1.073,5        | 1.178,5        | 1.290,3        | 1.408,9        | 1.534,1        | 1.665,9        | 1.803,9        | 1.948,0        | 2.097,8        | 2.252,8        |
| Inventarios                            | 1.210,1        | 1.328,5        | 1.454,5        | 1.588,2        | 1.729,3        | 1.877,8        | 2.033,5        | 2.195,9        | 2.364,7        | 2.539,4        |
| <b>(=) KTO</b>                         | <b>2.283,5</b> | <b>2.507,0</b> | <b>2.744,9</b> | <b>2.997,1</b> | <b>3.263,5</b> | <b>3.543,7</b> | <b>3.837,4</b> | <b>4.143,9</b> | <b>4.462,5</b> | <b>4.792,2</b> |
| (-) Cuentas por pagar                  | 1.072,1        | 1.177,0        | 1.288,7        | 1.407,1        | 1.532,1        | 1.663,7        | 1.801,6        | 1.945,5        | 2.095,1        | 2.249,9        |
| <b>(=) KTNO</b>                        | <b>1.211,4</b> | <b>1.330,0</b> | <b>1.456,2</b> | <b>1.590,0</b> | <b>1.731,3</b> | <b>1.880,0</b> | <b>2.035,8</b> | <b>2.198,4</b> | <b>2.367,4</b> | <b>2.542,3</b> |
| (-) Incremento en KTNO o NOF           | 76,2           | 118,6          | 126,2          | 133,8          | 141,3          | 148,7          | 155,8          | 162,6          | 169,0          | 174,9          |
| <b>EGO</b>                             | <b>733,6</b>   | <b>807,8</b>   | <b>941,8</b>   | <b>1.033,9</b> | <b>1.133,2</b> | <b>1.238,1</b> | <b>1.348,8</b> | <b>1.464,9</b> | <b>1.586,1</b> | <b>1.712,2</b> |
| (-) Incremento en AFI (CAPEX)          | 265,6          | 291,6          | 319,3          | 348,6          | 379,6          | 412,2          | 446,4          | 482,1          | 519,1          | 557,5          |
| (-) Inversiones estratégicas           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>(=) FCL</b>                         | <b>467,9</b>   | <b>516,2</b>   | <b>622,5</b>   | <b>685,3</b>   | <b>753,5</b>   | <b>825,9</b>   | <b>902,4</b>   | <b>982,8</b>   | <b>1.067,0</b> | <b>1.154,7</b> |

## VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Miles de Millones de pesos ('000.000.000 COP)

| VALORACIÓN  | 2017p           | 2018p         | 2019p         | 2020p         | 2021p         | 2022p         | 2023p         | 2024p         | 2025p         | 2026p         |
|---|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total de deuda  | 3.125,1         |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Caja: Total de caja   | 219,3           |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>D: deuda (deuda neta)</b>  | <b>2.905,8</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Número de acciones en circulación   | 460.123.458     |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Precio de la acción (COP)   | \$ 27.140       |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Patrimonio (valor contable)   | 8.385,0         |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>E: patrimonio (capitalización de mercado)</b>                                    | <b>12.487,8</b> |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>V: valor de la empresa</b>   | <b>15.393,5</b> |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Porcentaje de E: (E/V)  | 81%             | 80%           | 80%           | 80%           | 80%           | 80%           | 80%           | 80%           | 80%           | 80%           |
| Porcentaje de V: (D/V)  | 19%             | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           |
| Tasa libre de riesgo (Estados Unidos), bonos del Tesoro estadounidense de diez años | 2,12%           | 2,37%         | 2,62%         | 2,87%         | 3,12%         | 3,37%         | 3,62%         | 4,00%         | 4,00%         | 4,00%         |
| Prima de riesgo de mercado  | 5,69%           | 5,69%         | 5,69%         | 5,69%         | 5,69%         | 5,69%         | 5,69%         | 5,69%         | 5,69%         | 5,69%         |
| $\beta_u$ (desapalancada de la industria)   | 0,61            | 0,61          | 0,61          | 0,61          | 0,61          | 0,61          | 0,61          | 0,61          | 0,61          | 0,61          |
| Tasa de impuesto a la renta (T)   | 26,6%           | 40,0%         | 37,0%         | 33,0%         | 33,0%         | 33,0%         | 33,0%         | 33,0%         | 33,0%         | 33,0%         |
| D/E de la empresa   | 23,3%           | 25,0%         | 25,0%         | 25,0%         | 25,0%         | 25,0%         | 25,0%         | 25,0%         | 25,0%         | 25,0%         |
| $\beta_e$ (apalancada de la empresa)  | 0,72            | 0,71          | 0,71          | 0,72          | 0,72          | 0,72          | 0,72          | 0,72          | 0,72          | 0,72          |
| $\beta_d$ (apalancada de la empresa)  | 0,16            | 0,25          | 0,23          | 0,20          | 0,20          | 0,20          | 0,20          | 0,20          | 0,20          | 0,20          |
| Prima por tamaño  | 0,11%           | 0,11%         | 0,11%         | 0,11%         | 0,11%         | 0,11%         | 0,11%         | 0,11%         | 0,11%         | 0,11%         |
| Prima de riesgo país  | 2,26%           | 2,26%         | 2,26%         | 2,26%         | 2,26%         | 2,26%         | 2,26%         | 2,26%         | 2,26%         | 2,26%         |
| TES (Colombia) a 10 años  | 6,84%           | 6,84%         | 6,84%         | 6,84%         | 6,84%         | 6,84%         | 6,84%         | 6,84%         | 6,84%         | 6,84%         |
| Devaluación implícita   | 4,72%           | 4,5%          | 4,2%          | 4,0%          | 3,7%          | 3,5%          | 3,2%          | 2,8%          | 2,8%          | 2,8%          |
| kE USD = costo del patrimonio en USD corrientes                                     | 8,46%           | 8,64%         | 8,91%         | 9,20%         | 9,45%         | 9,70%         | 9,95%         | 10,33%        | 10,33%        | 10,33%        |
| <b>kE = costo del patrimonio en COP corrientes</b>                                  | <b>13,69%</b>   | <b>13,60%</b> | <b>13,62%</b> | <b>13,64%</b> | <b>13,63%</b> | <b>13,62%</b> | <b>13,60%</b> | <b>13,57%</b> | <b>13,57%</b> | <b>13,57%</b> |
| kD = costo de la deuda antes de impuestos en USD corrientes                         | 3,05%           | 3,77%         | 3,91%         | 4,02%         | 4,27%         | 4,52%         | 4,77%         | 5,15%         | 5,15%         | 5,15%         |

## VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Miles de Millones de pesos ('000.000.000 COP)

| VALORACIÓN   |                 | 2017p         | 2018p         | 2019p         | 2020p         | 2021p         | 2022p         | 2023p         | 2024p         | 2025p          | 2026p           |
|--|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|-----------------|
| kD = costo de la deuda antes de impuestos en COP corrientes          | 7,91%           | 8,40%         | 8,29%         | 8,15%         | 8,15%         | 8,15%         | 8,14%         | 8,14%         | 8,14%         | 8,14%          | 8,14%           |
| <b>kD = costo de la deuda después de impuestos en COP corrientes</b> | <b>5,80%</b>    | <b>5,04%</b>  | <b>5,23%</b>  | <b>5,46%</b>  | <b>5,46%</b>  | <b>5,46%</b>  | <b>5,46%</b>  | <b>5,45%</b>  | <b>5,45%</b>  | <b>5,45%</b>   | <b>5,45%</b>    |
| <b>WACC</b>  | <b>12,20%</b>   | <b>11,89%</b> | <b>11,94%</b> | <b>12,01%</b> | <b>12,00%</b> | <b>11,98%</b> | <b>11,97%</b> | <b>11,95%</b> | <b>11,95%</b> | <b>11,95%</b>  | <b>11,95%</b>   |
| WACC acumulado   | 1,00            | 1,12          | 1,25          | 1,40          | 1,57          | 1,76          | 1,97          | 2,21          | 2,47          | 2,76           | 3,09            |
| FCL  |                 | 467,9         | 516,2         | 622,5         | 685,3         | 753,5         | 825,9         | 902,4         | 982,8         | 1.067,0        | 1.154,7         |
| Valor de perpetuidad   |                 |               |               |               |               |               |               |               |               |                | 16.633,6        |
| <b>FCL de la valoración</b>  |                 | <b>467,9</b>  | <b>516,2</b>  | <b>622,5</b>  | <b>685,3</b>  | <b>753,5</b>  | <b>825,9</b>  | <b>902,4</b>  | <b>982,8</b>  | <b>1.067,0</b> | <b>17.788,4</b> |
| Valor presente del FCLi  |                 | 418,2         | 412,1         | 443,7         | 436,1         | 428,2         | 419,2         | 409,1         | 398,0         | 386,0          | 373,2           |
| Valor presente de perpetuidad  |                 |               |               |               |               |               |               |               |               |                | 5.375,3         |
| <b>Valor presente (FCL + perpetuidad)</b>                            |                 | <b>418,2</b>  | <b>412,1</b>  | <b>443,7</b>  | <b>436,1</b>  | <b>428,2</b>  | <b>419,2</b>  | <b>409,1</b>  | <b>398,0</b>  | <b>386,0</b>   | <b>5.748,5</b>  |
| Porcentaje de perpetuidad / EV                                       | 57%             |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                 |
| Gradiente de crecimiento   | 4,7%            |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                 |
| <b>Valor de la empresa (EV)</b>                                      | <b>9.499,2</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                 |
| + Disponible   | 277,4           |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                 |
| + Inversiones  | 4.329,2         |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                 |
| - Obligaciones financieras   | -3.170,7        |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                 |
| <b>Valor del patrimonio (E)</b>                                      | <b>10.935,1</b> |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                 |

| INDICADOR                       | 2013     | 2014     | 2015        | 2016       |
|---------------------------------|----------|----------|-------------|------------|
| <b>RENTABILIDAD</b>             |          |          |             |            |
| Margen Bruto                    | 44,7%    | 44,2%    | 43,3%       | 42,8%      |
| Margen Operacional              | 11,0%    | 10,4%    | 9,9%        | 9,4%       |
| EBIT                            | \$ 650,2 | \$ 676,1 | \$ 782,7    | \$ 815,0   |
| EBITDA                          | \$ 832,8 | \$ 835,7 | \$ 975,6    | \$ 1.029,0 |
| Margen EBITDA                   | 14,1%    | 12,9%    | 12,3%       | 11,9%      |
| Margen Neto                     | 6,4%     | 9,1%     | 5,4%        | 4,6%       |
| WACC                            |          |          |             | 12,2%      |
| ROA                             | 6,1%     | 5,7%     | 5,9%        | 5,9%       |
| Rentabilidad Neta Del Activo    | 3,5%     | 5,0%     | 3,3%        | 2,9%       |
| ROE                             | 5,3%     | 7,3%     | 5,4%        | 4,8%       |
| <b>LIQUIDEZ</b>                 |          |          |             |            |
| Días de Cartera                 | 45       | 42       | 41          | 38         |
| Días de Inventario              | 81       | 89       | 87          | 81         |
| Días Proveedores                | 66       | 65       | 66          | 64         |
| Ciclo de Negocio                | 126      | 131      | 128         | 118        |
| Ciclo de Efectivo               | 61       | 66       | 62          | 54         |
| FCL                             |          | \$ 356,6 | -\$ 1.178,6 | \$ 620,6   |
| Razón Corriente                 | 1,7      | 1,8      | 1,6         | 1,5        |
| Prueba Ácida                    | 1,0      | 1,0      | 0,9         | 0,8        |
| <b>ENDEUDAMIENTO</b>            |          |          |             |            |
| Nivel de endeudamiento          | 33,4%    | 32,0%    | 39,0%       | 38,8%      |
| Cobertura de Intereses (UO)     | 5,3      | 4,0      | 3,3         | 2,5        |
| Cobertura de Intereses (EBITDA) | 6,8      | 4,9      | 4,2         | 3,2        |
| Índice de Propiedad             | 66,6%    | 68,0%    | 61,0%       | 61,2%      |
| Endeudamiento Fciero            | 34,2%    | 33,1%    | 38,9%       | 36,0%      |
| Deuda Fciera                    | 0,56     | 0,57     | 0,60        | 0,59       |

