

GRUPO NUTRESA S. A.
 BVC: NUTRESA

Primera cobertura

Fecha de valoración: Marzo 31 de 2015

Recomendación: vender

Precio de la acción y valor del COLCAP

Precio de la acción: COP22.900 (31 de marzo de 2015) Valor del COLCAP: 1.304

El precio que resulta del modelo representa una potencial desvalorización del 10% como resultado de un panorama económico desfavorable en el principal mercado de la empresa.

Se espera una desaceleración de la economía por la reducción del precio del barril de petróleo, el aumento del dólar y la reducción de la inversión extranjera.

El precio objetivo en los próximos doce meses es de COP20.490.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados en millones de COP

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
UODI	474.654	507.239	560.962	595.742	638.285	687.513	757.078
FCL	315.753	-18.692	642.294	662.612	690.488	721.948	769.272
WACC	9,3%	9,2%	9,0%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%
Margen operacional	9,88%	10,09%	10,16%	10,26%	10,37%	10,48%	10,62%
ROIC	15,22%	15,17%	14,16%	14,85%	15,65%	16,52%	17,76%
Margen Ebitda	13,19%	13,69%	13,56%	13,45%	13,37%	13,30%	13,26%
ROE	4,61%	4,43%	4,21%	4,56%	4,86%	5,16%	5,55%
ROA	3,27%	3,08%	3,03%	3,37%	3,66%	3,95%	4,30%

Nota: P = (proyección)
 Fuente: elaboración propia

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: USD4.216.787.652 (13 de marzo de 2015)

Número de acciones ordinarias en circulación: 460.123.458

Volumen promedio diario del último año: 3.805.669.719 del 31/03/2014 al 31/03/2015

Bursatilidad: alta

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia - BVC

Beta desapalancada de la empresa: 0,8

Rango en el último año: Entre COP22.900 y COP29.500

Apreciación global de la compañía

Localización: Medellín, Colombia

Industria: alimentos

Descripción: compañía que tiene por objeto producir, distribuir y comercializar productos alimenticios

Productos y servicios: cárnicos, galletas, chocolates, café, helados, pastas, productos de la empresa Tresmontes Lucchetti (pastas, sopas, bebidas instantáneas, postres, café, té, aceite, chocolate y papas), y alimentos terminados; además, ofrece servicios de comercialización y distribución de sus productos

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

Analistas:

Daniel Faría Maldonado

Melissa Ruiz Sáenz

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

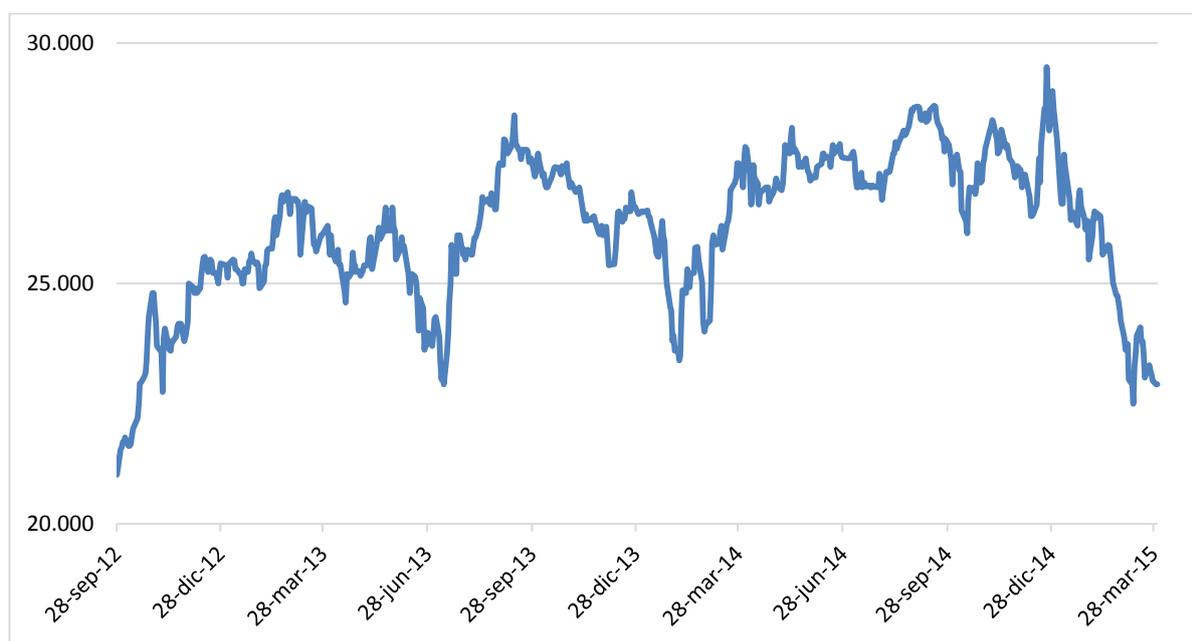
Asesor de investigación:

Luis Fernando Mondragón Trujillo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Entre septiembre de 2012 y marzo de 2015, la acción tuvo un precio promedio de \$26.140, y registró precios que oscilan entre los \$22.900 y \$29.500 (BVC, s.f.). El mayor precio se registró como resultado del anuncio de la compra de las acciones de la sociedad Aldage Inc., que tiene la propiedad de las empresas que conforman el Grupo El Corral, en diciembre de 2014. La caída del precio de las acciones en el primer trimestre de 2015 obedeció de manera indirecta a las fluctuaciones que se han presentado en el mercado colombiano ante los cambios en el precio del dólar, la reducción en el precio del barril de petróleo y el impacto que dichos fenómenos generaron en las empresas y en la economía de Colombia.

Gráfica 1. Precio de la acción del Grupo Nutresa S.A.



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

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se recomienda vender la acción, en lo fundamental, porque existe un escenario económico desfavorable para el país en el que se genera el 65% de las ventas de la empresa, lo cual representará menores tasas de crecimiento en ventas y el ajuste a la baja del precio de la acción en el mercado. De acuerdo con la aplicación de la metodología de flujo de caja libre descontado, el precio de la acción debería aproximarse a los \$20.490, \$2.410 menos respecto del valor actual de la acción en la bolsa de valores. Respecto del análisis de múltiplos, la relación precio/ganancia, y los indicadores precio/EBITDA y EV/EBITDA de la compañía son superiores a los de la industria y el precio de la acción, de acuerdo con el promedio de los indicadores de las empresas del sector, oscilaría entre \$17.454 y \$19.840, lo cual refuerza la hipótesis de que el precio de la acción está sobrevalorado. De conformidad con este escenario, podría presentarse una desvalorización del precio de la acción y ajustarse de acuerdo con las cifras de la compañía, sobre todo por el efecto en los ingresos y la inversión de la empresa ante el crecimiento esperado de la economía en los próximos años y las amenazas que enfrenta la empresa.

TESIS DE INVERSIÓN

Se recomienda vender las acciones de la compañía en lo primordial porque el mercado está sobrevalorando su precio y podría presentarse un ajuste de mercado ante un escenario macroeconómico desfavorable para Colombia. En la actualidad, el precio del petróleo ha disminuido en cerca de un 52% (¿Hay vida después del petróleo?, 2015), desde comienzos del segundo semestre del año 2014, lo cual generó una reducción de los ingresos de la nación y afectó de modo directo la dinámica de crecimiento de la economía del país.

Aun cuando la economía colombiana creció en los últimos años con cifras superiores al 4,5%, las perspectivas económicas apuntan a que en 2015 crecerá entre el 3% y el 3,5% (CEPAL,2015). Además, la producción del petróleo en el corto plazo no se verá afectada, a causa de la capacidad instalada que se tiene, pero dicha situación sí impactará las exploraciones futuras (Fedesarrollo, 2015), lo cual no apunta a mejorar la situación económica de un país cuyas rentas dependen, en parte, a los ingresos generados por el sector de hidrocarburos.

De las ventas del Grupo Nutresa a diciembre de 2014 (Grupo Nutresa, 2015), el 65,1% fueron generadas en el mercado colombiano (COP4.204 miles de millones), por lo cual las condiciones macroeconómicas del país afectan de manera directa los ingresos de la compañía. En el análisis se determinó que la empresa continuará desarrollando sus proyectos estratégicos, tendrá una tasa de crecimiento en ventas de 2015 a 2020 que oscilará entre el 9% y el 11% y una tasa del 3% a partir del año 2020. Es decir, las perspectivas de aumento de las ventas, aun cuando son positivas, son inferiores a los datos históricos por las condiciones macroeconómicas del entorno, lo que podría generar un ajuste del precio de la acción.

En el análisis no se calculó el impacto que tendrían las condiciones macroeconómicas en la cantidad de productos vendidos, ni la elasticidad de las demandas, debido a que la compañía tiene ocho unidades de negocio y más de 4.000 referencias de productos, lo cual dificulta el análisis.

Además, la empresa se enfrenta a amenazas como la volatilidad de los precios de los *commodities* y el dólar, los mismo que a posibles cambios en las tendencias de consumo y las regulaciones en materia de alimentos de los países en los que se comercializan los productos, situaciones que deberá sortear en los próximos años.

