



**VALORACIÓN FINANCIERA DEL GRUPO NUTRESA S.A**

**AUTORES**

**ANDRÉS FELIPE CALVACHE RESTREPO**

**ESTEBAN ZAPATA BRAVO**

**DIRECTOR DEL PROYECTO**

**GUILLERMO BUENAVENTURA VERA**

**UNIVERSIDAD ICESI**

**FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONÓMICAS**

**ECONOMÍA Y NEGOCIOS INTERNACIONALES**

**SANTIAGO DE CALI**

**2022**

## TABLA DE CONTENIDO

<b>RESUMEN</b>	<b>4</b>
<b>ABSTRACT</b>	<b>4</b>
<b>PALABRAS CLAVES</b>	<b>5</b>
<b>KEY WORDS</b>	<b>5</b>
<b>JUSTIFICACIÓN</b>	<b>6</b>
<b>OBJETIVOS</b>	<b>6</b>
<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>	<b>17</b>
Gráfico 1: Precio estimado de la acción 2017-2032	18
<b>DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO</b>	<b>18</b>
Gráfico 2: Ingresos de NCH.CN proyectados hasta el 2032	19
Estructura del negocio	20
Gráfico 3: Ingresos por segmentos proyectados hasta el 2032	20
Análisis Fundamental	21
Tabla 1: Análisis Dupont	22
Estructura del capital	22
Gráfico 4: Composición de la deuda por tasa de interés 2020-2021	23
Gráfico 5: División entre Pasivo y Patrimonio proyectado hasta el 2032	23
Gráfico 6: Accionistas del Grupo	24
Gráfico 7: Precio de la acción de NCH.CN, Bonos 10 años de Colombia y Bonos 10 años de USA	25
<b>INDUSTRIA Y MERCADO</b>	<b>25</b>
División Nacional	25
Cárnicos	26
Chocolates	27
Otros	28
División Internacional	29
Tresmontes Lucchetti	30
Galletas	31
Otros	31
<b>TESIS DE INVERSIÓN</b>	<b>33</b>
Crecimiento económico e Ingresos: Tendencia positiva y finanzas que lo respaldan	33
Tabla 2: Pronóstico del crecimiento económico internacional	34
Gráfico 8: Distribución de ingresos por segmentos de NCH.CN	36
Gráfico 9: Ingresos de NCH.CN de los últimos 5 años dividido por segmento	37
Deuda y apalancamiento: Estabilidad y control en los niveles de adquisición de deudas	37
Gráfico 10: Porcentaje de deuda por tasa de interés indexada	38
Gráfico 11: Proyección de la Deuda Neta y del EBITDA	40
Patrimonio: Nuevo accionista, control de los dividendos y utilidades sólidas	40

Gráfico 12: Dividendos por acción proyectados hasta el 2032	42
Gráfico 13: Utilidades históricas y proyectadas de NCH	43
<b>ESG</b>	<b>44</b>
Tabla 3: Factores ESG escogidos para el impacto del ingreso y de la tasa de descuento (WACC)	45
Tabla 4: Matriz de rangos de impacto ESG	46
Tabla 5: Resultados del impacto ESG en el crecimiento del ingreso y en la tasa de descuento (WACC)	47
<b>SUPUESTOS Y PROYECCIONES</b>	<b>47</b>
Proyección 1: Ingresos	48
Gráfico 14: Ingreso y tasa de crecimiento proyectados hasta el 2032	49
Proyección 2: Valores constantes	49
Gráfico 15: COGS/ Ingresos y Gastos operativos/ Ingresos proyectados hasta el 2032	50
Proyección 3: Supuestos basados en los planes de NCH.CN	50
<b>ANÁLISIS WACC</b>	<b>51</b>
Tabla 6: Supuestos utilizados para la estructuración del costo de la deuda y estimación del WACC	52
Tabla 6: Calificación de la Deuda y estimación del kd por el método de Damodaran	54
Tabla 7: Cálculo del WACC	55
<b>VALORACIÓN</b>	<b>55</b>
Gráfico 16: Gráfico de Football-Field de los resultados de la valoración de NCH junto con los máximos y mínimos históricos	56
Por valor intrínseco: DCF	56
Gráfico 17: Gráfico de cascada de la estimación del FCFF sin SBC	58
Tabla 8: Modelo DCF y resultado para la fecha de valoración (13/05/2022)	58
Por valor de mercado: Comparables - Múltiplos	59
Tabla 9: Valoración por Múltiplos/Comparables y resultado obtenido	60
<b>RIESGOS</b>	<b>60</b>
Riesgos de Mercado	60
Riesgo de Mercado 1:	60
Riesgo de Mercado 2:	61
Gráfico 18: Riesgos de mercado de NCH.CN	62
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>62</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>63</b>

## **RESUMEN**

El presente proyecto de grado, trata sobre una valoración financiera a la empresa Grupo Nutresa S.A por los métodos financieros de Flujo de caja descontado (DCF) y por Comparables/Múltiplos, en la que hemos logrado hacer una investigación rigurosa de la situación financiera de la empresa en cuestión, identificando e interpretando variables que permitan un mejor entendimiento de su situación histórica y de un pronóstico futuro. Los datos obtenidos fueron facilitados por la Universidad ICESI, los datos públicos en la plataforma REFINITIV y los informes públicos integrados y consolidados de la empresa Grupo Nutresa S.A, que nos sirvió como punto de partida para poder definir objetivos y metodología de trabajo, y que finalmente se vio representado en una propuesta y perspectiva académica frente a una situación de gran importancia para el país. El trabajo tiene como objetivo lograr determinar un precio objetivo de la acción de la empresa, y que con base en ello, los lectores puedan tener una perspectiva diferente frente a una evaluación financiera a empresas de índole internacional como lo es Grupo Nutresa S.A. Al finalizar el informe, de los resultados e interpretaciones obtenidas se logra obtener un acercamiento al valor intrínseco de la compañía.

## **ABSTRACT**

This project deals with a financial valuation of the company Grupo Nutresa S.A by the financial methods of Discounted Cash Flow (DCF) and by Comparables/Multiples, in which we have managed to carry out a rigorous investigation of the financial situation of the company, identifying and interpreting variables that allow a better understanding of its

historical situation and of a future forecast. The data obtained was provided by the ICESI University, the public data on the REFINITIV platform, and the integrated and consolidated public reports of the company Grupo Nutresa S.A, which served us as a starting point to be able to define objectives and the work methodology, and which at the end shows a proposal and academic perspective for a situation of great importance for the country. The objective is to determine a target price for the company's share price, which can give readers a different perspective on financial evaluations for international companies such as Grupo Nutresa S.A. At the end of the report, from the results and interpretations obtained, it is possible to obtain an approach to the intrinsic value of the company.

#### **PALABRAS CLAVES**

- Valoración Financiera
- Flujo de Caja Libre Descontado (DCF)
- Valoración por Múltiplos
- Medioambiental, Social y Gobernanza (ESG)
- Precio objetivo estimado de la acción

#### **KEY WORDS**

- Financial Valuation
- Discounted Free Cash Flow (DCF)
- Valuation Multiples

- Environmental, Social and Governance (ESG)
- Estimated target share price

## **JUSTIFICACIÓN**

La investigación por desarrollar corresponde a una valoración financiera de la empresa Grupo Nutresa S.A, por medio de modelos Flujo de Caja Libre Descontado (DCF) y valoración por múltiplos, sustentado bajo una investigación profunda y robusta que logre obtener el precio objetivo estimado de las acciones de la empresa en cuestión. En esta investigación, se encontrarán conexiones entre el mercado nacional e internacional, el desempeño y el comportamiento financiero de la empresa y los factores ESG (por sus siglas en inglés Environment, Social, Governance). La presente investigación parte de principios de valoración financiera, la cual parte de datos tanto cuantitativos como cualitativos, y se le añadirá la principalidad de la valoración ESG por su carácter de importancia en las valoraciones actuales.

## **OBJETIVOS**

En el desarrollo de esta investigación, la meta principal es poder determinar el precio objetivo de la acción de Grupo Nutresa S.A, y con ello poder brindar una recomendación de inversión. Cabe destacar que la base de este trabajo es totalmente investigativa y académica, no responde a ningún consejo o recomendación financiera, por lo que los autores o personas

involucradas en el desarrollo de este trabajo se eximen de responsabilidad alguna frente a inversiones realizadas con base en los resultados obtenidos.

A. Objetivo general

1. Identificar el precio objetivo de la acción ordinaria de la empresa Grupo Nutresa S.A para poder determinar cual es el plan de inversión actual (Venta, Mantener, Comprar)

B. Objetivos específicos

1. Recolectar la información financiera necesaria de la empresa Grupo Nutresa S.A para plantear las respectivas proyecciones y supuestos.
2. Elaborar un diagnóstico financiero institucional de la empresa Grupo Nutresa S.A con base en la información recopilada de los años 2017 al 2021.
3. Determinar el valor de la empresa Grupo Nutresa S.A basados en el modelo de DCF y valoración por múltiplos.

## **MARCO TEÓRICO**

### **Dupont**

El sistema o índice Dupont es una de las razones financieras de rentabilidad más importantes a ser utilizadas en el análisis del rendimiento económico de una empresa para un determinado período.

Continuado con lo antes descrito, para el autor Zuleta Acevedo (2019) se define como:

Un ratio que integra o combina los principales indicadores financieros con el fin de determinar la eficiencia con que la empresa está utilizando sus activos, su capital de

trabajo y el multiplicador de capital. Reúne el margen neto de utilidades, la rotación de los activos totales de la empresa y su apalancamiento financiero. (Zuleta Acevedo, 2019)

Siguiendo este orden de ideas, se podría establecer que, por lo general a través de dichas variables es que se produce el crecimiento económico de una empresa; la cual obtiene sus recursos de un buen margen de utilidad en su proceso de ventas o prestación de servicio, o del uso eficiente de sus activos fijos lo que supone una buena rotación de estos, así como también el efecto sobre la rentabilidad que tienen los costos financieros por el uso de capital financiado para desarrollar sus operaciones.

Partiendo de la idea que la empresa se nutre con esas tres variables descritas en el párrafo anterior, el índice Dupont lo que hace es identificar la forma como se está obteniendo la rentabilidad, para posterior a ello, tener una clara identificación de las fortalezas y debilidades organizacionales.

Entre otra de sus utilidades principales, está el determinar qué tanto rendimiento se ha obtenido de un proyecto, basándose en el margen de utilidad sobre las ventas y la eficiencia en la utilización de los activos, así pues, a todo Empresario, Gerente o Inversionista, le interesa conocer cuál es la rentabilidad de su emprendimiento, negocio o inversión en cualquier momento, para con ello edificar estrategias financieras que conlleven a continuar la buena marcha o corregir un rumbo no deseado.

Matemáticamente, de acuerdo con la revisión de múltiples autores, se determina que se utiliza la siguiente expresión para hacer su cálculo:

$(\text{Utilidad neta/ventas}) * (\text{ventas/activo total}) * (\text{Multiplicador del capital})$



Podría parecer elemental, que al rellenar los valores la tarea está completada, pero resulta conveniente, realizar una pequeña pausa y definirlos un poco de manera detallada uno a uno, a fin de identificarlos de forma correcta, de ello depende que el resultado arrojado por esa ecuación sea certero.