| INDICADOR             | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------------|------|------|------|------|
| Deuda Fciera / EBITDA | 2,4  | 2,6  | 3,2  | 3,0  |
| Apalancamiento Fciero | 1,5  | 1,5  | 1,6  | 1,6  |

| PRODUCTIVIDAD       |          |            |            |            |
|---------------------|----------|------------|------------|------------|
| Rotación de Activos | 0,55     | 0,55       | 0,60       | 0,63       |
| KTNO                | \$ 880,8 | \$ 1.000,1 | \$ 1.171,2 | \$ 1.135,2 |
| PKTNO               | 14,9%    | 15,4%      | 14,7%      | 13,1%      |
| PDC                 | 0,95     | 0,84       | 0,83       | 0,91       |

| DESEMPEÑO                |           |           |           |           |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Gastos admon/ Ing Op     | 2,8%      | 2,6%      | 2,3%      | 2,2%      |
| Gastos Vtas/ Ing Op      | 27,8%     | 28,7%     | 28,7%     | 28,8%     |
| Costo Vtas / Ing Op      | 55,3%     | 55,8%     | 56,7%     | 57,2%     |
| Ing no oper / Ing Op     | 1,3%      | 1,2%      | 1,1%      | 0,7%      |
| Egre no oper / Ing Op    | 2,9%      | 2,7%      | 3,4%      | 3,8%      |
| Crecimiento en Ventas    | N/A       | 9,9%      | 22,6%     | 9,2%      |
| Crecimiento en G. Admon  | N/A       | 2,3%      | 6,0%      | 4,6%      |
| Crecimiento en G. Ventas | N/A       | 13,4%     | 22,9%     | 9,2%      |
| Valor Intrínseco         | \$ 15.529 | \$ 17.455 | \$ 17.480 | \$ 18.223 |

| EVA  |            |            |            |            |
|------|------------|------------|------------|------------|
| UODI | \$ 445,4   | \$ 691,2   | \$ 558,0   | \$ 597,8   |
| CIO  | \$ 5.768,8 | \$ 6.103,4 | \$ 7.840,0 | \$ 7.817,2 |
| ROIC |            | 12,0%      | 9,1%       | 7,6%       |
| EVA  |            |            |            | -\$ 358,8  |

PRINCIPALES INDICADORES (PROYECTADOS). Miles de Millones de pesos ('000.000.000 COP)