VALORACIÓN

Para el caso del Grupo Nutresa S. A. se aplicó la metodología de valoración de flujo de caja libre descontado porque permite estimar los flujos futuros de recursos de la compañía y su costo a precios de hoy, a través de la utilización de la información financiera histórica, de las expectativas frente al crecimiento y de las estrategias de la organización. Se utilizaron los estados financieros históricos y la información estratégica de la empresa para proyectar los flujos de efectivo que ella podría generar, que fueron descontados a valor presente, con la tasa del costo promedio ponderado de capital (WAAC) que necesita para su operación y funcionamiento y se determinó el valor de la compañía y de sus acciones en circulación.

Las ventas se calcularon utilizando como referencia las históricas por país y las expectativas de crecimiento e inflación en el futuro para cada uno. Los resultados se muestran a continuación:

Tabla 1. Proyección de ventas por país (millones de pesos)

Ventas	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
República Dominicana	55.986	62.965	70.813	79.640	89.567	100.731
Venezuela	130.253	104.607	84.010	67.469	54.185	43.516
Perú	171.459	196.514	225.423	258.645	296.411	339.692
Panamá	105.881	113.155	120.928	129.236	138.114	147.601
Nicaragua	25.962	28.522	31.335	34.425	37.821	41.551
México	308.012	397.868	513.937	663.868	857.538	1.107.707
Guatemala	79.520	100.336	125.872	157.906	198.094	248.509
Estados Unidos	241.476	294.267	356.817	427.033	505.866	599.253
El Salvador	27.987	33.593	41.069	50.210	61.386	75.048
Ecuador	75.981	81.781	91.116	98.970	107.476	116.713
Costa Rica	266.714	288.599	313.972	340.962	369.606	400.656
Chile	652.742	722.427	804.371	895.610	997.198	1.110.309
Argentina	3.892	3.709	3.535	3.369	3.211	3.060
Colombia	4.878.018	5.251.168	5.652.862	6.085.284	6.550.784	7.051.894
Total	7.023.883	7.679.510	8.436.061	9.292.627	10.267.255	11.386.240

Nota: P = (proyección)

Fuente: elaboración propia

La tasa del WACC se calculó utilizando las proporciones de deuda y capital que tiene la empresa para su operación, que se financia sobretodo en el patrimonio, o recursos de los accionistas. En la operación se incluyeron variables como la tasa libre de riesgo, calculada como el promedio de los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a diez años, la prima de riesgo de Colombia, el beta apalancado de la industria de alimentos y el indicador de bonos de mercados emergentes.

Como resultado de la valoración, se determinó que se puede presentar un posible ajuste en el precio de la acción de COP22.900 el 31 de marzo de 2015 a COP20.490 a inicios del primer trimestre de 2016, lo que representa una potencial desvaloración del 10%. Ahora bien, frente al análisis de múltiplos realizado, los indicadores de relación precio/ganancia, precio/EBITDA y EV/EBITDA son superiores a los de la industria, lo cual permite concluir que el precio de la acción está sobrevalorado frente a las compañías de la industria y debería ajustarse a la baja. Según los promedio de la industria, los precios deberían ser \$17.906, \$19.840, y \$17.454, de acuerdo con el indicador de relación precio a ganancia, y los índices precio/Ebitda y EV/EBITDA. Es decir, el resultado del análisis por múltiplos es consistente con el resultado de la aplicación del método de flujo de caja libre descontado.

Por último, se realizó un análisis de sensibilidad del cual se concluyó que, ante variaciones en la tasa de crecimiento y el WACC, el precio de la acción oscilaría entre COP15.823 y COP29.952, y, ante variaciones de las inversiones de 2015 y la tasa de crecimiento, se tendrían precios entre COP16.658 y COP27.438.

Tabla 2. Cálculo del WACC

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
D/(D+E)	29%	30%	28%	26%	25%	23%	22%
E/(D+E)	71%	70%	72%	74%	75%	77%	78%
K_e	9,1 %	9,2%	9,1 %	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%
Tasa libre de riesgo	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
S&P 500	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Beta desapalancado de la industria	1,01	1,03	1	0,98	0,96	0,95	0,94
EMBI	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
K_d	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Tasa de impuestos	35%	36%	37%	38%	38%	38%	38%
WACC (pesos)	9,3%	9,2%	9%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%

Nota: P = (proyección)

Fuente: elaboración propia con base en Grupo Nutresa (2015), Damodaran, A. (2015a), Damodaran, A. (2015b), U. S. Department of the Treasury (2015), EMBI Colombia (s.f.)

Tabla 3. Análisis de escenarios: WACC versus G

		G							
		20.493	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
WACC	8,4%	17.819	19.052	20.493	22.201	24.257	26.781	29.952	
	8,7%	17.268	18.412	19.743	21.309	23.179	25.451	28.271	
	8,9%	16.753	17.819	19.052	20.493	22.201	24.257	26.781	
	9,2%	16.273	17.268	18.412	19.743	21.309	23.179	25.451	
	9,4%	15.823	16.753	17.819	19.052	20.493	22.201	24.257	

Fuente: elaboración propia

Tabla 4. Múltiplos del sector

Corporaciones	Precio (USD)	Utilidad por acción	EBITDA (billones de dólares)	Precio de la acción* número de acciones (billones de dólares)	P/VL	RPG	PRECIO/EBITDA	EV/EBITDA
Mondelez International, Inc	36,5	1,3	5,0	60,2	2,1	28,5	12,0	14,7
Nestlé	75,2	4,7	18,1	242,6	NA	16,0	13,4	14,1
Pepsico, Inc.	96,5	4,3	12,4	143,1	8,1	22,7	11,5	13,1
Unilever	43,0	2,0	9,6	121,9	8,3	22,0	12,7	13,7
JBS S. A.	8,7	0,4	3,2	12,9	1,4	19,9	4,0	6,3
Industria					5,0	21,8	10,7	12,4
Nutresa					1,4	29,5	13,1	16,2
Precio de la acción según los múltiplos (mínimo)					24.590	13.161	7.360	6.650
Precio de la acción según los múltiplos (promedio de la industria)					88.692	17.906	19.840	17.454
Precio de la acción según los múltiplos (máximo)					147.538	23.400	24.845	21.535

Fuente: elaboración propia con base en Yahoo Finance (s.f.a), Yahoo Finance (s.f.b), Yahoo Finance (s.f.c), Yahoo Finance (s.f.d), Yahoo Finance (s.f.e)

Tabla 5. Análisis de escenarios: inversión versus G

		Capex en 2015							
		20.493	293.401	443.401	593.401	743.401	893.401	1.043.401	1.193.401
G	1,5%	16.658	16.690	16.722	16.753	16.785	16.817	16.849	
	2,0%	17.667	17.718	17.768	17.819	17.870	17.921	17.972	
	2,5%	18.833	18.906	18.979	19.052	19.125	19.198	19.271	
	3,0%	20.196	20.295	20.393	20.493	20.592	20.692	20.792	
	3,5%	21.810	21.940	22.070	22.201	22.332	22.463	22.595	
	4,0%	23.751	23.919	24.088	24.257	24.427	24.597	24.768	
	4,5%	26.131	26.347	26.564	26.781	27.000	27.218	27.438	

Fuente: elaboración propia

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La industria se dedica sobre todo a la compra de materias primas, su procesamiento y posterior comercialización. En Colombia, las actividades asociadas con la producción de alimentos relacionados con carne, pescado, café, aceites, confiterías, productos de panadería, fideos, macarrones y otros, de acuerdo con la información del DANE, representaron en 2013 y 2014 el 1,5% del producto interno bruto del país (DANE, 2015b), con una producción que ascendió a \$7.446 y \$7.742 miles de millones de la economía colombiana, en su orden, y que tuvo un crecimiento anual en 2014 del 4%.

En Colombia, la industria está regulada por el Instituto Nacional de Vigilancia de Medicamentos y Alimentos (INVIMA), en el marco de la ley 100 de 1993 (Congreso de Colombia, 1993). De acuerdo con la ley 1122 de 2007 (Congreso de Colombia, 2007, artículo 34), dicha institución tiene entre sus funciones

- a. La evaluación de factores de riesgo y expedición de medidas sanitarias relacionadas con alimentos y materias primas para la fabricación de los mismos.
- b. La competencia exclusiva de la inspección, vigilancia y control de la producción y procesamiento de alimentos, de las plantas de beneficio de animales, de los centros de acopio de leche y de las plantas de procesamiento de leche y sus derivados así como del transporte asociado a estas actividades.
- c. La competencia exclusiva de la inspección, vigilancia y control en la inocuidad en la importación y exportación de alimentos y materias primas para la producción de los mismos, en puertos, aeropuertos y pasos fronterizos[...]

No obstante lo anterior, cada país tiene su legislación propia. En Estados Unidos, por ejemplo, la FDA (U. S. Food and Drug Administration) es la entidad encargada de la supervisión de los temas relacionados con alimentos, cuya norma más reciente es la *Food Safety Modernización ACT* (FSMA).