### **Utilidad neta/Ventas totales**

Es la variable que permite determinar el margen de utilidad de las ventas, que por cierto cambia en cada empresa y en cada producto, debido a que existen productos que no tienen una alta rotación, que venden muy poco, así pues, las organizaciones que comercializan este tipo de productos dependen en buena parte del margen de utilidad que les queda por cada venta - además del excelente control de los costos operacionales –, lo que realizado correctamente, les permite ser rentables sin vender una gran cantidad de unidades.

Es importante destacar, que las empresas que se apegan a este sistema, puede que tengan una buena rentabilidad, es cierto, pero deben ser conscientes que no están utilizando eficientemente sus activos, ni capital de trabajo, puesto que deben tenerlo inmovilizado por un mayor tiempo.

### **Uso Eficiente de Activos Fijos**

Al contrario del sistema descrito anteriormente, ahora se parte de que un producto que deja poco margen de utilidad en venta, pero que, rota rápidamente es más eficiente que uno que deja mayor rentabilidad pero que rota menos. Es importante aclarar que lo antes expuesto no significa que la rentabilidad está en vender a mayor precio, sino que más bien se trata de vender una mayor cantidad de artículos a un menor precio.

Se debe utilizar la expresión matemática  $\text{Ventas totales} / \text{Activos totales}$  para determinar la tasa de eficiencia con que se han gestionado los activos de la empresa.

### **Multiplicador del Capital**

Consiste en determinar el denominado apalancamiento financiero, que no es más que la posibilidad que se tiene de financiar inversiones sin necesidad de contar con recursos propios, siendo posible esto de dos maneras; en primer lugar, por aportes de los socios (Patrimonio) y, en segundo lugar, créditos con terceros (Pasivos).

Si bien es cierto que el apalancamiento como herramienta de crecimiento financiero juega un papel muy importante, debe manejarse con cuidado, midiendo el riesgo de la mejor manera posible, dado que entre mayor sea la cantidad de activos financiados, serán más elevados los costos financieros, lo que afecta directamente la rentabilidad de la empresa.

Para finalizar, se destaca que este modelo también resulta muy útil para hacer “*benchmarking*” entre las empresas que pertenecen a un mismo sector, permitiéndoles deducir las estrategias que están utilizando cada una de ellas para competir y definir posibles planes de acción, que las lleven a diferenciarse y obtener con ello alguna ventaja competitiva que los potencie en el mercado donde operan.

### **Valoración de Flujo de Caja Descontado**

El descuento de flujos de caja consiste en valorar una empresa por la capacidad de ésta de generar flujos de caja libres o “*free cash flow*” (FCF) en el futuro, pero para realizar la valoración de la manera más precisa posible, deberán ser actualizados al presente.

Parece simple, sin embargo, no hay un único procedimiento, lo que puede complicar el establecimiento de este valor, pero al final, esta dependerá, y mucho, del valor que tomen algunas variables, principalmente, del valor de la tasa de descuento.

Matemáticamente hablando, se puede establecer que la fórmula para obtener el valor de una empresa a partir de flujos de caja libres es la siguiente:

$$\text{Valoración DFC} = \sum_{n=1}^N \frac{FCF_n}{(1+k)^n} + VA.VR + \text{Exceso de Caja}$$

Ahora bien, para una mejor comprensión, de acuerdo con Sanz Gonzalez (2018), se puede definir como:

- FCF: El “*free cash flow*” es el flujo de caja libre, puede ser calculado a partir del estado de flujos de efectivo, donde son los flujos de efectivo de las actividades de explotación sin considerar los intereses pagados y restándole el CAPEX (FCF = CFE Ex intereses - CAPEX). Normalmente, se toma el FCF actual y se proyectan años a futuro.
- k (Tasa de descuento): Es la tasa a la cual se actualizan los FCF de cada año. Suele utilizarse el CAPM o el WACC como tasa de descuento, dependiendo de si consideramos el FCF o el FCF del accionista respectivamente (FCF Accionista = CFE - CAPEX). Para el cálculo del CAPM y el WACC se tiene en cuenta demasiadas variables y a veces es más realista utilizar una tasa de descuento discrecional de entre el 8% y el 15% por ejemplo, dependiendo del riesgo de la empresa a valorar.
- Exceso de caja: el exceso de caja se suma cuando la deuda financiera neta es negativa (Efectivo + activos financieros corrientes - deuda financiera > 0).

- VA.VR (Valor actual del Valor Residual): El valor residual es lo que vale la empresa desde el último FCF proyectado en N hasta el "infinito". El Valor actual del Valor Residual se calcula de la siguiente manera:

$$VA.VR = \frac{FCF_N(1+g)}{(k-g)(1+k)^{N+1}}$$

- tasa de crecimiento a largo plazo (g): es la tasa a la que crecen los flujos de caja libres desde el último FCF proyectado en N hasta el "infinito".

En resumen, este método a pesar que no es tan sencillo de implementarlo en la práctica, atiende al resultado de calcular los flujos de caja que una empresa es capaz de generar, partiendo de una serie de hipótesis determinadas de crecimiento e inversión, para finalmente, descontar esos flujos de caja al momento actual, así que se puede afirmar que su cálculo está basado en las estimaciones futuras sobre la capacidad de generar riqueza por parte de la empresa objeto de estudio.

### **Valor Presente**

El método del Valor Presente Neto, según Carrillo (2016) se puede definir como:

Es el análisis que incorpora el valor del dinero en el tiempo en la determinación de los flujos de efectivo netos del negocio o proyecto, con el fin de poder hacer comparaciones correctas entre flujos de efectivo en diferentes periodos a lo largo del tiempo. El valor del dinero en el tiempo está incorporado en la tasa de interés con la

cual se convierten o ajustan en el tiempo, es decir en la tasa con la cual se determina el Valor Presente de los flujos de efectivo del negocio o proyecto. Si el Valor Presente de las entradas de dinero es mayor que el valor presente de las salidas de dinero, de un negocio o proyecto, dicho negocio o proyecto es rentable. Si el valor presente de las entradas de dinero es menor que el valor presente de las salidas de dinero, dicho negocio o proyecto es rentable. (Carrillo, 2016)

Ahora bien, analizando todo lo expresado por el autor, vale la pena hacer mención a la definición de rentabilidad, la cual podríamos establecer como el cambio porcentual entre la riqueza inicial y la riqueza final, que se puede traducir en la cantidad de dinero disponible para el empresario al término de la vida económica del negocio o proyecto; relacionando lo anterior con el concepto de riqueza, entonces se puede establecer que si el valor presente neto del flujo de efectivo del negocio es positivo, el negocio es rentable; si es negativo, el negocio no es rentable.

### **Tasa de Descuentos**

También conocida como tipo de descuento o coste de capital, según Sánchez Quezada (2017):

Es un factor financiero que se utiliza para calcular el valor actual de un pago a futuro, de esta manera, sirve para verificar la factibilidad de un proyecto de inversión, ya que a partir de su aplicación se logra determinar el valor que tiene hoy el dinero que se recibirá en el futuro, determinando si una inversión será o no conveniente.

En tal sentido, resulta conveniente establecer que cuanto más se apresure un inversionista en recuperar su dinero, menor valor tendrá este en el presente, paradójicamente, contrario a lo que se piensa, esto ocurre por no asumir el riesgo que conlleva la no certeza de lo que pueda ocurrir posteriormente, dando origen a que se presenten situaciones que le impidan recibir el pago de forma oportuna por parte de su deudor.

Esta es la razón principal que explica la naturaleza positiva que, por lo general, tiene la tasa de descuento, ya que siempre el valor del dinero en el futuro tendrá un mayor valor que en el presente, sin embargo, se puede presentar un caso excepcional donde la tasa de descuento sea negativa, arrojando así que el valor del dinero presente es mayor que el valor del dinero a futuro.

Apoyando nuevamente lo fundamentado por Sánchez Quezada (2017), la tasa de descuento está compuesta por los siguientes aspectos:

- Coste de capital: mismo que incurre en una empresa con la finalidad de financiar las inversiones. Es de suma importancia al calcular el valor de esta misma entidad.
- Coste de oportunidad: aplicado a un recurso cuando se le utiliza de una forma específica. También se entiende como una inversión no realizada. Es un costo que se vincula de forma directa con la acción de un agente al no hacer una elección.
- Coste de la deuda: es el desglose de gastos de una empresa al realizar procedimientos de financiación, créditos y préstamos.

Ahora bien, su manera de calcularse, se resume a la aplicación de la siguiente fórmula:

$$\text{Tasa de descuento} = \frac{i}{1 - i}$$

### **Valoración por Múltiplos**

Son índices que casi siempre resultan muy cuestionables, principalmente porque la mayoría de las veces tienen una gran dispersión, a pesar de lo eso, suele utilizarse como apoyo después de realizada la valoración por descuento de flujos, siempre y cuando el múltiplo tenga una magnitud e interpretación lógica y racional.

Ahora bien, la valoración por múltiplos de acuerdo con *Fernández (2016)* consiste en:

Estimar el valor de una sociedad a partir de unos múltiplos obtenidos de sociedades comparables, donde éstos ratios se obtienen a partir del valor (o precio) de las sociedades comparables con sus principales magnitudes financieras: cifra de negocio, EBITDA, EBIT, beneficio neto, etc., los cuales se encuentran implícitos en dichas sociedades comparables y se aplican a las principales magnitudes financieras de la sociedad cuyo valor se quiere estimar. En consecuencia, para que este método sea aplicable se necesita que exista un número representativo de compañías comparables con la sociedad que se quiere valorar; pudiéndose utilizar siempre que su negocio no presente circunstancias atípicas. (Fernandez, 2016)

Ahora bien, para aplicar de la mejor forma posible esta valoración, se sugiere el siguiente procedimiento:

- Conocer las principales magnitudes financieras de la compañía a valorar, tanto históricas - cuenta de pérdidas y ganancias - como estimadas, - plan de negocio o proyecciones de la sociedad -, si se tiene acceso a ellas, en caso contrario, éstas últimas se deberán estimar.
- Obtener una muestra de empresas comparables, aquí es esencial que sean sociedades realmente comparables con la empresa a valorar, revisar muy bien las similitudes existentes en términos de sector, negocio, presencia o ámbito geográfico, perfil de riesgo, tamaño, distintos márgenes, expectativas de crecimiento, perspectivas de rentabilidad etc., de lo contrario todo resultará en un análisis desviado.
- Las empresas comparables deben ser sociedades de las que se pueden calcular los distintos múltiplos, bien porque lo publiquen proveedores de información, por estar la sociedad cotizada en bolsa, por haber sido recientemente objeto de alguna transacción de sus acciones cuyo precio o valor sea conocido.
- Identificar cual es el ratio más adecuado para el ejercicio de valoración en base a las características de la empresa a valorar, normalmente el más utilizado es el EV/EBITDA aunque en determinados sectores se utilizan también Precio / Ventas y Precio / Valor en libros.
- Se deberá escoger cuales son los multiplicadores más relevantes a efectos de realizar la valoración para asumir una hipótesis de ratio más adecuado de las sociedades comparables para la valoración.



- Calcular el valor de los fondos propios de la empresa o de la acción aplicando las fórmulas referidas anteriormente.

Para finalizar esta sección del trabajo investigativo, resulta importante destacar que la idea de realizar el proceso de valoración de un negocio solo considera las proyecciones de flujos de caja libre, de una tasa de descuento y de su valor de continuidad, pero esto no es lo que generalmente ocurre en la práctica, en la vida cotidiana, ya que para investigar, valorar y concluir exitosamente las negociaciones se requiere la realización de un “*due diligence*” bien planificado que minimice la incertidumbre y los riesgos.