| INDICADORES                     | 2017p      | 2018p      | 2019p      | 2020p      | 2021p      | 2022p      | 2023p      | 2024p      | 2025p      | 2026p      |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>RENTABILIDAD</b>             |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Margen Bruto                    | 43,7%      | 43,7%      | 43,7%      | 43,7%      | 43,7%      | 43,7%      | 43,7%      | 43,7%      | 43,7%      | 43,7%      |
| Margen Operacional              | 11,3%      | 11,5%      | 11,6%      | 11,7%      | 11,7%      | 11,8%      | 11,9%      | 11,9%      | 12,0%      | 12,0%      |
| EBIT                            | \$ 1.083,1 | \$ 1.202,6 | \$ 1.327,7 | \$ 1.460,7 | \$ 1.602,7 | \$ 1.751,5 | \$ 1.906,7 | \$ 2.067,9 | \$ 2.234,5 | \$ 2.405,7 |
| EBITDA                          | \$ 1.227,4 | \$ 1.354,3 | \$ 1.487,4 | \$ 1.629,4 | \$ 1.781,2 | \$ 1.940,7 | \$ 2.107,7 | \$ 2.281,7 | \$ 2.462,2 | \$ 2.648,4 |
| Margen EBITDA                   | 12,9%      | 12,9%      | 13,0%      | 13,0%      | 13,0%      | 13,1%      | 13,1%      | 13,2%      | 13,2%      | 13,2%      |
| Margen Neto                     | 5,3%       | 5,8%       | 6,3%       | 6,3%       | 6,4%       | 6,4%       | 6,4%       | 6,5%       | 6,5%       | 6,5%       |
| WACC                            | 11,9%      | 11,9%      | 12,0%      | 12,0%      | 12,0%      | 12,0%      | 11,9%      | 11,9%      | 11,9%      | 11,9%      |
| ROA                             | 7,6%       | 8,1%       | 8,5%       | 9,0%       | 9,5%       | 9,9%       | 10,3%      | 10,7%      | 11,1%      | 11,4%      |
| Rentabilidad Neta Del Activo    | 3,6%       | 4,1%       | 4,6%       | 4,8%       | 5,1%       | 5,4%       | 5,6%       | 5,8%       | 6,0%       | 6,2%       |
| ROE                             | 5,9%       | 6,8%       | 7,6%       | 8,0%       | 8,5%       | 8,8%       | 9,2%       | 9,4%       | 9,7%       | 9,9%       |
| <b>LIQUIDEZ</b>                 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Días de Cartera                 | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         |
| Días de Inventario              | 81         | 81         | 81         | 81         | 81         | 81         | 81         | 81         | 81         | 81         |
| Días Proveedores                | 72         | 72         | 72         | 72         | 72         | 72         | 72         | 72         | 72         | 72         |
| Ciclo de Negocio                | 122        | 122        | 122        | 122        | 122        | 122        | 122        | 122        | 122        | 122        |
| Ciclo de Efectivo               | 50         | 50         | 50         | 50         | 50         | 50         | 50         | 50         | 50         | 50         |
| FCL                             | \$ 467,9   | \$ 516,2   | \$ 622,5   | \$ 685,3   | \$ 753,5   | \$ 825,9   | \$ 902,4   | \$ 982,8   | \$ 1.067,0 | \$ 1.154,7 |
| Razón Corriente                 | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 1,4        | 1,4        |
| Prueba Ácida                    | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 0,7        | 0,7        |
| <b>ENDEUDAMIENTO</b>            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Nivel de endeudamiento          | 39,4%      | 39,5%      | 39,4%      | 39,4%      | 39,2%      | 39,0%      | 38,7%      | 38,4%      | 38,0%      | 37,5%      |
| Cobertura de Intereses (UO)     | 3,3        | 3,5        | 3,6        | 3,6        | 3,7        | 3,7        | 3,7        | 3,8        | 3,8        | 3,8        |
| Cobertura de Intereses (EBITDA) | 3,7        | 4,0        | 4,0        | 4,0        | 4,1        | 4,1        | 4,1        | 4,1        | 4,2        | 4,2        |
| Índice de Propiedad             | 60,6%      | 60,5%      | 60,6%      | 60,6%      | 60,8%      | 61,0%      | 61,3%      | 61,6%      | 62,0%      | 62,5%      |
| Endeudamiento Fciero            | 32,4%      | 29,4%      | 26,6%      | 24,3%      | 21,9%      | 19,7%      | 17,8%      | 16,0%      | 14,3%      | 12,7%      |
| Deuda Fciera                    | 0,55       | 0,52       | 0,50       | 0,48       | 0,45       | 0,42       | 0,40       | 0,37       | 0,35       | 0,32       |