Los principales indicadores de desempeño de la industria están asociados con el incremento de las ventas en término de cantidades, la participación del mercado, el crecimiento del EBITDA, la productividad de las horas-hombre por kilogramo producido, el porcentaje de las ventas que se genera por innovación en los productos, la eficiencia en los costos de producción y la capacidad que tiene la compañía de mantener el aumento de los ingresos en el largo plazo, en términos de posicionamiento de marca, estructura de costos sostenible y

mantenimiento de los activos; por su parte, los determinantes del precio de la industria son, en lo primordial, el costo de materias primas y el impacto del precio del dólar y los combustibles, teniendo en cuenta que parte de los materias primas son importadas y que se transportan sobre todo por vía terrestre.

En ese sentido, en 2014 el mercado colombiano estuvo caracterizado por un duro ambiente competitivo que llevó a los principales actores del mercado a generar innovaciones o incursiones en nuevas categorías. Colombina, por ejemplo, que estaba enfocada en sus inicios hacia dulces, diversificó su portafolio con el lanzamiento de helados, salsas y enlatados y ganó visibilidad en dichas categorías.

De acuerdo con Euromonitor International (2014), en este año se redujo el número de personas por debajo de la línea de pobreza, lo cual expandió la base de consumidores para comida empacada, en especial la población de bajos ingresos, que constituye la mayoría de consumidores. De acuerdo con el reporte del DANE, en el mismo año el 28,5% de las personas estaban en situación de pobreza, 2,1 puntos porcentuales menos que el índice de 2013. Ese hecho, sumado al aumento del ingreso per cápita de los hogares, que, de acuerdo con la misma entidad, creció un 7,6% en 2014 (DANE, 2015a), fueron los más importantes promotores del crecimiento de la industria de la comida empacada.

Por otra parte, dicho aumento en los ingresos en 2014 podría generar en las personas una mayor preocupación por llevar una vida saludable y, a su vez, dificultades en el aumento de las ventas de las categorías de dulces y productos horneados. Además, un significativo aumento en el impuesto al valor agregado (IVA) para 2015 podría afectar de manera negativa la demanda de algunos productos a causa del incremento de sus precios.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura

En el año 1916 se creó la Fábrica Nacional de Galletas y Confites, que se convertiría en 1925 en Fábrica de Galletas Noel y más tarde en Compañía de Galletas Noel S. A. En 1920 se estableció la Compañía Nacional de Chocolates Cruz Roja que con posterioridad se transformaría en la Compañía Nacional de Chocolates S. A., que en el año 1933 se hizo accionista de la compañía galletera con el aporte de maquinaria para la producción de dulces y la marca Dux.

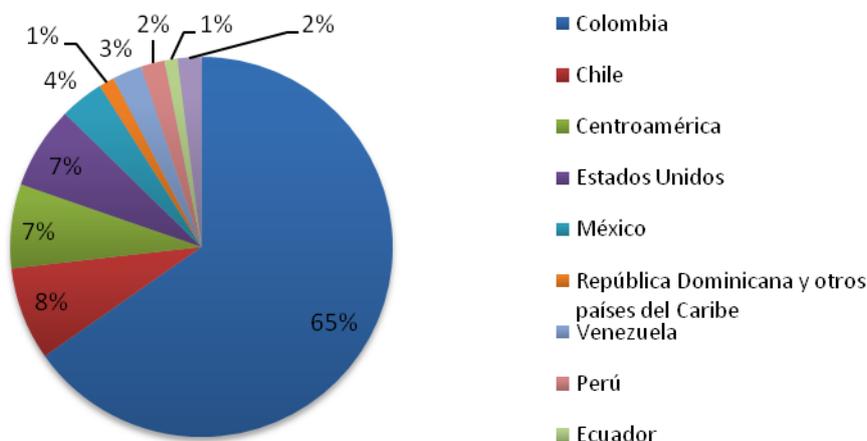
En su primera época, la compañía inició un proceso de diversificación de sus ingresos y productos a través de la creación de las marcas Colcafé y Sello Rojo y la adquisición de compañías y la fusión con otras, lo que le permitió transformarse en una de las empresas más reconocidas del país, con un portafolio que supera las 150 marcas y ventas que a diciembre de 2014 ascendieron a COP6.462 miles de millones (ventas internacionales por USD1.115 millones y en Colombia por COP4.204 miles de millones).

El Grupo Nutresa S. A. es una empresa que trabaja en la producción, comercialización y distribución de alimentos a través de sus ocho categorías de productos: cárnicos, galletas, chocolates, café, helados, pastas, los ofrecidos a través de la empresa Tresmontes Lucchetti (pastas, sopas, bebidas instantáneas, postres, café, té, aceite, chocolate y papas) y los alimentos al consumidor (El Corral, Leños Gourmet, Helados POP y la operación de

Starbucks a partir de 2015). Cada unidad de negocio tiene estructuras organizadas por el tipo de canal en Colombia y cuentan con compañías de distribución internacional. Los servicios administrativos para el funcionamiento de estas categorías los presta la compañía Servicios Nutresa S. A. S.

La empresa ofrece su portafolio en más de 72 países, tiene presencia directa en 15 y 40 plantas de producción en 11 de ellos; sin embargo, su mercado estratégico es Colombia. El 65,1% de las ventas de 2014 se realizaron en el país, seguidas por las de Chile (7,9%), Centroamérica (7,4%), Estados Unidos (7%) y el 12,6% restante en República Dominicana y otros países del Caribe, México, Ecuador, Perú, Venezuela y algunos más. El principal canal de distribución utilizado son las tiendas y autoservicios, en los cuales vende el 60% de los productos, seguido por las cadenas de supermercados, con el 24%, el canal alternativo, con un 7%, el institucional, con 5%, y el 4% restante en la industria.

Gráfica 2. Ventas de Grupo Nutresa a diciembre de 2014 por país



Fuente: elaboración propia con base en Grupo Nutresa (2015)

A diciembre de 2014, el grupo estaba conformado por 73 compañías, agrupadas de la siguiente manera: los ocho negocios en los que participan (cárnicos, galletas, chocolates, cafés, helados, pastas, Tresmontes Lucchetti y alimentos al consumidor), una red internacional de distribución, tres empresas nacionales del mismo tipo y tres compañías que prestan los servicios administrativos: logísticos, de transporte y de soportes a las sociedades del grupo

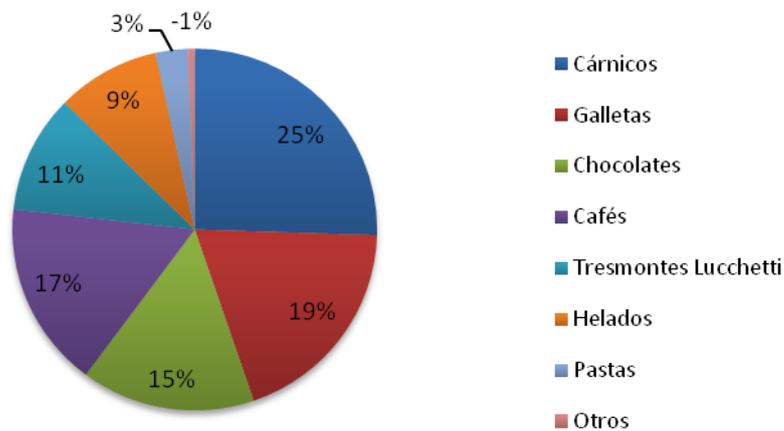
Gráfica 3. Estructura del Grupo Nutresa S. A.



Fuente: Grupo Nutresa (2015)

De las categorías o negocios antes mencionados, los cárnicos, las galletas, los cafés y los chocolates son los principales generadores de ingresos de la compañía y aportaron en 2014 el 25%, el 19%, el 17% y el 15% del EBITDA, en su orden.