Ahora bien, para finalizar, se puede plantear la siguiente interrogante: ¿Será que un pequeño inversionista está en capacidad de realizar ese proceso? Si la respuesta es negativa, la valoración se reduce a un simple modelo en Excel que permite determinar un rango en el cual se fija el precio que el inversionista puede ofrecer por la empresa objetivo, utilizando como tasas de descuento valores, cuyo cálculo que en la gran mayoría de las veces, se reduce simplemente a una apreciación subjetiva del asesor financiero o de los dueños del negocio.

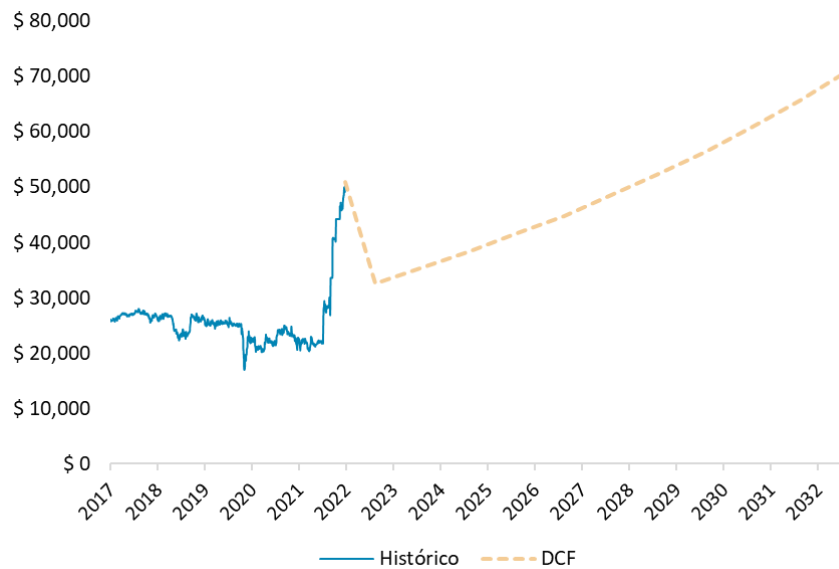
## **RESUMEN EJECUTIVO**

Para comenzar, se estipula que la recomendación frente al pronóstico de inversión sobre la empresa Grupo Nutresa S.A (Ticker: NCH.CN) tiene como recomendación **MANTENER** la acción, con base en un precio objetivo de \$28,984.27 COP por acción para

el día 13 de Mayo del 2022. El resultado obtenido fue calculado mediante un promedio entre un modelo de Flujo de Caja Descontado y un modelo de Análisis de Comparables o Múltiplos, con 80% y 20% de peso porcentual respectivamente frente al precio objetivo final. El precio objetivo estimado está un 39.4% por debajo del precio para la fecha estudiada, el cual es de \$50,900 COP por acción.

Se propone la debida recomendación basada en los siguientes puntos: 1) Tendencia positiva en el crecimiento de la empresa y en los ingresos futuros, 2) Una estabilidad en el manejo y adquisición de la deuda, mientras se mitigan los riesgos de la misma, 3) Un crecimiento súbito en el valor de las acciones por parte de una adquisición de un nuevo accionista, una política de dividendos estable y que promete un crecimiento ligado al desempeño financiero de la empresa y una solidez histórica de las utilidades.

*Gráfico 1: Precio estimado de la acción 2017-2032*

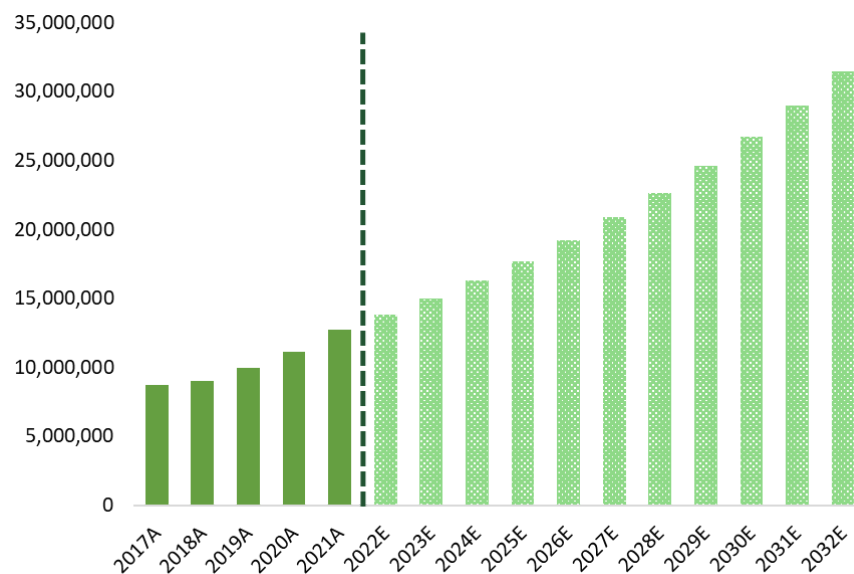


*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

## **DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO**

Grupo Nutresa S.A (Ticker refinitiv: NCH.CN) es la empresa Colombiana más grande en la producción y comercialización de Alimentos procesados. La fiabilidad de esta empresa y su posición como una de las más importantes a nivel nacional parte de factores importantes, tales como: Una historia de más de 100 años con un constante desarrollo e innovación, la expansión internacional que llega a 78 países por medio de un holding de 74 empresas y más de 140 marcas, y una diversificación en en la industria alimentaria, con segmentación en Cárnicos, Café, Galletas, Chocolate, Tresmontes Lucchetti (TMLUC), Alimentos al consumidor, Helados y Pastas (Refinitiv). Después de las crisis macroeconómicas vividas desde hace unos años, uno de los planes más importantes para Grupo Nutresa S.A poder duplicar para el año 2030 las ventas del 2020, por medio de un fortalecimiento de la cadena de suministros sostenible y duradera, una optimización e innovación en diversas actividades comerciales, y aumentando la generación de capital humano profesional y ético. (Grupo Nutresa S.A)

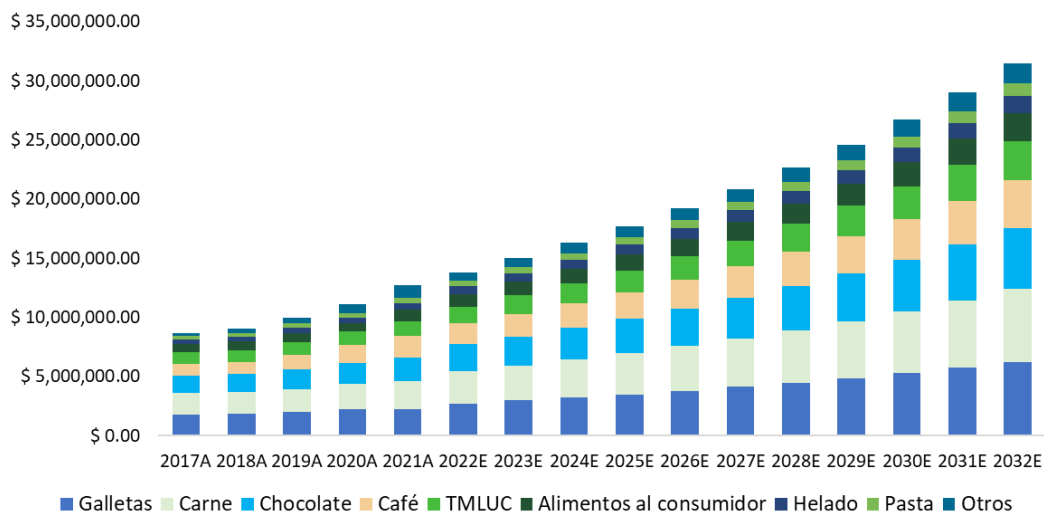
**Gráfico 2: Ingresos de NCH.CN proyectados hasta el 2032**



### Estructura del negocio

Grupo Nutresa S.A provee productos procesados, y los servicios adicionales de logística y administración, en diversos países en donde se posiciona con 47 plantas de producción y una capacidad para suplir aproximadamente a 1.540.000 clientes, y 1.280.000 puntos de venta. El 53% de su participación de mercado (ventas) se encuentran localizadas en Colombia y 47% en otros 13 países. De la participación total de sus ingresos, aproximadamente el 18.5% corresponde a Cárnicos, 17.7% a Galletas, 15.4% a Chocolates y 14.8% a Cafés, 4 de sus 8 principales segmentos. La diversificación de las materias primas, y con ello de los costos de producción, tienen las siguientes distribuciones como reportado por la empresa; 14.6% Material de empaque, 13.8% Café, 7.7% Cerdo, 6.1% Trigo, 4.9% Cacao, 4.4% Aceites, 4.2% Azúcar, 3.1% Res, 2.8% Leche, 1.7 Pollo y pavo, y 36.7% otros CIF (Mano de obra Directa y otras materias primas menores). (Grupo Nutresa S.A)

Gráfico 3: Ingresos por segmentos proyectados hasta el 2032



## **Análisis Fundamental**

El modelo DuPont nos muestra como una rentabilidad sostenida y duradera, junto con un buen manejo del capital (Estructural y Financiero) , logran mantener estable una baja eficiencia de los activos en su generación de ventas o ingresos. De igual forma, se resalta que parte de ese control del volumen generado por los activos va de la mano con un incremento de apalancamiento financiero, y que con lo dicho anteriormente, refleja un ROE estable y bajo. Sintetizando estas ideas, podríamos determinar los siguientes puntos para entender la situación fundamental de la empresa: 1) La empresa logra mantener sus rentabilidades, sin embargo no se refleja plenamente por la actividad generada por sus activos, si no por un buen manejo de los impactos de la estructura del capital (intereses y deuda), de los gastos tributarios (Impacto de los impuestos) y de su disminución en los costos de ventas. Se resalta que con un mayor control de actividades ociosas de los activos podría aumentar el volumen de ingresos generados. 2) La situación de liquidez por parte de los activos corrientes sobre los pasivos corrientes es saludable, sin embargo la liquidez de los activos mencionados sin los inventarios no supera lo necesitado por los pasivos a corto plazo, y con ello se determina que la captura de capital financiero sobrepasa la generación de ingresos por parte de los activos. 3) La rentabilidad del patrimonio si bien es baja en comparación con la industria, no determina un impacto negativo, ya que su manejo del capital es correspondiente y los ingresos y rentabilidades generadas tienen tendencias positivas. Además, se resalta que las rentabilidades retenidas tienden al crecimiento, por lo que se determina una generación interna de fondos saludable. (Tanaka Nakasone 337)