PRINCIPALES INDICADORES (PROYECTADOS). Miles de Millones de pesos ('000.000.000 COP)

| INDICADORES           | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p | 2021p | 2022p | 2023p | 2024p | 2025p | 2026p |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Deuda Fciera / EBITDA | 2,5   | 2,3   | 2,1   | 1,9   | 1,7   | 1,5   | 1,4   | 1,2   | 1,1   | 1,0   |
| Apalancamiento Fciero | 1,7   | 1,7   | 1,7   | 1,7   | 1,6   | 1,6   | 1,6   | 1,6   | 1,6   | 1,6   |

| <b>PRODUCTIVIDAD</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Rotación de Activos  | 0,67       | 0,70       | 0,74       | 0,77       | 0,81       | 0,84       | 0,87       | 0,90       | 0,93       | 0,95       |
| KTNO                 | \$ 1.211,4 | \$ 1.330,0 | \$ 1.456,2 | \$ 1.590,0 | \$ 1.731,3 | \$ 1.880,0 | \$ 2.035,8 | \$ 2.198,4 | \$ 2.367,4 | \$ 2.542,3 |
| PKTNO                | 12,7%      | 12,7%      | 12,7%      | 12,7%      | 12,7%      | 12,7%      | 12,7%      | 12,7%      | 12,7%      | 12,7%      |
| PDC                  | 1,01       | 1,02       | 1,02       | 1,02       | 1,03       | 1,03       | 1,04       | 1,04       | 1,04       | 1,04       |

| <b>DESEMPEÑO</b>         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Gastos admon/ Ing Op     | 2,1%  | 2,1%  | 2,0%  | 2,0%  | 1,9%  | 1,9%  | 1,9%  | 1,8%  | 1,8%  | 1,8%  |
| Gastos Vtas/ Ing Op      | 28,8% | 28,8% | 28,8% | 28,8% | 28,8% | 28,8% | 28,8% | 28,8% | 28,8% | 28,8% |
| Costo Vtas / Ing Op      | 56,3% | 56,3% | 56,3% | 56,3% | 56,3% | 56,3% | 56,3% | 56,3% | 56,3% | 56,3% |
| Ing no oper / Ing Op     | 1,1%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 0,9%  | 0,9%  | 0,9%  |
| Egre no oper / Ing Op    | 3,5%  | 3,3%  | 3,3%  | 3,3%  | 3,2%  | 3,2%  | 3,2%  | 3,2%  | 3,2%  | 3,2%  |
| Crecimiento en Ventas    | 10,1% | 9,8%  | 9,5%  | 9,2%  | 8,9%  | 8,6%  | 8,3%  | 8,0%  | 7,7%  | 7,4%  |
| Crecimiento en G. Admon  | 8,8%  | 6,5%  | 7,3%  | 6,9%  | 6,1%  | 6,1%  | 6,1%  | 6,1%  | 6,1%  | 6,1%  |
| Crecimiento en G. Ventas | 10,1% | 9,8%  | 9,5%  | 9,2%  | 8,9%  | 8,6%  | 8,3%  | 8,0%  | 7,7%  | 7,4%  |

| <b>EVA</b> |            |            |            |            |            |            |            |             |             |             |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| UODI       | \$ 649,9   | \$ 757,7   | \$ 889,6   | \$ 978,7   | \$ 1.073,8 | \$ 1.173,5 | \$ 1.277,5 | \$ 1.385,5  | \$ 1.497,1  | \$ 1.611,8  |
| CIO        | \$ 7.999,2 | \$ 8.240,7 | \$ 8.507,8 | \$ 8.801,2 | \$ 9.121,5 | \$ 9.469,1 | \$ 9.844,2 | \$ 10.247,0 | \$ 10.677,1 | \$ 11.134,1 |
| ROIC       | 8,3%       | 9,5%       | 10,8%      | 11,5%      | 12,2%      | 12,9%      | 13,5%      | 14,1%       | 14,6%       | 15,1%       |
| EVA        | -\$ 279,7  | -\$ 197,6  | -\$ 100,0  | -\$ 42,0   | \$ 19,0    | \$ 81,6    | \$ 146,1   | \$ 209,3    | \$ 272,8    | \$ 336,1    |

## **ADVERTENCIA**

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de New Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño  
sgaitanr@eafit.edu.co  
Directora de Investigación  
Reportes Burkenroad Colombia  
Departamento de Finanzas  
Universidad EAFIT  
Medellín – Colombia – Suramérica  
Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585