Gráfica 4. Porcentaje del EBITDA de 2014 por negocio



Fuente: elaboración propia con base en Grupo Nutresa (2015)

Tabla 6. Análisis DOFA

<p><u>Fortalezas</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Marcas y productos posicionados en la mente de los consumidores: un portafolio de 157 marcas, de las cuales 17 venden más de USD50 millones, 22 están posicionadas con el primer puesto en el mercado, 44 superan los 20 años en el mismo y 28 están posicionadas en varios mercados • Una red de distribución propia que garantiza un mayor control de la entrega de los productos • Procesos de innovación que le permiten la generación de nuevos ingresos • Altos volúmenes de producción que le permiten generar economías de escala y precios competitivos • Acceso a recursos a través del mercado de capitales (Bolsa de Valores de Colombia) para la financiación de la operación y estrategias corporativas 	<p><u>Oportunidades</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Compra de compañías con experiencia en sus mercados locales, que tienen la capacidad de generar utilidades y potencial que permitan acelerar el proceso de crecimiento del grupo • Incentivos para la exportación de productos y participación en ferias comerciales ofrecidos por el Gobierno Nacional • Incursión en nuevos mercados y profundización en los que tiene participación para la adquisición de nuevos clientes y consolidación de su posición en la región • Inversión en plantas de producción en los países en los que solo tiene distribución • Elaboración de productos saludables acordes con las tendencias de consumo actuales (bajos en grasas, azúcar, sal y otros ingredientes)
<p><u>Debilidades</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Alta dependencia del costo de las materias primas • La generación de sus ingresos depende, en lo fundamental, de un mercado: en 2014 el 65% de sus ventas se generaron en Colombia y en algunas categorías no fue posible mantener o aumentar las ventas internacionales • Dificultades en la conformación de los portafolios de productos que se deben ofrecer por cada uno de los canales de distribución, por la variedad de productos y formas de presentación que se tienen disponibles en cada una de las categorías • El principal medio de transporte utilizado para materias primas es el terrestre, cuyo costo depende del precio de la gasolina y de los imprevistos asociados con este tipo de transporte como son el clima, el estado de las vías, la seguridad, etc. 	<p><u>Amenazas</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Guerra de precios con empresas del sector por la captura de mercados • Disminución en las expectativas de consumo de clientes ante una recesión de la economía o posibles signos de crisis económica • La inestabilidad de la tasa de cambio, los tipos de cambio de otras monedas y los precios de los <i>commodities</i> • Relaciones comerciales con mercados con problemas económicos como Venezuela y Argentina • Cambios en las tendencias de consumo (productos más saludables) • Cambios en la legislación o regulación de las normas asociadas con alimentos en los países en los que se distribuyen y comercializan los productos

Fuente: elaboración propia con base en Grupo Nutresa (2015)

Estrategia

En la última década, la empresa internacionalizó sus productos y tuvo acceso a otros mercados a través de la compra, la fusión y la adquisición de compañías con marcas posicionadas y con potencial, que le ha permitido lograr el crecimiento en ventas y alcanzar el EDIBTA esperado. Se destacan, en especial, las alianzas estratégicas con las empresas Bimbo y Alpina, en las cuales la compañía tiene el 30% y 40% de participación, en su orden. Además, la reciente adquisición de la compañía Aldage Inc., sociedad dueña del Grupo El Corral (El Corral tiene nuevo dueño, 2014) por un valor de COP830.000 millones, que le da acceso a una gran cantidad de restaurantes y clientes en Colombia.

La estrategia de la organización es duplicar en el año 2020 las ventas de 2013, con un margen EBITDA entre el 12% y 14%, es decir, aumentar las ventas de COP5.9 billones a COP11.8 billones, para lo cual la empresa está trabajando en el aumento de su productividad, en la adquisición de nuevas compañías que le generen mayores ingresos, en la innovación de sus productos y en la consolidación de las adquisiciones de Tresmontes Lucchetti, Helados Pops, Helados Bon y de la alianza realizada con Alsea para la apertura y funcionamiento de las tiendas de Starbucks en Colombia.

Desarrollos recientes

En la industria de alimentos se ha incrementado la preocupación por el consumo de alimentos saludables, que ayuden a mantener una dieta balanceada y prevenir enfermedades. En ese sentido, el Grupo Nutresa ha trabajado de manera permanente en la reducción de las cantidades de sodio, grasas trans, grasas saturadas, y azúcar de sus productos, y en la inclusión de mayor información nutricional de los mismos en los empaques.

Por otra parte, la compañía creó la unidad de negocios “Alimentos al consumidor”, por medio de la cual se espera la consolidación de las adquisiciones realizadas en los últimos años como son Helados Pops, Helados Bon y El Grupo El Corral. Este último, líder en el mercado de comida casual en el área de hamburguesas y parrilla, cuenta con 345 puntos de venta, incluye restaurantes como El Corral Gourmet, Leños y Carbón y Leños Gourmet y opera marcas como Papa John’s (pizza), Yogen Früz (helado de yogurt) y Krispy Kreme (*doughnuts*), lo cual le permitirá a la compañía incursionar en la venta de alimentos que son consumidos fuera del hogar.

Además, se espera la consolidación de la alianza realizada con Alsea en 2014 para la operación de las tiendas de Starbucks en Colombia y que la empresa continúe el desarrollo de sinergias con Tresmontes Lucchetti y de proyectos que le permitan incursionar en el mercado de Asia, que se espera iniciará con la comercialización de café mediante la alianza estratégica realizada con Mitsubishi Corporation en 2014.

Análisis de los competidores

El Grupo Nutresa es una compañía multinacional que vende productos de consumo masivo y sus competidores son empresas de talla mundial y grandes organizaciones que pueden competir por una participación en el mercado local o internacional en las categorías de

productos que tiene el grupo. Se distinguen, en lo primordial, empresas como Kraft, Nestlé de Colombia S. A., Unilever, Mondelez International Inc., Pepsico, JBS S. A. y Tyson Foods Inc. Para el presente análisis no fue posible determinar la participación de mercado por empresa, debido a que cada una de ellas tiene una participación distinta en cada país que opera, por producto y por línea de negocio.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Para la compañía, el personal es uno de sus activos más valiosos y su ambiente laboral se construye con las bases de la participación, el desarrollo de las competencias, el liderazgo y un equilibrio en la vida de sus empleados.

La empresa ha implementado prácticas internacionales en lo referente a gobierno corporativo y sostenibilidad, lo cual les genera confianza a los inversionistas y a los grupos de interés. Como resultado de esa buena gestión, el Grupo Nutresa fue incluido en los índices de sostenibilidad mundial y de mercados emergentes 2014 de Dow Jones y recibió reconocimientos como “Impulsores de la Industria” y “Clase Plata” de Robeco SAM en el Anuario de Sostenibilidad 2015 (Grupo Nutresa, 2015).

La junta directiva está compuesta por siete miembros principales y siete suplentes (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015c), de los cuales el 58% son independientes a la compañía, con experiencia en cargos del nivel directivo, en el manejo de temas públicos de interés nacional y en el funcionamiento del mercado de valores y que contribuyen, desde su visión, a la toma de decisiones de la compañía.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

El 71% de la compañía se encuentra en manos de 20 accionistas; el Grupo de Inversiones Suramericana S. A. y el Grupo Argos S. A. son los que poseen las mayores participaciones accionarias, con el 35,1% y el 8,4%, en su orden.

Tabla 7. Información sobre los principales accionistas a marzo de 2015

Accionista	Número de acciones	Participación porcentual
Grupo de Inversiones Suramericana S. A.	161.313.707	35,1
Grupo Argos S. A.	38.566.145	8,4
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir de riesgo moderado	26.715.393	5,8
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección de riesgo moderado	20.079.337	4,4
Amalfi S. A.	11.296.142	2,5
Microinversiones S. A. S.	10.751.984	2,3
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos	8.331.526	1,8
Inversiones El Duero S. A. S.	6.997.636	1,5
Fondo Bursátil Ishares Colcap	5.697.180	1,2
Libreville S. A. S.	5.514.904	1,2
Norges Bank	5.055.518	1,1
Fundación Fraternidad Medellín	4.520.000	1,0
Finesterre S. A. S. & Cía. S. C. A.	3.806.654	0,8
New World Fund Inc.	3.341.557	0,7

Accionista	Número de acciones	Participación porcentual
Palacio Restrepo Clara Inés	2.804.653	0,6
Consultorías de Inversiones S. A.	2.494.677	0,5
Old Mutual Fondo de Pensiones Obligatorias	2.363.183	0,5
Palacio Restrepo Ana María	2.343.636	0,5
Canapa S. A. S.	2.288.981	0,5
Lunapa S. A. S.	2.288.980	0,5
Otros accionistas con menor participación	133.551.665	29,0
Total	460.123.458	100

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2015c)

Los dividendos por distribuir cada año se determinan en la asamblea de accionistas que se realiza en el mes de marzo de cada vigencia. Para el período de abril de 2015 a marzo de 2016, la asamblea decretó un dividendo ordinario de COP38,5 (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015b) por acción y por mes sobre las 460.123.458 acciones en circulación, lo cual representa un aumento del 6,5% respecto del dividendo pagado en 2014.

La acción del Grupo Nutresa se transa en la Bolsa de Valores de Colombia con un alto índice de bursatilidad; hay 460.123.458 acciones en circulación y 19.876.452 en reserva, una capitalización bursátil de USD4.216.787.652 y un índice de bursatilidad accionaria de 8.4694 (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015a). Durante el último año ha tenido, en promedio, un volumen de negociación diario de COP3.805.669.719.

RIESGOS DE INVERSIÓN

- Riesgo de mercado

La empresa vende sus productos en mercados en los que también tienen participación multinacionales que pueden competir, desde el punto de vista financiero, por precios o por diferenciación, lo que hace que más difícil la entrada a nuevos mercados y podría representar barreras para el crecimiento de la compañía. Además, la creciente tendencia al consumo de alimentos más saludables podría generar una reducción en la compra de productos con alto contenido de azúcar, como chocolates o galletas. Por lo anterior, la empresa adelanta procesos de innovación que le permitan ofrecer productos de acuerdo con las cambiantes necesidades de los consumidores y trabaja de manera permanente en el posicionamiento de marca de sus productos.