*Tabla 1: Análisis Dupont*

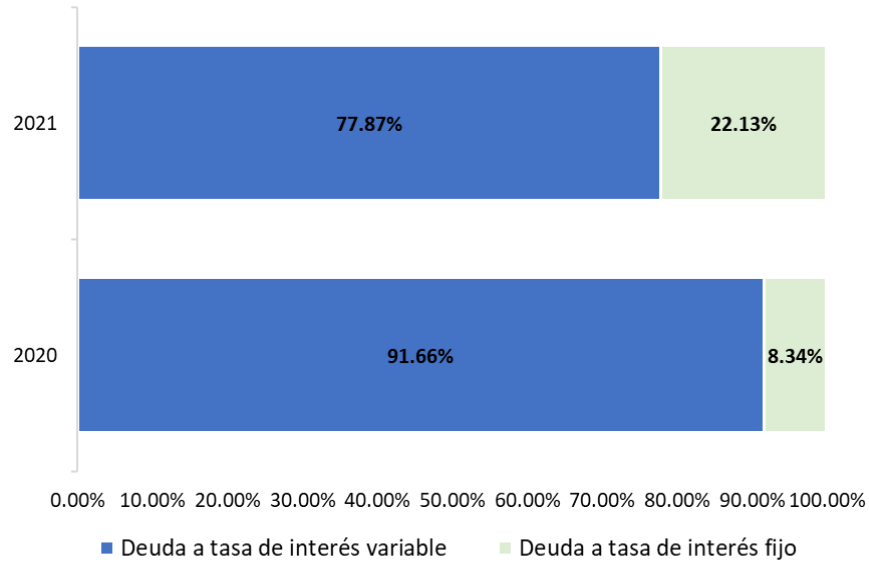
Dupont		2020A	2021A	Promedio
<b>ROE</b>		4.53%	5.90%	5.21%
Niveles	Margen de beneficio neto	3.4%	4.2%	3.77%
	Impacto de los márgenes	9.11%	8.45%	8.78%
	Impacto de la estructura del capital	60%	77%	68.56%
	Impacto de los impuestos	61.31%	64.38%	62.84%
	Impacto del Volumen	0.72	0.75	0.73
	Apalancamiento financiero	1.88	1.88	1.88

*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

## **Estructura del capital**

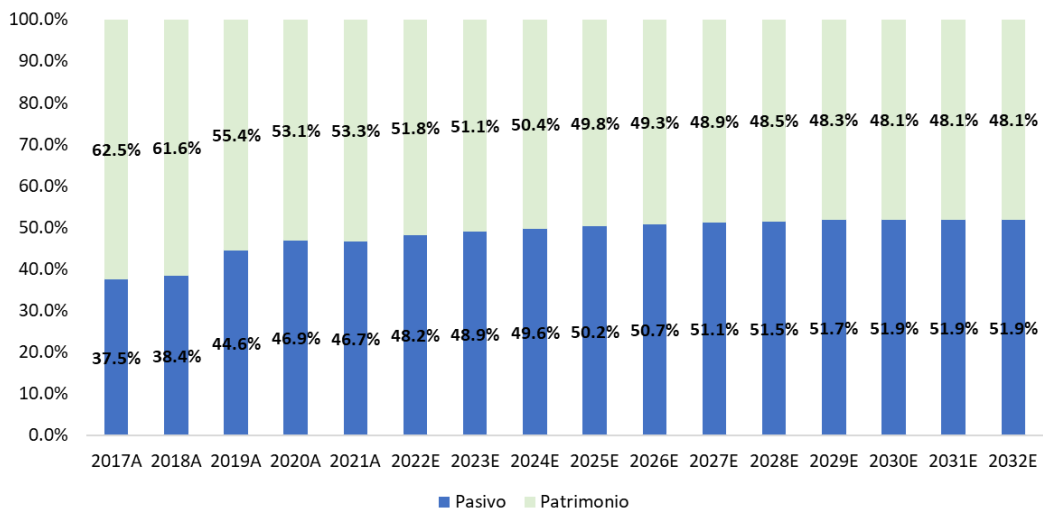
NCH.CN nos muestra una tendencia lateralizada de su deuda y actualmente tiene una estructura de capital con niveles bajos de apalancamiento Deuda/Patrimonio promedio del 42%, equivalente a unos 8.65 billones COP. Se precisa aclarar que dicho grado de apalancamiento llega a impactar los flujos de caja futuros, ya que a mayor grado de apalancamiento estimado menor el flujo libre restante. Las expectativas posteriores respecto a los planes de NCH.CN en el control de la estructura de capital, según el marco histórico de sus cuentas, sería guiado a un control del riesgo crediticio y un mantenimiento de sus políticas de bajo endeudamiento, por lo que se espera un impacto positivo en los flujos de caja futuros. De igual forma, para poder complementar lo anteriormente dicho podemos analizar la cobertura frente a gastos y deuda. El porcentaje de cobertura de intereses supera lo necesario para cubrir los intereses causados, principalmente por una disminución de tasas de referencia durante los últimos años y consecuentemente una disminución en el costo promedio de la deuda (adquisición de crédito con menores tasas). Cabe resaltar, que Grupo Nutresa S.A recurre a un endeudamiento en dólares para poder obtener una obtención de deuda con mejor competitividad y menor riesgo. (Grupo Nutresa S.A. #55)

**Gráfico 4: Composición de la deuda por tasa de interés 2020-2021**



*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

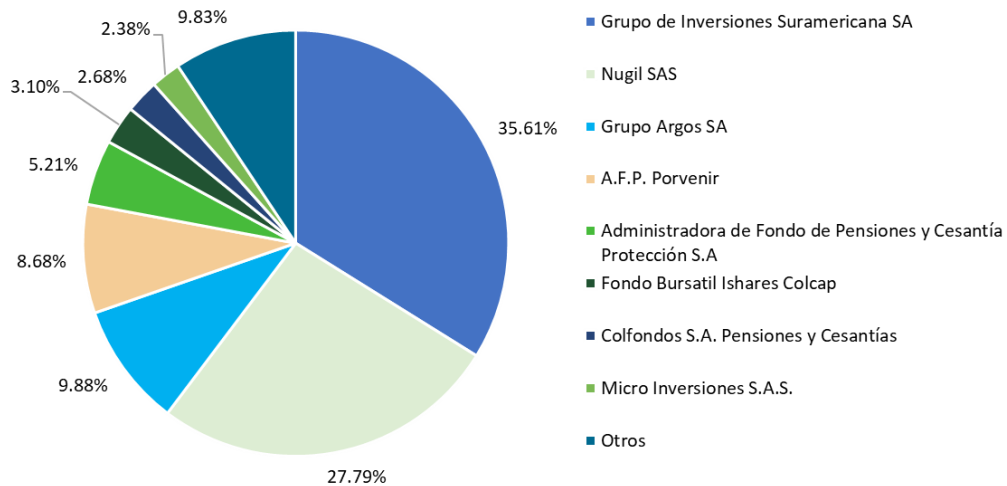
**Gráfico 5: División entre Pasivo y Patrimonio proyectado hasta el 2032**



### Situación patrimonial

Grupo Nutresa S.A se compone de 480000000 acciones ordinarias autorizadas, 460123458 en circulación y 19876542 en reserva. Sus principales accionistas son Grupo de Inversiones Suramericana SA con 35.61% de las acciones en circulación, Nugil SAS con 27.79%, Grupo Argos con 9.88% y A.F.P Porvenir con 8.68%. Las acciones cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). (Bolsa de Valores de Colombia)

Gráfico 6: Accionistas del Grupo

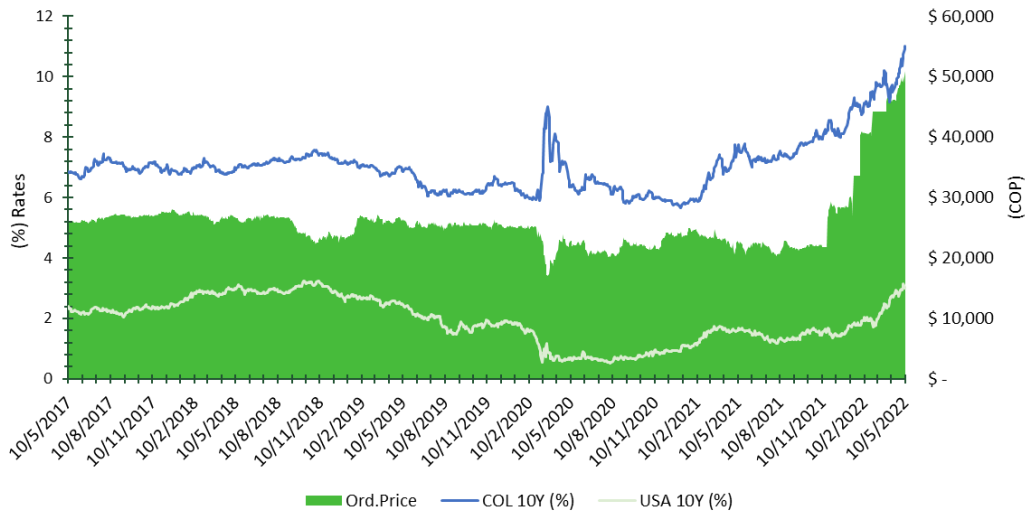


La situación histórica del precio y su comportamiento de la acción de NCH.CN puede verse estable hasta el 2021, precio que rondaba los 24 mil COP durante casi 5 años. No fue sino hasta después de la fecha ya mencionada, que el precio tuvo un crecimiento exponencial que a Mayo 2022 alcanzó 131% de crecimiento en menos de 1 año, creciendo un 0.28% diario en promedio y llegando a más de 50 mil COP. Dicha situación procede de una OPA



(Oferta Pública de Adquisición) el cual tuvo un impacto positivo, debido a que el oferente (Nugil SAS) comenzó a ejecutar su compra de acciones ordinarias en el mercado público y privado, elevando el precio de las mismas. (Nugil S.A.S)

**Gráfico 7: Precio de la acción de NCH.CN, Bonos 10 años de Colombia y Bonos 10 años de USA**



**Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv**

## INDUSTRIA Y MERCADO

### División Nacional

A nivel Nacional, el Grupo Nutresa es donde mayor presencia estratégica posee por medio de los diferentes sectores de producción, distribución y servicios. Por esta razón, Colombia con respecto a los demás países, es quien posee la mayor influencia en distribución y ventas con un 60,1%; y presenta una participación de mercado consolidada de la empresa del 53,7%. Además, dispone de 29 de las 47 plantas de producción distribuidas por los 17 países. Por otro lado se observa, que el Grupo Nutresa S.A presenta seis diferentes canales de

distribución, de los cuales los que poseen mayor impacto con base a las ventas son el canal Tradicional (tiendas y autoservicios), Cadenas de supermercados y el Alternativo. Los anteriores, representan ventas por canal del 46,7%, 24% y 11,1% respectivamente. (Grupo Nutresa S.A)

Ahora bien, en cuanto a los segmentos o negocios que tienen presencia dentro del ámbito nacional por el Grupo Nutresa, se ha podido observar como las ventas totales han tenido un crecimiento de 14,5% en el 2021, con respecto al año directamente anterior, llegando a ventas de 12.738 COP, comprendidas en Miles de Millones (MM). De igual forma, para este último año las ventas en Colombia, han presentado un crecimiento de 16,3%, con respecto al 2020, presentando un alto nivel de ventas de hasta 7.779 COP, comprendidas en Miles de Millones (MM) y representando el 61,1% de las ventas totales de Nutresa. Por lo cual, con respecto a lo mencionado anteriormente, los segmentos que tienen mayor impacto en ventas en el mercado nacional y los cuales se profundizará a continuación son: Cárnicos, Chocolates y Otros.

### ***Cárnicos***

Para comenzar, este segmento es el más importante a nivel de ventas para el Grupo Nutresa, ya que representa el 18,5% del total de las ventas siendo el negocio con más porcentaje de las mismas para la empresa. Pero a su vez, el 90,9% del total de la demanda del negocio es a nivel nacional, por lo cual, la ventas de productos cárnicos nacionalmente representan el 16,81% de las ventas totales de Nutresa. Además, se puede observar un crecimiento de 11% con respecto al año 2020, alcanzando ventas de 2.141 Miles de Millones de COP. Por otro lado, se puede observar que disponen dentro de la región colombiana con 8

plantas de producción. Además, se evidencian marcas líderes a nivel nacional tales como; Zenu, Ranchera y Rica, las cuales presentan despachos mayores a 50 Millones de USD. De igual forma, se puede ver como las Carnes Frías, con un 77,2%, es quien lidera el porcentaje de ventas de las principales categorías, seguida Larga Vida con 7,1%. Igualmente, esta categoría mencionada anteriormente tiene un participación de mercado en Colombia del 57,5%.