- Riesgo de tipo de cambio

Existe un riesgo de tipo de cambio asociado con los ingresos percibidos en dólares americanos por concepto de las ventas, al costo de las materias primas (*commodities*) adquiridas en otros países y al pago de deudas adquiridas en dicha divisa, frente a lo cual la empresa realiza operaciones financieras de derivados con el objetivo de cubrirse ante la volatilidad del dólar y está en permanente búsqueda de nuevos proveedores y precios competitivos para sus insumos.

- Riesgo operativo

En la transformación de los alimentos se pueden presentar errores en los procesos de producción, empaque, almacenamiento o distribución de los productos, ocasionados por fallas del personal o del procedimiento y que pueden generar problemas de salud en las personas, daños en las fábricas o en las máquinas que transforman las materias primas, o perjuicios a la salud de los empleados y cuyo costo por lo general debe ser asumido con recursos.

- Riesgo financiero

La variación de las tasas de interés podría encarecer el costo de la deuda con entidades financieras y aumentar los gastos financieros, afectando el flujo de efectivo, la rentabilidad y los niveles de endeudamiento. Además, existe un riesgo en las inversiones temporales y permanentes que ha realizado la compañía en activos financieros o en otras empresas, en los que el grupo ha depositado sus recursos, lo mismo que un riesgo asociado con la liquidez, es decir, el acceso permanente a fuentes de financiación que le permitan financiar la operación. Para lo último la compañía cuenta con el efectivo de sus operaciones, el acceso a líneas de crédito y la posibilidad de realizar emisiones de acciones o de contraer deuda a mediano o largo plazo.

- Riesgo legal o de regulación

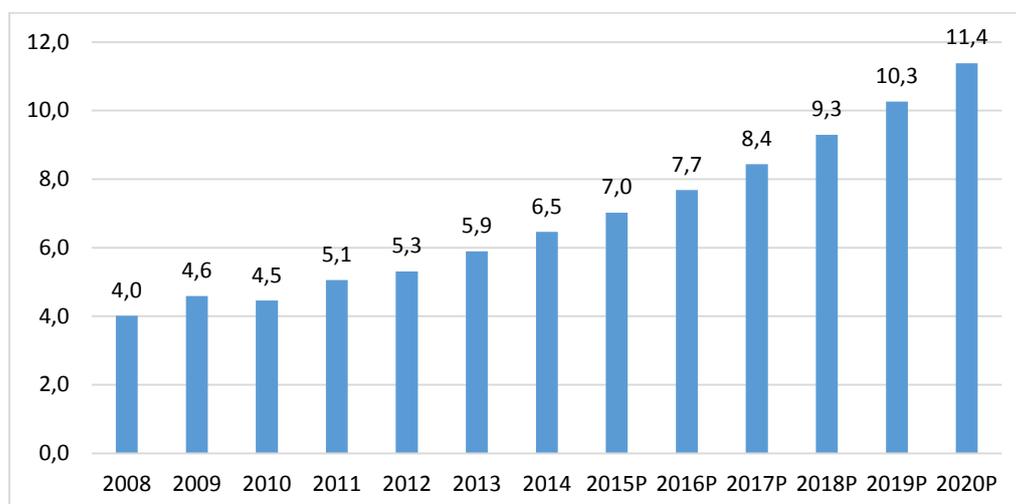
Existe un riesgo asociado con la expedición de nuevas normas asociadas con la producción, comercialización y distribución de alimentos para cada uno de los países en los que se distribuyen los productos. Es posible que se genere legislación propia de un país que impida o dificulte la entrada de productos al mismo, por lo cual es necesario estar atentos a los requerimientos legales al respecto, para cumplir todas las exigencias y evitar barreras de acceso a los productos de la empresa.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Supuestos de operación

Ingresos operacionales

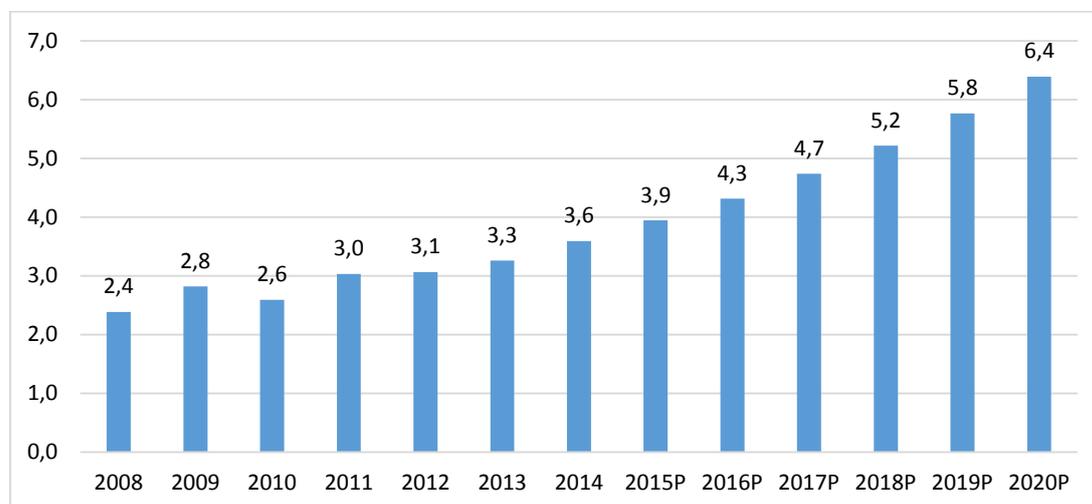
Las ventas de la compañía se estimaron por país, teniendo en cuenta el comportamiento de las mismas en vigencias anteriores y las expectativas de crecimiento para cada país. La proyección de ventas no se realizó para cada una de las unidades de negocio de la compañía debido a una restricción en el acceso de la información. En la proyección de las ventas en Colombia se utilizaron porcentajes superiores porque se espera la incorporación de las ventas del Grupo El Corral a la empresa.

Gráfico 5. Evolución de ingresos operacionales (billones de \$)

Nota: P = (proyección)
 Fuente: elaboración propia

Costo de ventas

La proyección del costo de ventas de 2015 a 2020 se realizó utilizando el promedio del margen bruto de 2012, 2013 y 2014.

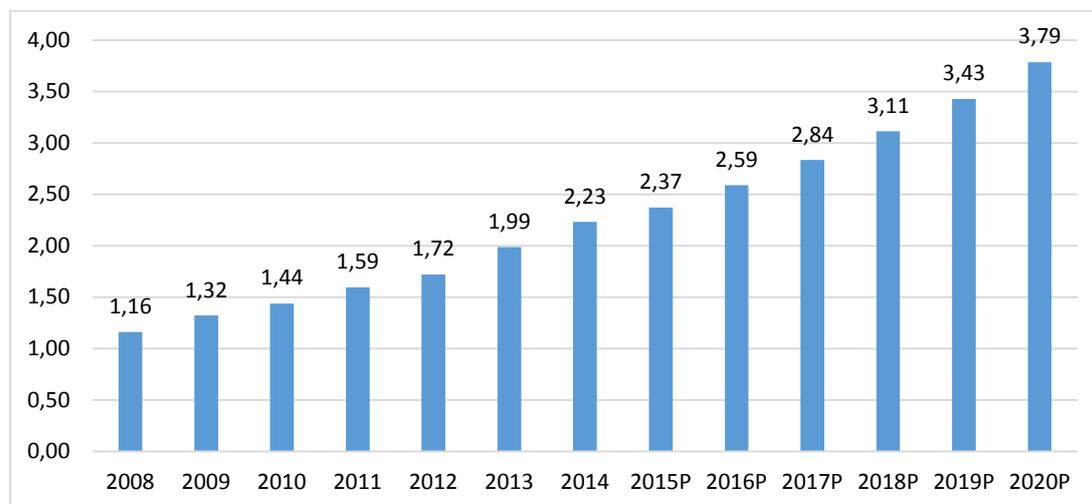
Gráfica 6. Evolución del costo de ventas (billones de \$)

Nota: P = (proyección)
 Fuente: elaboración propia

Gastos operacionales de ventas, administración y producción

Para la proyección se estimó el margen operacional, utilizando el promedio del margen de 2012, 2013, y 2014, y se proyectó por país la utilidad operacional, de lo cual se estimaron los gastos operacionales. Con posterioridad, los resultados por país se agregaron, para determinar así los gastos operacionales y la utilidad operacional consolidados.

Gráfica 7. Evolución de gastos operacionales (billones de \$)



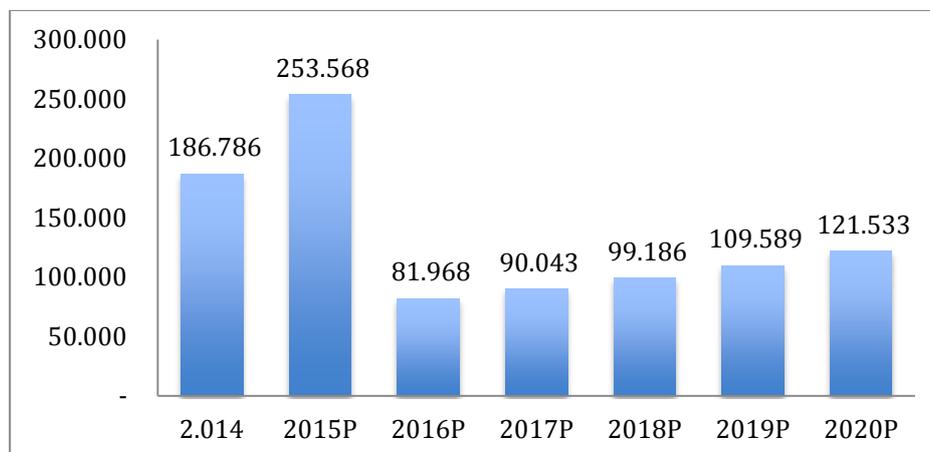
Nota: P = (proyección)
Fuente: elaboración propia

Supuestos de inversión

Inversiones en propiedad, planta y equipo

Para determinar las nuevas inversiones de propiedad, planta y equipo se estimó el porcentaje de las inversiones realizadas de 2010 a 2012 respecto de las ventas de dichos años, las cuales oscilaron entre 0,2% y 2,4% de las ventas en cada una de las vigencias. Para 2015 se incluyó en las inversiones la adquisición de las empresas del Grupo El Corral y se espera alcanzar inversiones hasta del 3,6% de las ventas. De 2016 a 2020, las inversiones estarán alrededor del 1,1% de las ventas, debido a que la empresa concentrará gran parte de sus esfuerzos en adelantar sinergias con las compañías adquiridas y su fortalecimiento con las nuevas empresas que hacen parte del Grupo Nutresa S. A.

Gráfica 8. Inversiones en propiedad, planta y equipo (millones de \$)



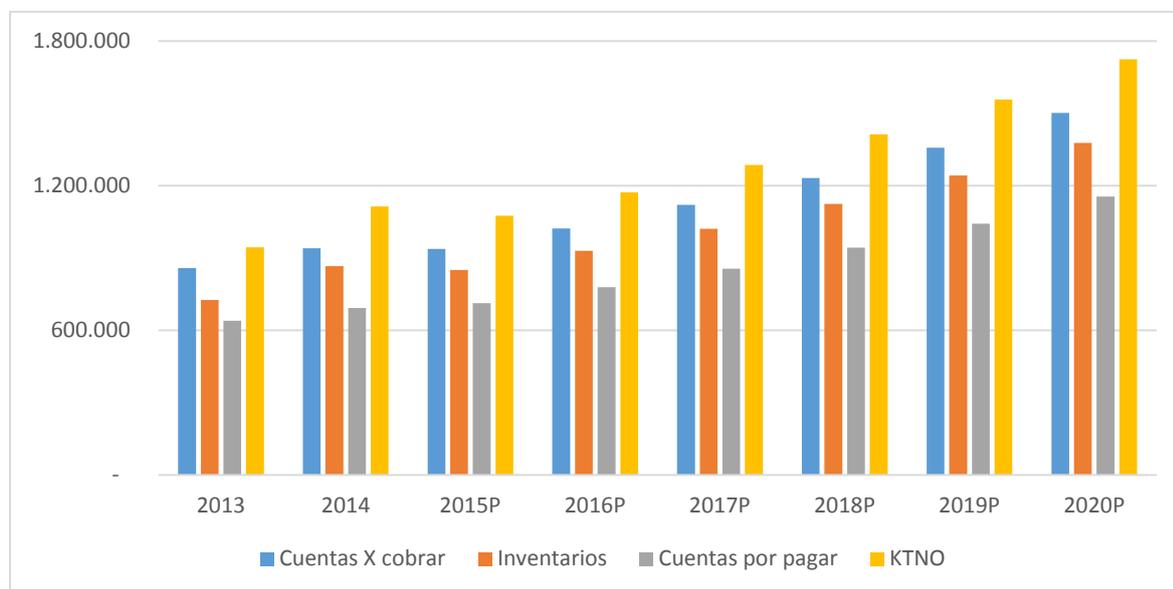
Nota: P = (proyección)
Fuente: elaboración propia

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 y 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.

Capital de trabajo

Se determinaron los promedios de rotación de las cuentas por pagar, inventarios y deudores de 2008 a 2104, que se utilizaron para la proyección del capital de trabajo neto operativo.

Gráfica 9. Evolución del capital de trabajo neto operativo (millones de \$)



Nota: P = (proyección)
Fuente: elaboración propia

Hipótesis financieras

La empresa financia sus operaciones en lo primordial con recursos de los accionistas; de 2008 a 2014 la relación deuda/patrimonio se mantuvo entre el 35% y el 40%; el máximo nivel de endeudamiento frente a los activos fue el de 2013 (30%). En adelante se realizaron las proyecciones de los balances financieros y, al tener en cuenta las inversiones que se espera realizará la empresa, se estima que el nivel de endeudamiento oscilará entre 22% y 30% de 2015 a 2020.

Para la proyección de la deuda y su costo asociado se utilizaron los valores históricos de endeudamiento pagaderos en el corto y el largo plazo y se promedió la tasa de interés de la deuda con entidades financieras para realizar la proyección, que se estimó en 6,8% efectivo anual para las deudas de corto y de largo plazo. Además, al tener en cuenta la adquisición de las empresas del Grupo El Corral al finalizar la vigencia 2014, se incluyó la deuda adquirida para su financiación en la proyección de los estados financieros de 2015 y las vigencias siguientes.

Impuestos

En las proyecciones se utilizó una tasa impositiva del 34% para la vigencia 2014, la cual aumentó en 1% cada vigencia, y se mantuvo en 38% para los años 2018, 2019 y 2020.

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Bolsa de Valores de Colombia (BVC) (s.f.) *Reporte de mercado de renta variable – Acción Grupo Nutresa*. Recuperado el 2 de abril de 2015, de: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>

Congreso de Colombia (1993). Ley 100, de 29 de diciembre de 1993, por la cual se crea el sistema de seguridad social integral y se dictan otras disposiciones. Bogotá: Congreso de Colombia. *Diario Oficial*, 41.148. Recuperado el 5 de febrero de 2015, de: http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0100_1993.html

Congreso de Colombia (2007). Ley 1122, de 28 de enero de 2007, por la cual se hacen algunas modificaciones al Sistema General de Seguridad en Salud y se dictan otras disposiciones. Bogotá: Congreso de Colombia. *Diario Oficial*, 46.506. Recuperado el 5 de febrero de 2015, de: <http://www.mintic.gov.co/portal/604/w3-article-3655.html>

Crecimiento del país será octavo de la región: CEPAL (2015, 7 de abril). *El Tiempo*. Recuperado el 9 de abril de 2015, de: <http://www.eltiempo.com/economia/indicadores/crecimiento-economico-de-colombia-segun-la-cepal/15532925>

Damodaran, A. (2015a, 5 de enero). *Betas by sector*. *NYU Stern*. Recuperado el 13 de febrero de 2015, de: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/spearn.htm

Damodaran, A. (2015b, enero). *S&P earnings: 1960-current*. *NYU Stern*. Recuperado el 13 de febrero de 2015, de: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (2015a, 24 de marzo). *Pobreza monetaria y multidimensional*. Recuperado el 30 de marzo de 2015, de: http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/condiciones_vida/pobreza/pres_pobreza_2014.pdf

Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (2015b, marzo). *Serie producto interno bruto por ramas de actividad económica*. Recuperado el 15 de mayo de 2015, de: <http://www.dane.gov.co/index.php/cuentas-economicas/cuentas-trimestrales>

El Corral tiene nuevo dueño (2014, 28 de noviembre). *El Tiempo*. Recuperado el 6 de abril de 2015, de: <http://www.eltiempo.com/economia/empresas/grupo-nutresa-compra-de-el-corral/14897495>

EMBI Colombia (s.f.). *Ambito Financiero*. Recuperado el 6 de abril de 2015, de: <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=4>

Euromonitor International (2014). *Package food in Colombia*. Recuperado el 5 de febrero de 2015, de: <http://www.euromonitor.com/packaged-food-in-colombia/report>

Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, FEDESARROLLO (2015, marzo). Perspectivas actuales del mercado de petróleo. *Tendencia económica. Informe mensual de Fedesarrollo*, 153, 7-14. Recuperado el 15 de mayo de 2015, de: http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/T.E.-No.-153_Web.pdf

Grupo Nutresa (2009). *Informe anual y de sostenibilidad 2008*. Recuperado el 5 de abril de dos mil quince, de: http://www.gruponutresa.com/es/informes_anuales

Grupo Nutresa (2011). *Informe anual y de sostenibilidad 2010*. Recuperado el 5 de abril de 2015, de: http://www.gruponutresa.com/es/informes_anuales

Grupo Nutresa (2013). *Informe anual y de sostenibilidad 2012*. Recuperado el 5 de abril de 2015, de: http://www.gruponutresa.com/es/informes_anuales