### ***Chocolates***

Este segmento, al igual que el anterior, es de los más importantes a nivel de ventas para la empresa, puesto que representa el 15,4% del total de las ventas del Grupo Nutresa y en donde el total de la demanda a nivel nacional está dada por un 58,9%. Por lo cual, las ventas de Chocolates a nivel nacional representan el 9% de las ventas totales de Nutresa, siendo un negocio con gran impacto por el ámbito nacional para la compañía. Además, es importante mencionar que se ha presentado un crecimiento en ventas en Colombia bastante notorio, puesto que en el 2021, creció un 10,3% en comparación con el año directamente anterior. Por otro lado, dentro del sector colombiano, se evidencia que Nutresa cuenta con dos plantas de producción. De igual forma, se evidencian marcas líderes a nivel nacional tales como; Corona, Jet, Jumbo y TOSH, las cuales presentan ventas por encima de los 50 millones de USD. Igualmente, el Grupo Nutresa busca gestionar lo relacionado con las marcas, las redes y la innovación en las diferentes categorías y lugares en donde se encuentran presentes para de esta forma lograr un mayor crecimiento y competitividad.

## ***Otros***

Ahora bien, dentro de esta sección se incluyen los segmentos tales como: Helados, Pastas, Alimentos al Consumidor, Galletas y Cafés; los cuales suman el 47,9% de las ventas totales del Grupo Nutresa S.A. Comenzando por los sectores de Helados y Pastas, estos tienen gran impacto en el mercado nacional, ya que sus ventas nacionales representan el 100% y 98% del comercio de este segmento. Sin embargo, ambos sectores representan solamente el 4,5% y el 3,3% de las ventas totales de la empresa. De igual forma, estos sectores están tomando gran importancia ya que por un lado la venta de Helados crecieron sustancialmente con un 19,2% con respecto al año 2020, de igual forma, las ventas de Pastas también presentaron un aumento en un 5% con relación al 2020. Por otro lado, podemos observar como por el lado de los Helados, la empresa posee 3 plantas de producción, mientras que el segmento de pastas posee solo 2 plantas de producción. De igual forma, tanto el sector de Heladería como el de Pastas, presentan cada uno, una marca líder a nivel nacional con ventas mayores a 50 millones de USD, las cuales son: Crem Helado y Doria.

Continuando con el segmento de Alimentos al Consumidor, este también presenta gran impacto a nivel nacional con respecto a las ventas de la empresa, ya que las ventas en Colombia representan el 68,4% del negocio. Sin embargo, estas ventas en la región nacional solo representan el 5,2% de las ventas totales de Nutresa. De igual forma, este negocio se plantea que empiece a tener gran importancia ya que desde el 2020 ha presentado crecimiento en ventas de 51,1% , lo cual deja un gran panorama para los próximos años. Además, cuenta con 2 plantas de producción y con dos marcas reconocidas a nivel nacional con ventas superiores a 50 millones de USD, las cuales son El Corral y El Corral Gourmet. Por esta

misma razón, Nutresa es número uno en participación de mercado en Colombia en hamburguesas y número dos en parrilla nacionalmente.

En cuanto a los segmentos de Galletas y Cafés, estos siguen teniendo de alguna manera importancia a nivel nacional ya que sus ventas representan dentro de Colombia representan el 48,1% y 41,8% respectivamente, aunque comparadas con las ventas totales de la empresa solo presentan el 8,5% y 6,1%. De igual forma, el negocio de Café el último año tuvo un crecimiento importante de 19,4% en ventas nacionales, mientras que el negocio de las Galletas aunque tuvo un crecimiento, este fue de solo 5,4% en ventas. Sin embargo, el segmento de Galletas presenta cuatro plantas de producción al igual que el negocio de Café, pero mientras el primer sector presenta cuatro marcas líderes a nivel nacional con ventas mayores a 50 millones de USD, el segundo mencionado posee solo tres, las cuales son; Saltin Noel, TOSH, Ducales, Festival, Sello Rojo y Colcafé.

### **División Internacional**

A nivel internacional, el Grupo Nutresa S.A posee una presencia estratégica en diferentes países y regiones alrededor del mundo, contando con 17 países con red de distribución y un total de 18 plantas de producción distribuidas en estos. En cuanto a los principales países y regiones con mayor impacto internacional en distribución y ventas dentro de la empresa, se pueden mencionar los siguientes: México, Centroamérica, República Dominicana y el Caribe, Venezuela, Ecuador, Perú, Chile, Malasia, Filipinas, Sudáfrica y Estados Unidos, que es el país con mayor participación con un 11,4% en el 2021. Continuando con respecto a las plantas de producción, se observa Centroamérica como la región con mayor cantidad, pues cuenta con 6 plantas de producción, seguida por Chile con 4

plantas, después encontramos a México y Estados Unidos cada uno con 2 plantas; por último, Venezuela, Perú, Malasia y la región de República Dominicana y el Caribe con 1 planta cada uno.

Ahora bien, en cuanto a los segmentos o negocios que tienen presencia dentro del ámbito internacional por el Grupo Nutresa, se ha podido observar que para este último año, las ventas internacionales se situaron en 1.322 USD, comprendido en Millones, creciendo en un 10,2% y representaron el 38,9% de las ventas totales del Grupo Nutresa. Por lo cual, con respecto a lo mencionado anteriormente, los segmentos que tienen mayor impacto en ventas a nivel internacional y los cuales, se profundizará a continuación serán: Tresmontes Lucchetti, Galletas y Otros.

### ***Tresmontes Lucchetti***

Para comenzar, este segmento es de suma importancia en el ámbito internacional, ya que a pesar de representar solamente un 9,4% del total de las ventas de Grupo Nutresa, es un negocio totalmente con enfoque internacional, puesto que sus ventas internacionales representan el 100% del comercio de este segmento. Además, se puede observar como este último periodo tuvo un crecimiento de 6,5% con respecto al 2020, alcanzando ventas de 321 Millones de USD. Por otro lado, se evidencia la presencia directa de Nutresa en 10 países, de los cuales, Chile es quien tiene el mayor impacto en los diferentes ámbitos del negocio. Por un lado, este país dispone con la mayor cantidad de plantas de producción, posee cuatro el que le sigue es México con una, lo que le ayuda a presentar un 67,2% de las ventas del negocio. Por otro lado, podemos ver como marcas como Zuko y Lucchetti, juegan un gran rol en el país chileno, debido a que presentan ventas superiores a 50 Millones de USD. De igual

forma, tanto Estados Unidos como México presentan igualmente gran influencia en el segmento, obteniendo el 8% y 15,9% respectivamente, de las ventas del negocio. Asimismo, Nutresa busca generar un crecimiento rentable por medio de la potencialización de las categorías actuales del negocio y a su vez, lanzando innovaciones relevantes en las geografías de Chile y México.

### ***Galletas***

Este segmento, es uno de los que más influencia tiene para el Grupo Nutresa, puesto que representa el 17,7% del total de las ventas de la empresa y en donde el 51,9% de estas es por ventas a nivel internacional, por lo cual, la venta de galletas internacionalmente representa el 9,18% del total de las ventas de Nutresa. Sin embargo, se puede observar un crecimiento negativo de 3,8%, con respecto al año 2020, alcanzando ventas de 311 Millones de USD. Por otro lado, se evidencia la presencia directa de Nutresa en 11 países, de los cuales la región centroamericana y el país estadounidense son los que presentan mayor porcentaje de las ventas del negocio, con 26,3% y 16,9% respectivamente. Además, marcas como Pozuelo y Lil Dutch Maid con presencia en estos países presentan ventas mayores a 50 Millones de USD. De igual forma, tanto Estados Unidos como Centroamérica son los únicos dos lugares que disponen de plantas de producción, cada uno con una. Es importante resaltar, que el Grupo Nutresa busca mejorar la rentabilidad del negocio a través de la gestión de materias primas y productividad interna.

### ***Otros***

Ahora bien, dentro de esta sección se incluyen los segmentos tales como: Cafés, Chocolates, Cárnicos y Alimentos al Consumidor; los cuales suman el 56,3% de las ventas

totales del Grupo Nutresa S.A. Comenzando por el sector de Cafés, este puede ser el de mayor importancia en el ámbito internacional comparado a los otros tres, puesto que las ventas internacionales representan un 8,61% de las ventas totales de Nutresa, además, se observa como desde 2019 ha mantenido grandes márgenes de crecimiento constante, contando este último año con un crecimiento de 16,3% con respecto al 2020 y ventas de 291 Millones de USD. Por otro lado, este negocio tiene presencia directa en 14 países, sin embargo Estados Unidos con un 43,7% es quien posee el mayor porcentaje de las ventas, lo cual deja en evidencia que es un segmento explotado más a nivel nacional, puesto que Colombia presenta el 41,8% de las ventas del negocio y el 15,5% restante se reparte en los 12 países restantes siendo un porcentaje muy bajo. De igual forma, Nutresa busca seguir potenciando la marca Cameron 's en Estados Unidos, la cual cuenta con ventas mayores a 50 Millones de USD, al igual, que seguir desarrollando nuevas marcas.

Continuando con el segmento de Chocolates, este sigue teniendo un poco de importancia al igual que el anterior, ya que las ventas internacionales representan el 6,32% de las ventas totales de la empresa, además, se puede decir que el último año presentó un crecimiento de 14,9% con respecto al 2020 y se proyecta a continuar creciendo. Por otro lado, se menciona que tiene presencia directa en 13 países y presenta 3 plantas distribuidas entre estos. Sin embargo, a nivel internacional este segmento no tiene tanta influencia ya que Colombia, con un 58,7%, es quien abarca la mayor parte del porcentaje de ventas del negocio, seguido por Centroamérica con un 11%. Igualmente se observa, como Colombia es el único que tiene marcas líderes que superan 50 Millones de USD en ventas.



En cuanto a los segmentos de Cárnicos y Alimentos al Consumidor, estos dos tienen poca influencia en el ámbito internacional, porque aunque sumen el 26,1% de las ventas totales del Grupo Nutresa, las ventas internacionales de ambos negocios suman aproximadamente el 4,1% de las ventas totales de la empresa, siendo un valor poco significativo. Por un lado, se muestra como el segmento de Cárnicos, el último año sus ventas disminuyeron un 2,2% lo cual representa aproximadamente 57 Millones de USD, mientras que Alimentos al Consumidor, presentó un crecimiento relativamente bueno, de 32,4% con ventas de 81 Millones de USD, teniendo en cuenta que en el 2020 su crecimiento había sido negativo de 20,2%. De igual forma, se ve como el negocio cárnico internacionalmente presenta solo el 9,1% de las ventas del negocio con presencia directa en 6 países. Por el lado de Alimentos al Consumidor, se observa que 31,3% de las ventas del negocio son a nivel internacional con presencia en 5 países, principalmente en Centroamérica y el Caribe.

## **TESIS DE INVERSIÓN**

### **Crecimiento económico e Ingresos: Tendencia positiva y finanzas que lo respaldan**

La perspectiva frente al futuro económico de Grupo Nutresa S.A tiene varios vértices que cabe aclarar para poder determinar el comportamiento financiero de esta, tanto actual como en el futuro. Uno de los factores que puede ser guía frente a la previsión de los ingresos percibidos por NCH.CN es la proyección económica dada por el Banco Mundial (BM), la cual proyecta un crecimiento del 4.6% para las economías emergentes y en desarrollo en el año 2022 y 4.4% para el 2023. Específicamente para América Latina y el Caribe, donde NCH.CN tiene la mayor parte de su área productiva y comercial, el Banco Mundial prevé un crecimiento del 2.6% y 2.7% para los años 2022 y 2023 respectivamente. Por parte del

equipo de investigación económica del Grupo Nutresa, se anticipa un crecimiento entre un 0% y 1.5% proyectada hacia el largo plazo, todo dependiendo del “desarrollo económico del país en que se encuentra localizada la Unidad Generadora de Efectivo (UGE)”, y atado a la inflación. (Banco Mundial)

*Tabla 2: Pronóstico del crecimiento económico internacional*

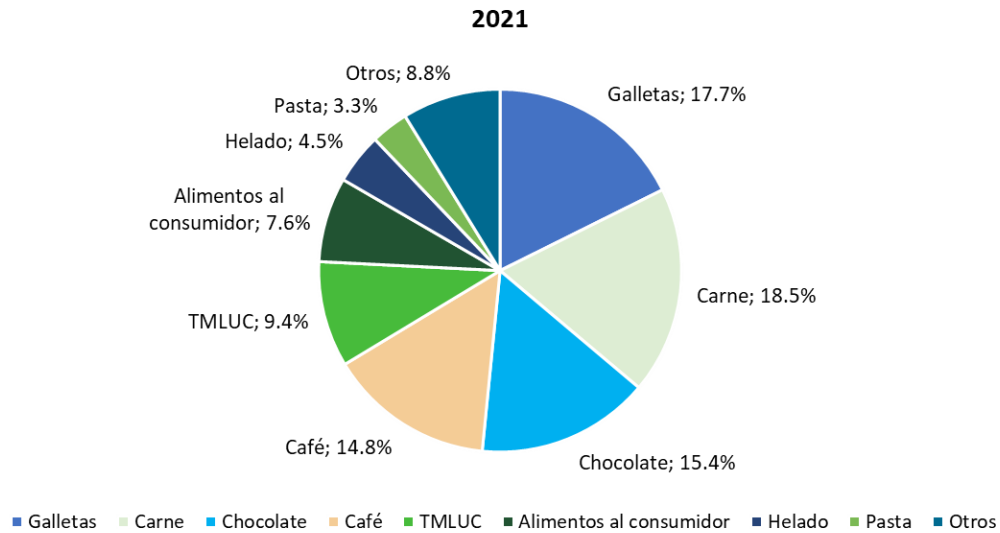
	2019	2020	2021e	2022f	2023f
<b>Mundo</b>	2.6	-3.4	5.5	4.1	3.5
<b>Economías avanzadas</b>	1.7	-4.6	5	3.8	2.3
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	3.8	-1.7	6.3	4.6	4.4
Asia oriental y el Pacífico	5.8	1.2	7.1	5.1	5.2
Europa y Asia central	2.7	-2	5.8	3	2.9
América Latina y el Caribe	0.8	-6.4	6.7	2.6	2.7
Oriente Medio y Norte de África	0.9	-4	3.1	4.4	3.4
Asia meridional	4.4	-5.2	7	7.6	6
África del sur del Sahara	2.5	-2.2	3.5	3.6	3.8

*Fuente: Banco Mundial*

El sector de NCH.CN como dicho anteriormente es el de alimentos procesados, y para poder prever el comportamiento futuro de los ingresos se debe entender cuál es la previsualización de dicha industria. El profesor Aswath Damodaran, profesor de finanzas de la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York, estima que si bien la tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR como su sigla en inglés) de los ingresos ha rondado 12.99% durante los últimos 5 años, los próximos 2 años crecerá a un 15.26% (Damodaran). Uno de los principales factores del aumento esperado es el aumento de la demanda por alimentos ya procesados, los cambios en los hábitos de los consumidores y un salto de innovación reciente en el campo de los alimentos. Un estudio por parte de Markets and Markets estipula un CAGR promedio del 6% hasta el 2026 para la industria de los alimentos internacionalmente (Markets and Markets).

Centrándose un poco más en el desempeño propio de NCH.CN, se puede evidenciar un crecimiento constante en sus ingresos, con un promedio de 10.09% durante los 5 años analizados. En el 2020 su crecimiento en ventas llegó al 11.74% en comparación al año pasado, denotando así una fortaleza en el mantenimiento de sus canales comerciales a pesar de choques externos, como lo fue el COVID-19 durante el año. De igual manera, se puede estimar un muy probable cumplimiento del plan de acción, comentado anteriormente, en donde NCH.CN se propone doblar las ventas del 2020 al 2030. Los segmentos ya analizados mostraron una tendencia positiva respecto al crecimiento de las ventas, siendo el Café, Alimentos al por menor y la Pasta los segmentos con mayor crecimiento desde el 2018. Por otro lado, los segmentos con mayor representatividad en las ventas totales del Grupo Nutresa fueron las Galletas, la Carne y el Chocolate, con un 17.65%, 18.5% y 15.42% de participación respectivamente.

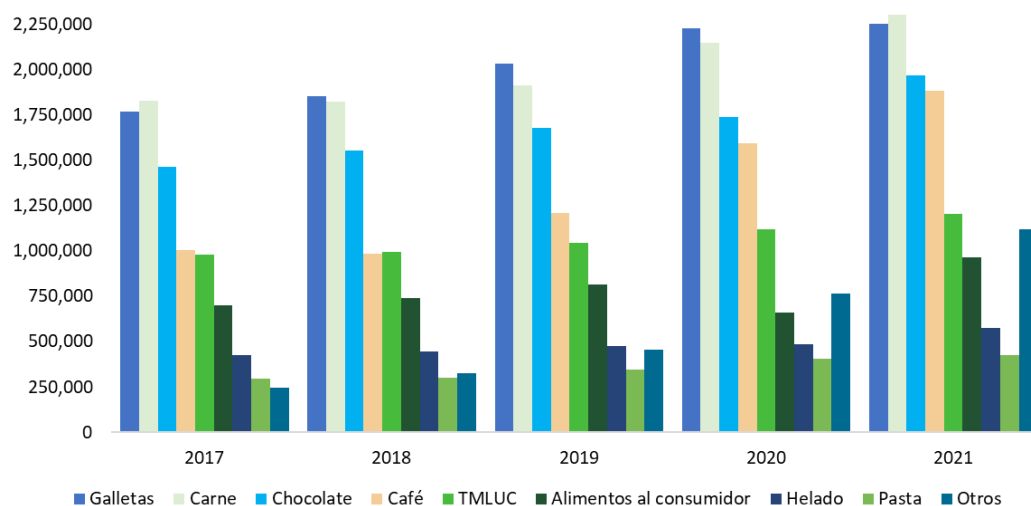
**Gráfico 8: Distribución de ingresos por segmentos de NCH.CN**



**Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv**

En cuanto a lo mencionado anteriormente, es importante indicar que la situación económica y financiera de NCH.CN se encuentra estable y con un buen crecimiento potencial, que lograría generar un entorno apto para que los ingresos sean positivos y duraderos. Con ello, se indican los siguientes eventos: 1) Las variables económicas respecto al desempeño futuro de la economía en general tienden a ser positivas, como se pudo ver con el análisis del Banco Mundial y según la misma percepción del equipo investigativo del Grupo Nutresa. 2) El sector de Alimentos procesados tiene un crecimiento sólido y con buena credibilidad, principalmente predicho por el profesor Aswan Damodaran y el estudio realizado por Markets and Markets. 3) El análisis horizontal de NCH.CN logra indicar un crecimiento continuo durante los años analizados, que perduró a pesar de los factores de choque externos como lo fue el COVID 19, y con ello, unos segmentos firmes que apoyan el crecimiento total de las ventas.

**Gráfico 9: Ingresos de NCH.CN de los últimos 5 años dividido por segmento**

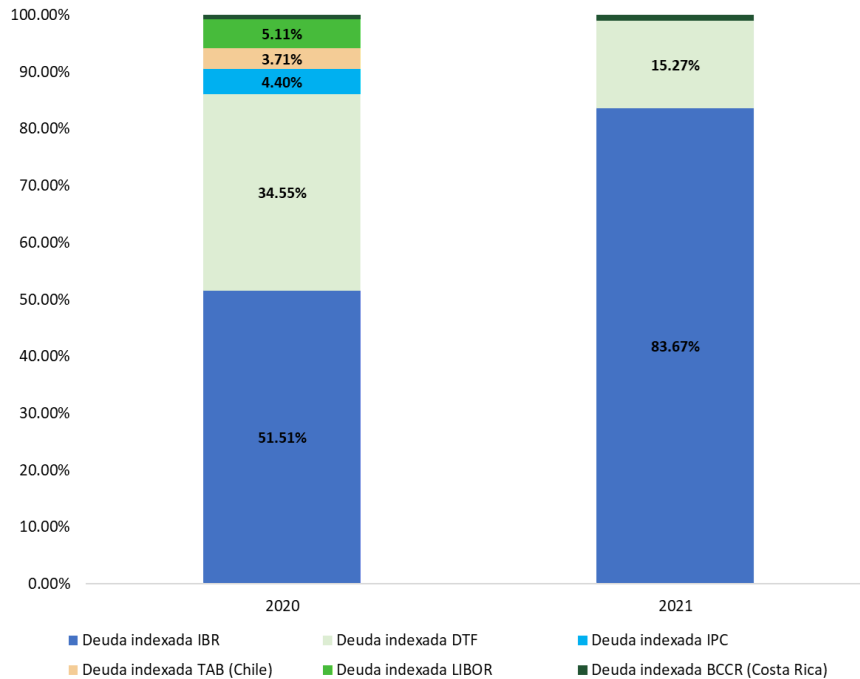


*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

### **Deuda y apalancamiento: Estabilidad y control en los niveles de adquisición de deudas**

NCH.CN ha presentado un comportamiento de deuda muy estable, un leve crecimiento en la deuda a largo plazo y un decrecimiento en la deuda a corto plazo, del 13.92% y -9.89% respectivamente. La deuda adquirida por NCH.CN es principalmente deuda a tasa de interés variable, que para el 2020 fue una deuda de aproximadamente 91.66% de la deuda total, sin embargo para el 2021 disminuyó esta distribución, a tener una mayor porcentualidad en la deuda a tasa de interés fijo con un 22.13%. La exposición de la deuda a tasas de interés variable está sujeta a cambios en la tasa base, y puede generar un aumento a la deuda total. Las tasas base a las que NCH.CN está expuestas son; IBR, DTF, IPC, TAB, LIBOR y BCCR. Para 2021 la tasa con mayor representatividad en la deuda de la empresa es la tasa IBR, con un 83.67% de toda la deuda con tasa de interés variable, le sigue la DTF con un 15.27% y la BCCR (En Costa Rica) con un 0.96%. Se presentó una disminución del 99.33% entre 2020 y 2021 en las tasas del IPC, TAB y LIBOR. (Grupo Nutresa S.A. #54)