Grupo Nutresa (2015). *Informe integrado 2014*. Recuperado el 5 de abril de 2015, de: http://www.gruponutresa.com/es/informes_anuales

¿Hay vida después del petróleo? (2015, 30 de abril). *Dinero*, número especial, 10

Superintendencia Financiera de Colombia (2015a, 24 de julio). *Comportamiento de la acción Grupo Nutresa*. Recuperado el 30 de junio de 2015, de: https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/MercadoAccionario/Precios/Diarios/d_cot04paa003.htm

Superintendencia Financiera de Colombia (2015b, 27 de marzo de 2015.) *Proyecto Utilidad o Perdida aprobado por Asamblea*. Recuperado el 5 de abril de 2015, de: https://www.superfinanciera.gov.co/reportes/?MIval=Eventual_informe_entidad&Tipo_Entidad=066&Codigo_Entidad=032&dibujo=simevcab.gif&titulo=Entidades%20Encontradas

Superintendencia Financiera de Colombia (2015c, s.f.). *Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE*. Recuperado el 12 de junio de 2015, de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=80102>

U. S. Department of the Treasury (2015). *Daily treasury yield curve rates*. Recuperado el 6 de abril de 2015, de: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>

Yahoo Finance (s.f.a) *Reporte acción JBS S.A. (JBSAY)*. Recuperado el 5 de mayo de 2015, de:

http://finance.yahoo.com/q;_ylt=Aq31QHfyYcSi1x9GpZilea4nv7gF;_ylc=X1MDMjE0MjQ3ODk0OARfcgMyBGZyA3VoM19maW5hbmNlX3dlY19ncwRmcjIDc2EtZ3AEZ3ByaWQDBG5fZ3BzAzIEb3JpZ2luA2ZpbmFuY2UueWFob28uY29tBHBvcwMx BHBxc3RyAwRxdWVyeQNKQINBWSwEc2FjAzEEc2FvAzE-?p=http%3A%2F%2Ffinance.yahoo.com%2Fq%3F%3DJBSAY%26q1%3D0&uhb=uhb2&fr=uh3_finance_vert_gs&s=JBSAY

BALANCE HISTÓRICO. Millones de Pesos (´000.000 COP)

	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
ACTIVO							
Activo corriente							
Disponibles y equivalentes de efectivo	200.123	152.572	133.389	193.087	291.812	415.478	374.060
Deudores, neto	645.639	510.929	568.234	629.188	657.872	829.822	909.123
Inventarios, neto	528.465	494.120	553.016	601.866	555.796	725.323	865.567
Diferidos y otros activos	14.044	53.805	52.187	34.453	32.215	47.694	37.520
Total activo corriente	1.388.271	1.211.426	1.306.826	1.458.594	1.537.695	2.018.317	2.186.270
Activo no corriente							
Inversiones permanentes, neto	299.414	335.272	330.481	329.071	330.090	357.830	380.790
Deudores	10.992	12.600	18.022	21.443	23.988	27.477	30.858
Propiedades, planta y equipo, neto	767.527	977.261	988.793	1.009.855	1.135.785	1.456.074	1.625.659
Intangibles, neto	543.336	748.013	853.564	900.384	1.025.441	2.038.332	2.054.699
Diferidos y otros activos	58.226	44.637	31.717	114.271	32.150	70.031	64.866
Valorizaciones	2.268.787	3.599.917	4.555.288	4.097.551	4.866.415	4.612.437	5.187.750
Total activo no corriente	3.948.282	5.717.700	6.777.865	6.472.575	7.413.869	8.562.181	9.344.622
TOTAL ACTIVO	5.336.553	6.929.126	8.084.691	7.931.169	8.951.564	10.580.498	11.530.892
PASIVO							
Pasivo corriente							
Obligaciones financieras	349.791	210.544	259.639	54.652	96.662	407.588	450.795
Proveedores	163.812	124.270	165.155	163.168	170.648	299.136	298.022
Cuentas por pagar	172.987	138.138	208.876	217.086	259.456	339.570	393.665
Impuestos, gravámenes y tasas	61.484	52.025	68.247	95.488	119.215	159.523	128.889
Obligaciones laborales	72.945	76.434	78.624	89.949	102.371	131.144	124.526
Pasivos estimados y provisiones	41.238	47.209	11.540	12.708	5.559	8.241	9.516
Diferidos y otros pasivos	8.788	2.514	1.983	5.031	3.761	3.159	4.249
Total Pasivo Corriente	871.045	651.134	794.064	638.082	757.672	1.348.361	1.409.662
Pasivo no corriente							
Obligaciones financieras	535.026	804.613	866.687	624.946	593.692	1.589.149	1.672.214
Cuentas por pagar	160	3.475	162	158	166	167	167
Impuestos, gravámenes y tasas	-	-	-	37.334	18.988	-	-
Obligaciones laborales	2.417	1.377	9.763	6.480	7.598	7.234	7.091
Pasivos estimados y provisiones	22.590	18.651	20.111	20.900	22.729	45.943	47.907
Diferidos y otros pasivos	38.131	59.636	58.990	112.430	125.467	159.573	171.346
Total Pasivo No Corriente	598.324	887.752	955.713	802.248	768.640	1.802.066	1.898.725
TOTAL PASIVO	1.469.369	1.538.886	1.749.777	1.440.330	1.526.312	3.150.427	3.308.387
INTERES MINORITARIO	2.751	3.611	11.268	16.209	16.294	19.209	23.731
PATRIMONIO							
Capital social	2.176	2.176	2.176	2.301	2.301	2.301	2.301
Superávit de capital	24.457	24.457	24.457	546.831	546.831	546.831	546.831
Reservas	584.597	751.711	836.800	942.473	1.029.856	1.282.573	1.464.035
Revalorización del patrimonio	686.565	796.374	765.036	735.002	795.117	761.782	815.898
Efecto conversión estados financieros	-	-	(117.715)	(101.048)	(162.791)	(173.546)	(193.586)
Resultados del ejercicio	299.051	213.274	263.239	253.511	345.507	380.235	377.571
Superávit por valorización	2.267.587	3.598.637	4.549.653	4.095.560	4.852.137	4.610.686	5.185.724
TOTAL PATRIMONIO	3.864.433	5.386.629	6.323.646	6.474.630	7.408.958	7.410.862	8.198.774
TOTAL PASIVO, PATRIMONIO E INTERÉS MINORITARIO	5.336.553	6.929.126	8.084.691	7.931.169	8.951.564	10.580.498	11.530.892

Fuente: Grupo Nutresa (2015), Grupo Nutresa (2013), Grupo Nutresa (2011), Grupo Nutresa (2009)

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.

BALANCE PROYECTADO. Millones de Pesos (´000.000 COP)

	<u>2015P</u>	<u>2016P</u>	<u>2017P</u>	<u>2018P</u>	<u>2019P</u>	<u>2020P</u>
ACTIVO						
Activo Corriente						
Disponible y equivalentes de efectivo	333.251	364.357	400.252	440.892	487.134	540.224
Deudores, neto	899.726	983.708	1.080.619	1.190.341	1.315.186	1.458.523
Inventarios, neto	849.478	928.771	1.020.269	1.123.864	1.241.736	1.377.068
Diferidos y otros activos	46.742	51.105	56.139	61.839	68.325	75.772
Total Activo Corriente	2.129.196	2.327.941	2.557.279	2.816.936	3.112.381	3.451.587
Activo no corriente						
Inversiones permanentes, neto	380.790	380.790	380.790	380.790	380.790	380.790
Deudores	37.720	38.731	39.810	40.966	42.209	43.553
Propiedades, planta y equipo, neto	1.879.227	1.961.196	2.051.239	2.150.425	2.260.014	2.381.547
Intangibles, neto	2.619.502	2.658.173	2.696.844	2.735.515	2.774.187	2.812.858
Diferidos y otros activos	64.866	64.866	64.866	64.866	64.866	64.866
Valorizaciones	5.577.288	5.996.075	6.446.309	6.930.350	7.450.736	8.010.197
Total Activo No Corriente	10.559.393	11.099.831	11.679.859	12.302.912	12.972.802	13.693.810
TOTAL ACTIVO	12.688.589	13.427.772	14.237.138	15.119.848	16.085.183	17.145.396
PASIVO						
Pasivo corriente						
Obligaciones financieras	480.021	404.600	390.871	381.977	374.150	367.257
Proveedores	280.188	306.337	336.510	370.673	409.546	454.179
Cuentas por pagar	432.141	472.471	519.009	571.699	631.654	700.492
Impuestos, gravámenes y tasas	162.590	177.764	195.273	215.098	237.656	263.555
Obligaciones laborales	142.331	155.614	170.942	188.296	208.043	230.716
Pasivos estimados y provisiones	9.188	10.045	11.035	12.155	13.430	14.893
Diferidos y otros pasivos	4.441	4.856	5.334	5.875	6.492	7.199
Total Pasivo Corriente	1.510.900	1.531.688	1.628.974	1.745.773	1.880.970	2.038.291
Pasivo no corriente						
Obligaciones financieras	2.079.767	1.930.969	1.788.748	1.653.974	1.527.673	1.411.100
Cuentas por pagar	167	167	167	167	167	167
Impuestos, gravámenes y tasas	-	-	-	-	-	-
Obligaciones laborales	7.600	7.705	8.194	8.782	9.462	10.253
Pasivos estimados y provisiones	51.348	52.054	55.360	59.330	63.924	69.271
Diferidos y otros pasivos	183.652	186.178	198.004	212.201	228.634	247.757
Total Pasivo No Corriente	2.322.533	2.177.073	2.050.473	1.934.453	1.829.860	1.738.548
TOTAL PASIVO	3.833.433	3.708.761	3.679.447	3.680.227	3.710.830	3.776.839
INTERES MINORITARIO	23.731	23.731	23.731	23.731	23.731	23.731
PATRIMONIO						
Capital social	2.301	2.301	2.301	2.301	2.301	2.301
Superávit de capital	546.831	546.831	546.831	546.831	546.831	546.831
Reservas	1.633.585	2.055.051	2.363.455	2.678.366	3.001.292	3.321.313
Revalorización del patrimonio	815.898	815.898	815.898	815.898	815.898	815.898
Efecto conversión estados financieros	(138.775)	(138.775)	(138.775)	(138.775)	(138.775)	(138.775)
Resultados del ejercicio	390.609	407.147	479.280	553.323	634.668	737.713
Superávit por valorización	5.575.110	5.993.734	6.443.791	6.927.643	7.447.826	8.007.069
TOTAL PATRIMONIO	8.825.559	9.682.187	10.512.782	11.385.587	12.310.041	13.292.350
TOTAL PASIVO, PATRIMONIO	12.682.723	13.414.678	14.215.960	15.089.544	16.044.602	17.092.919