**Gráfico 10: Porcentaje de deuda por tasa de interés indexada**



*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

Entre otras obligaciones financieras cuyo análisis se debe entender para luego enfocarse en el costo de la deuda es el desempeño de los bonos corporativos de la empresa en cuestión, en cuyo caso es necesario comentar que los bonos emitidos en Agosto del 2009 tuvieron un plazo de vencimiento a Agosto de 2021, con un valor total de 500.000 millones COP, y con fechas de vencimiento a 5, 7, 10 y 12 años. La tasa de los bonos era una tasa variable con el IPC como tasa base y 5.75% de margen. Fitch determinó los bonos como AAA (col) estables, cuya base según la calificadora eran cuatro puntos importantes: 1) Desempeño operativo favorable: aumento de volumen de ventas, productos con demanda creciente, y canales de distribución de rápida adaptación. 2) Posición competitiva robusta: empresa líder en su país, marcas altamente reconocidas, y sistema de atención extenso

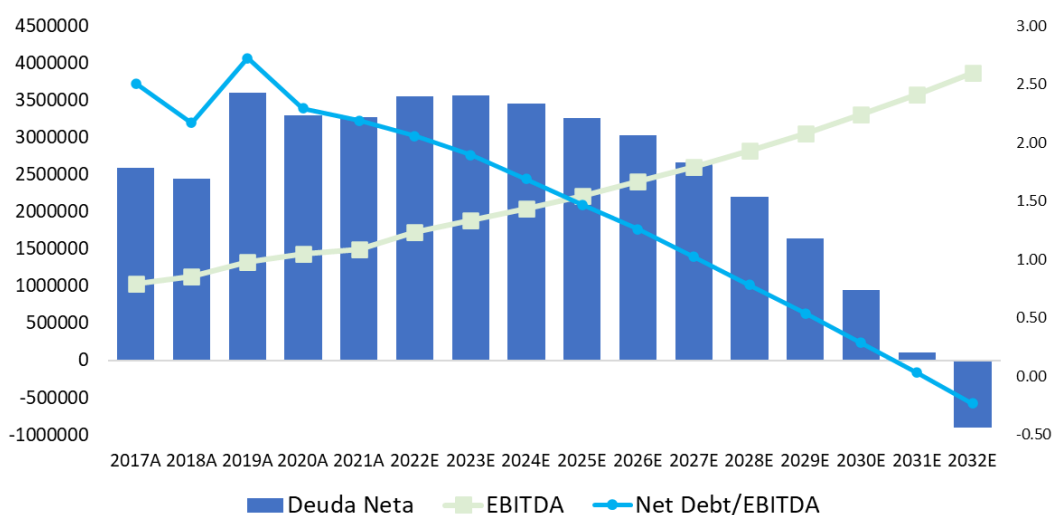
(permitiéndole atender a más de 1.3 millones de puntos de venta. 3) Diversificación Geográfica y por Productos Favorables: Negocio altamente diversificado y exportaciones en incremento. 4) Métricas Crediticias Sólidas: apalancamiento moderado y desempeño financiero sólido. (Fitch Ratings)

Respecto a los niveles de apalancamiento, como se ha venido explicando a lo largo de texto, NCH.CN ha logrado mantener niveles relativamente bajos, con una Deuda Neta/EBITDA promedio de 2.34x (Años en que Grupo Nutresa S.A se demoraría para pagar su deuda si su EBITDA y su deuda se mantienen constantes), 42% de Deuda/Patrimonio y 76% aproximados de Pasivos/Patrimonio, en promedio durante los 5 años analizados. NCH.CN mantiene un ratio de prueba ácida de aproximadamente 0.88 a lo largo del tiempo y un ratio de liquidez de 1.49, mostrando que la empresa depende de sus inventarios para pagar las deudas a corto plazo. Cabe destacar que la medida del ratio de prueba ácida ha ido mejorando durante los años, con incremento anual promedio del 5.4%.

Según lo citado durante la tesis de deuda, es notable mencionar que NCH.CN en cuestión de deuda y apalancamiento ha mantenido el control y su solidez financiera, lo que mostraría un ambiente económico estable y duradero. De esta manera, podemos dar los siguientes puntos para tomar en cuenta en la previsión del comportamiento de la deuda de NCH.CN en el futuro: 1) El comportamiento histórico de la deuda de la empresa ha sido estable, con tendencia a disminuir la deuda en el corto plazo. Además, la diversificación de tasas ayuda a controlar la volatilidad de las mismas y con ello un posible incremento en materia de la deuda. 2) En cuestión de bonos, la empresa ya cumplió todos los términos de pago de los bonos emitidos en el 2009, y no se espera que en el futuro próximo vuelva a

emitir deuda. También tiene una buena percepción de parte de una calificadora como Fitch and Ratings, que determina que la deuda emitida por Grupo Nutresa S.A es estable y está dentro de los rangos de inversión segura, dando de esta manera una perspectiva de confiabilidad en el desempeño financiero de la empresa (Fitch Ratings). 3) El control de la estructura de capital se ve reflejado en los datos financieros analizados (Ratio de liquidez, de prueba ácida, Deuda Neta sobre EBITDA, etc.) y lo evidenciado muestra la calidad con que controla la adquisición de Deuda y su forma de pagarla

**Gráfico 11: Proyección de la Deuda Neta y del EBITDA**



*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

### **Patrimonio: Nuevo accionista, control de los dividendos y utilidades sólidas**

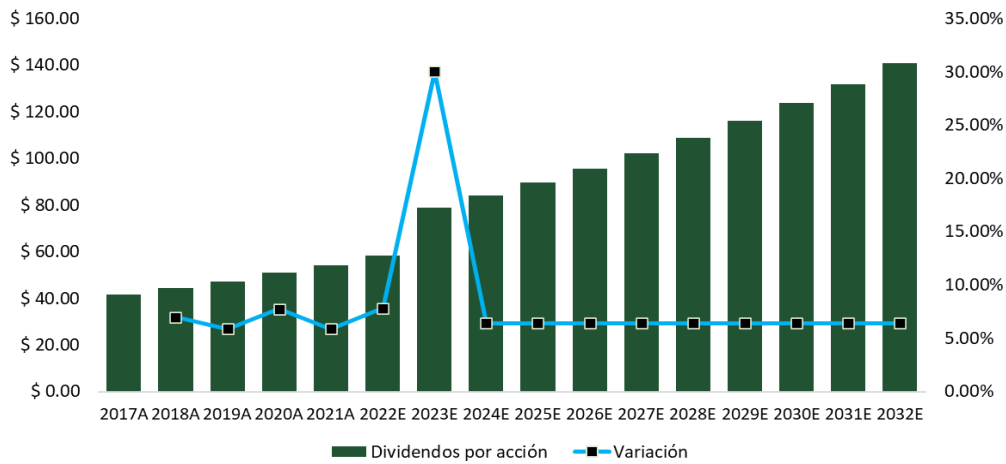
Una de las noticias con mayor impacto a nivel nacional (Colombia) y empresarial (Grupo Nutresa S.A), es la OPA por parte de Nugil S.A.S, donde ésta busca comprar una participación de más del 5% de las acciones con derecho a voto, de las cuales más del 25% debían de estar cotizando en la bolsa. Con la oferta masiva a todos los accionistas, el precio



de la acción subió hasta un 103.5%, y sus picos tomaron lugar después de que la Superintendencia Financiera de Colombia autorizará las operaciones por parte del grupo ofertante. Una de las causales de la subida fue por parte de que el Nugil S.A.S ofertó \$12.58 USD por cada acción. Según Nugil S.A.S, el propósito de la compra de acciones de la empresa Grupo Nutresa S.A se da por el potencial que le ven a la empresa teniendo un enfoque internacional, de lo cual ellos dicen que esperan recibir mayores rentabilidades en aquellos mercados. (Nugil S.A.S)

Luego de entender la situación de cambio patrimonial, es importante entender cómo se ha mantenido la política de dividendos de NCH.CN. Para finales de Marzo del 2021 la Asamblea General de Accionistas del Grupo Nutresa SA decretó un dividendo ordinario de \$58.5 COP por acción y por mes (\$702 COP anual por acción), un incremento del 8.13%. Se dictamina principalmente sobre la base de las utilidades no gravadas del 2020 y 2019. De igual forma, se dictaminó que durante los próximos 3 años se pondrá en marcha un proyecto de recompra de acciones por 300 mil millones COP. Hasta finales del 2021 se han llegado a adquirir 2.367.589 de las acciones por un total de 52 mil millones aproximadamente. El aumento de los dividendos ha rondado el 7% desde su declaración en el 2015, y se espera un aumento superior al promedio debido a que después de la OPA por parte de Nugil S.A.S el plan propuesto por el nuevo accionista es aumentar en gran medida el valor de los accionistas e inversionistas, lo que potencialmente ha conllevado a elevar su valor. El YTM de los dividendos en los últimos 5 años ha rentado un 2.37% aproximadamente y su ratio de cobertura ha rondado los 200. (“Dividendos y políticas”)

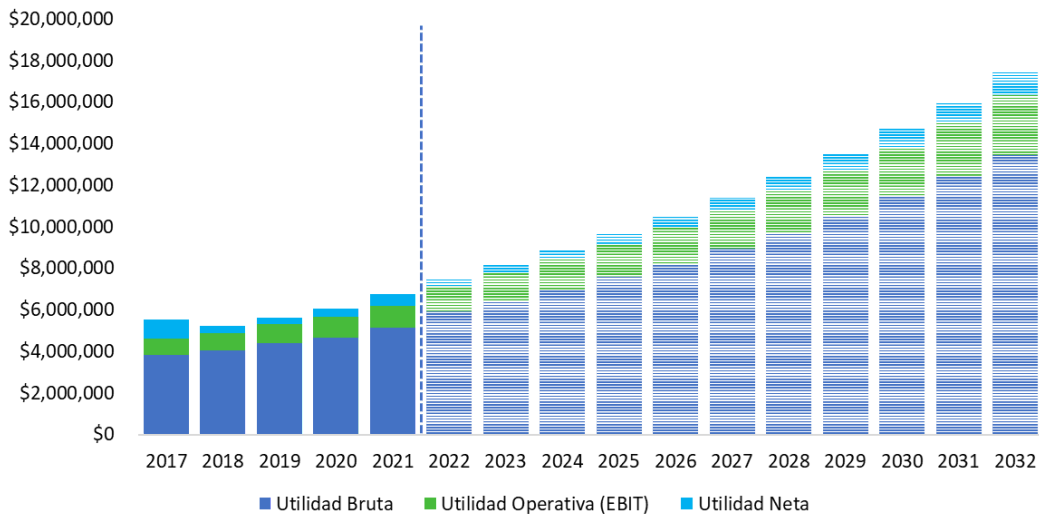
**Gráfico 12: Dividendos por acción proyectados hasta el 2032**



*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

El comportamiento de las utilidades del Grupo Nutresa S.A ha tenido una estabilidad continua durante los años en cuestión, rentabilidades netas de aproximadamente 5.27%, operativas de 9% y brutas del 43%. Cabe resaltar que el desempeño de las rentabilidades continuó la misma tendencia durante el COVID 19, mostrando así una solidez en generar rendimientos. Si además de entender los comportamientos internos de la empresa, se ve la situación externa, se evidencia como existe una presión positiva en la que la demanda de los productos ofrecidos por NCH.CN sigue creciendo, volviéndose así un factor potencial que influirá en las rentabilidades futuras. De la misma manera, se remarca como los rendimientos brutos, los cuales se ven impactados en primera mano por todos los costos de producción directos, se ha mantenido en los mismos niveles a pesar de los problemas en las cadenas de suministro globales, que han llegado a encarecer los precios de las materias primas y con ello el precio final de los productos en venta.