E INTERÉS MINORITARIO

Nota: P = (proyección) Fuente: elaboración propia

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 y 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.

ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO. Millones de Pesos (´000.000 COP)

	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
Ingresos operacionales	4.009.727	4.588.366	4.458.858	5.057.383	5.305.782	5.898.466	6.461.752
Costo de ventas	(2.384.094)	(2.818.189)	(2.587.908)	(3.030.202)	(3.064.460)	(3.260.968)	(3.591.978)
Utilidad bruta	1.625.633	1.770.177	1.870.950	2.027.181	2.241.322	2.637.498	2.869.774
Gastos operacionales							
Administración	(183.777)	(218.875)	(212.941)	(250.061)	(270.303)	(347.578)	(408.021)
Ventas	(975.970)	(1.102.578)	(1.103.652)	(1.221.302)	(1.326.976)	(1.505.166)	(1.703.834)
Producción	-	-	(121.613)	(123.323)	(122.931)	(134.527)	(119.579)
Utilidad operacional	465.886	448.724	432.744	432.495	521.112	650.227	638.340
Otros Ingresos (Egresos) - Neto							
Ingresos por dividendos y financieros	124.919	149.522	81.216	105.789	96.140	81.465	136.488
Gastos financieros	(202.076)	(216.253)	(150.930)	(150.930)	(117.209)	(121.689)	(202.635)
Otros ingresos y egresos, neto	(16.167)	(86.953)	(22.036)	(22.036)	(13.923)	(54.865)	(28.525)
Total otros ingresos (egresos) - no operacionales	(93.324)	(153.684)	(91.750)	(67.177)	(34.992)	(95.089)	(94.672)
Utilidad antes de provisión para impuesto de renta e interés minoritario	372.562	295.040	340.994	369.568	486.120	555.138	543.668
Provisión para impuesto sobre la renta	(73.232,0)	(81.309,0)	(76.993,0)	(113.919,0)	(138.457,0)	(174.487,0)	(163.686,0)
Utilidad antes de interés minoritario	299.330	213.731	264.001	255.649	347.663	380.651	379.982
Interés minoritario	(279)	(457)	(762)	(2.138)	(2.156)	(416)	(2.411)
Utilidad neta	299.051	213.274	263.239	253.511	345.507	380.235	377.571

Fuente: Grupo Nutresa (2015), Grupo Nutresa (2013), Grupo Nutresa (2011), Grupo Nutresa (2009)

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Millones de Pesos ('000.000 COP)

	<u>2015P</u>	<u>2016P</u>	<u>2017P</u>	<u>2018P</u>	<u>2019P</u>	<u>2020P</u>
Ingresos operacionales	7.023.883	7.679.510	8.436.061	9.292.627	10.267.255	11.386.240
Costo de ventas	(3.943.053)	(4.311.044)	(4.735.670)	(5.216.442)	(5.763.497)	(6.391.606)
Utilidad bruta	3.080.830	3.368.466	3.700.391	4.076.185	4.503.758	4.994.634
Gastos operacionales						
Administración	(432.635)	(472.914)	(518.904)	(570.646)	(629.012)	(695.260)
Ventas	(1.813.106)	(1.979.835)	(2.170.083)	(2.384.073)	(2.626.162)	(2.902.184)
Producción	(126.626)	(135.522)	(146.066)	(158.213)	(172.081)	(187.966)
Utilidad operacional	708.462	780.194	865.337	963.253	1.076.503	1.209.225
Otros Ingresos (Egresos) – Neto						
Ingresos por dividendos y financieros	148.362	162.210	178.190	196.283	216.870	240.505
Gastos financieros	(233.985)	(282.124)	(257.412)	(240.224)	(224.390)	(209.607)
Otros ingresos y egresos, neto	(31.006)	(33.901)	(37.240)	(41.022)	(45.324)	(50.264)
Total otros ingresos (egresos) – no operacionales	(116.630)	(153.815)	(116.462)	(84.963)	(52.844)	(19.366)
Utilidad antes de provisión para impuesto de renta e interés minoritario	591.832	626.380	748.875	878.290	1.023.659	1.189.859
Provisión para impuesto sobre la renta	(201.222,9)	(219.233,0)	(269.595,0)	(324.967,3)	(388.990,3)	(452.146,4)
Utilidad antes de interés minoritario	390.609	407.147	479.280	553.323	634.668	737.713
Interés minoritario	-	-	-	-	-	-
Utilidad neta	390.609	407.147	479.280	553.323	634.668	737.713

Nota P=(Proyección)

Fuente: Elaboración propia

FLUJO DE CAJA LIBRE

	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
Utilidad operativa	465.886	448.724	432.744	432.495	521.112	650.227	638.340
Impuestos	73.232	81.309	76.993	113.919	138.457	174.487	163.686
Utilidad operativa después de impuestos	392.654	367.415	355.751	318.576	382.655	475.740	474.654
Depreciaciones	92.311	91.033	90.165	95.192	99.098	113.107	130.308
Amortizaciones	77.323	20.865	15.256	40.444	34.501	55.895	83.889
Flujo de Caja Bruto	562.288	479.313	461.172	454.212	516.254	644.742	688.851
Delta KTNO	-	(96.371)	13.313	107.006	(64.699)	136.363	169.945
Efectivo que genera la operación	-	575.684	447.859	347.206	580.953	508.379	518.906
CAPEX	-	413.133	10.664	26.089	129.836	1.347.189	203.153
Flujo de Caja Libre	-	162.551	437.195	321.117	451.117	(838.810)	315.753

Fuente: Grupo Nutresa (2015), Grupo Nutresa (2013), Grupo Nutresa (2011), Grupo Nutresa (2009)

FLUJO DE CAJA LIBRE

	<u>2015P</u>	<u>2016P</u>	<u>2017P</u>	<u>2018P</u>	<u>2019P</u>	<u>2020P</u>
Utilidad operativa	708.462	780.194	865.337	963.253	1.076.503	1.209.225
Impuestos	201.223	219.233	269.595	324.967	388.990	452.146
Utilidad operativa después de impuestos	507.239	560.962	595.742	638.285	687.513	757.078
Depreciaciones	161.252	167.830	175.055	183.014	191.808	201.560
Amortizaciones	91.922	93.279	94.636	95.993	97.350	98.707
Flujo de Caja Bruto (FCB)	760.413	822.070	865.433	917.292	976.670	1.057.345
Delta KTNO	(39.266)	97.807	112.778	127.619	145.133	166.541
Efectivo que genera la operación	799.679	724.262	752.655	789.674	831.537	890.804
CAPEX	818.371	81.968	90.043	99.186	109.589	121.533
Flujo de Caja Libre	(18.692)	642.294	662.612	690.488	721.948	769.272

Nota P= (Proyección)

Fuente: elaboración propia

Resumen de la Valoración de la Acción

Valor Presente del Periodo Explicito	2.768.822
Valor Presente del Valor en continuidad	8.028.521
Valor operacional de NUTRESA	10.797.343
Deuda Financiera Neta	(2.123.009)
Valor Patrimonio Operativo	8.674.334
Disponible y equivalentes de efectivo	374.060
Inversiones no operativas	380.790
Valor Patrimonio Total	9.429.184
Acciones en circulación	460.123.458
Valor patrimonial por acción	20.490

Fuente: elaboración propia

DISCLAIMER

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, 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 proporcionando 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 que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo 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 son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para más información sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

<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