**Gráfico 13: Utilidades históricas y proyectadas de NCH**



*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

Es así como se puede entender que la situación patrimonial sigue firme a pesar de los choques externos, brindando una confiabilidad a los accionistas de la empresa. Además de ello, se logra identificar una oportunidad de crecimiento tanto en valor como en rendimientos a causa de un enfoque mayor por parte del accionista Nugil S.A.S, en el que se estima que crecerán los rendimientos una vez NCH.CN tome un rumbo con mayor presencia a nivel internacional. Consecuentemente, se distinguen los siguientes dos puntos que describen y fundamentan los eventos futuros de NCH.CN: 1) La compra por parte de Nugil S.A.S logra aumentar el valor de los accionistas por medio de lo siguiente: a) Compra masiva de acciones a un precio mayor del que se encontraba en el mercado, elevando el precio y por ende el interés de más inversionistas en querer depositar su capital en la confianza que brinda Grupo Nutresa S.A. b) Potencial de crecimiento económico y subsecuente en rentabilidades, a causa de una plusvalía y sinergias que pueden presentarse entre los dos grupos, principalmente con la visión que trae Nugil S.A.S en expandir la empresa a nuevos mercados. 2) Una política de

dividendos estables que permiten dar rentabilidad a los inversionistas logra demostrar un bajo riesgo y baja volatilidad. Si bien se logra ver que el crecimiento de los mismos ha sido constante, el incremento no alarma la situación de liquidez en la que se encuentra la empresa, por lo que se puede esperar un crecimiento continuo dentro de los próximos años, y seguirle dando valor monetario a sus inversionistas.

## **ESG**

Uno de los factores con mayor importancia en el escenario de las inversiones modernas es la métrica “Environmental, Social and Governance” (Como sus siglas en Inglés ESG), la cual surge por la necesidad de aplicar análisis cuali-cuantitativos que logren analizar la situación de una empresa en relación a su responsabilidad y su actuar con medidas que no son explícitas por medio de los números. Las vértices tenidas en cuenta en un análisis ESG son las siguientes; 1. Gobernabilidad. 2. Sociedad. 3. Medio Ambiente. 4. Controversias. Cuando al estudio financiero de una empresa se le añade una perspectiva ESG, se logra abarcar más datos, que pueden influir de maneras directas o indirectas al desempeño económico de la misma. En el caso estudiado, se toman los modelos propuestos en el libro “A Practical guide to ESG integration for Equity Investing”, para poder aplicar los resultados cuali cuantitativos de la empresa NCH.CN en el modelo financiero estructurado. (Principles for Responsible Investment )

El modelo escogido para poder incluir los parámetros ESG en la estructuración de la valoración financiera, incorpora diversas métricas que llegan a tener un impacto directo en los ingresos y en la beta del WACC. Las métricas escogidas para el análisis del Ingreso de NCH.CN fueron: a) Creación Neta de Empleos. b) Satisfacción de los clientes. c) Rotación de

empleados. d) Reconocimientos de responsabilidad corporativa. e) Política de salud y seguridad del cliente. Para el análisis del Beta se escogieron las siguientes: a) Política de ética empresarial. b) Donaciones / Millones en Ingresos \$. c) Capacitación en salud y seguridad. d) Gastos de litigios. e) Mecanismos anti adquisición. f) Controversias ambientales. g) Controversias anticompetencia. h) Total de emisiones de CO2 (en toneladas) (Refinitiv). Todos los resultados de las métricas fueron tomados de Refinitiv, y el auditor de las métricas fue KPMG Advisory Tax & Legal.

**Tabla 3: Factores ESG escogidos para el impacto del ingreso y de la tasa de descuento (WACC)**

ESG Resultados de los impactos del ingreso		
Social	0.5	Creación Neta de empleos
Social	0.5	Satisfacción de los clientes
Social	0.5	Rotación de empleados
Social	0.75	Reconocimientos de responsabilidad corporativa
Social	1	Política de Salud y Seguridad del Cliente
ESG Resultados de los impactos de la Tasa de Descuento (WACC)		
Social	1	Política de ética empresarial
Social	0.75	Donaciones / Millones en Ingresos \$
Social	1	Capacitación en salud y seguridad
Gov	0	Gastos de Litigios (COP)
Gov	0	Mecanismos anti adquisición
Cont	1	Controversias Ambientales
Cont	1	Controversias anticompetencia
Ambie	0.5	Total de emisiones de CO2 equivalente (toneladas)

*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

Luego de escoger las medidas necesarias, se les otorga un peso porcentual a cada una dependiendo del impacto que tenga en las cuentas (entre más directo pueda impactar el factor escogido en la cuenta analizada, más peso porcentual tendrá). De la misma manera, se utiliza la matriz de rangos de impacto ESG del libro correspondiente, como se puede ver en la tabla 4, para saber cuánto será el cambio en la cuenta (Ingresos o Beta). Posteriormente se obtienen los promedios del desempeño de cada factor y con base en estos se determina si el factor impacta en gran o menor medida. Finalmente se utiliza una suma ponderada para encontrar el

impacto final por cada cuenta, y se obtienen los resultados vistos en la tabla 3. (Principles for Responsible Investment #27)

**Tabla 4: Matriz de rangos de impacto ESG**

Puntaje	Rangos	Peso del impacto
A+	0.8<1	1
A-	0.6<0.8	0.75
B	0.4<0.6	0.5
C+	0.2<0.4	0.25
C-	0<0.2	0

Matriz de impactos		
Puntaje	Impacto en el ingreso (crecimiento)	Impacto en la tasa de descuento (WACC)
A+	5.0%	-3.0%
A-	2.5%	-1.5%
B	0.0%	0.0%
C+	-2.5%	1.5%
C-	-5.0%	3.0%

*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

Los resultados obtenidos demuestran que Grupo Nutresa S.A es una empresa con niveles altos de responsabilidad empresarial, en donde sus políticas sociales tienden a ser éticas, estables y duraderas en el tiempo (Rodríguez). Además, su situación medioambiental está controlada y muestra mejoramientos continuos en la aplicación de tecnología para disminuir su huella de carbono y ser una empresa cada vez más sostenible (Portafolio). Por parte de la situación de gobierno corporativo, hay puntos fuertes que determinan su estabilidad jerárquica, pero que hay debilidades en cuestión de gastos de litigio y mecanismos anti adquisición, del cual el último pudo haber sido un factor de gran importancia en la situación de la OPA por parte del grupo Nugil S.A.S (Semana). De forma resumida, se puede decir que NCH.CN cumple con altos estándares de una empresa responsable y altamente galardonada, en donde su persistencia y compromiso con la sociedad y el medio ambiente son remarcadas en toda su estructura. De igual manera, en la parte final del trabajo.

**Tabla 5: Resultados del impacto ESG en el crecimiento del ingreso y en la tasa de descuento (WACC)**

ESG Impacto en el ingreso (Crecimiento)	
61.25%	2.5%
ESG Impacto en la tasa de descuento (WACC)	
65.00%	-1.5%

*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

## SUPUESTOS Y PROYECCIONES

Las proyecciones financieras que se asumieron para NCH.CN se determinaron hasta el 2032, para ver su desarrollo en periodos a corto, mediano y largo plazo. Estas proyecciones se estructuraron a través de varios supuestos importantes, los cuales involucran ESG, comportamientos históricos, y variables constantes durante los años proyectados. Así entonces, se organizaron tres vertientes principales para los supuestos. La primera parte consta de una proyección del ingreso por medio de una suma ponderada entre el peso porcentual del impacto ESG, como explicado anteriormente, y un promedio histórico de 5 años que logra recopilar los movimientos anuales del reporte consolidado de Grupo Nutresa S.A. En este caso las dos métricas en cuestión tuvieron un peso de 80% para el análisis histórico de 5 años y un 20% de peso para el análisis ESG. La segunda parte de los supuestos consta de las demás cuentas, de las cuales unas tuvieron un análisis de crecimiento (cambio porcentual entre años) y otras tuvieron promedios de desempeño de los 5 años, para luego dejar el valor constante durante los años proyectados. Por último, en la tercera parte se utilizan supuestos basados en los pronósticos de Grupo Nutresa S.A, y después se dejan constantes en los años consecutivos. El desglose de cada tipo de supuestos se hará de esta forma:

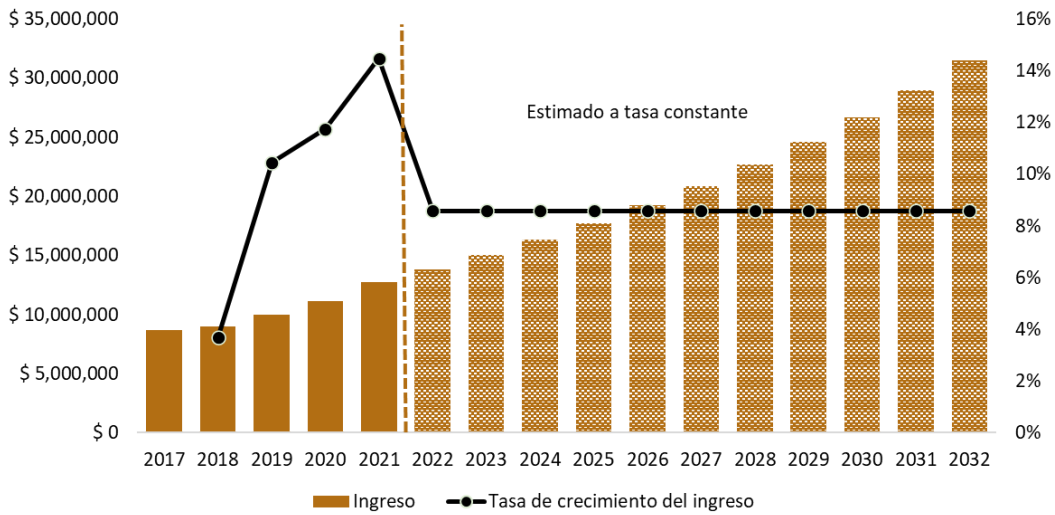
### ***Proyección 1: Ingresos***

La proyección 1 se realizó tomando en cuenta el crecimiento de los ingresos, y los factores que influyeron en los supuestos futuros se compusieron por una combinación entre un análisis del crecimiento promedio de los ingresos de los últimos 5 años y una base porcentual obtenida por medio del análisis ESG. Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

- I. Se identifica un crecimiento promedio del 10.09% anual aproximado de los 5 años anteriores, el cual se multiplica por un peso porcentual del 80% correspondiente al análisis año tras año, obteniendo un crecimiento parcial del 8.07%.
- II. El análisis ESG nos arroja un impacto al ingreso del 2.5%, tasa que se multiplica por el peso porcentual restante del 20%, obteniendo un incremento parcial del ingreso del 0.5%.
- III. La suma ponderada de los incrementos parciales nos arroja un valor del 8.57% aproximado, el cual será utilizado como constante de incremento para el ingreso percibido por NCH.CN durante los 10 años estimados.
- IV. Uno de los planes de NCH.CN para el 2030 es duplicar los ingresos del 2020, y según el crecimiento estimado por el modelo nos arroja que en el 2020 el Grupo Nutresa S.A recibió un ingreso de 11,127,547 millones COP, y con una tasa de crecimiento constante del 8.57% para los años siguientes arroja un ingreso de 26,700,314 millones COP en el 2030, 2.4x veces el ingreso del 2020, cumpliendo así, uno de los parámetros requeridos y estimados por la empresa.



**Gráfico 14: Ingreso y tasa de crecimiento proyectados hasta el 2032**



*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

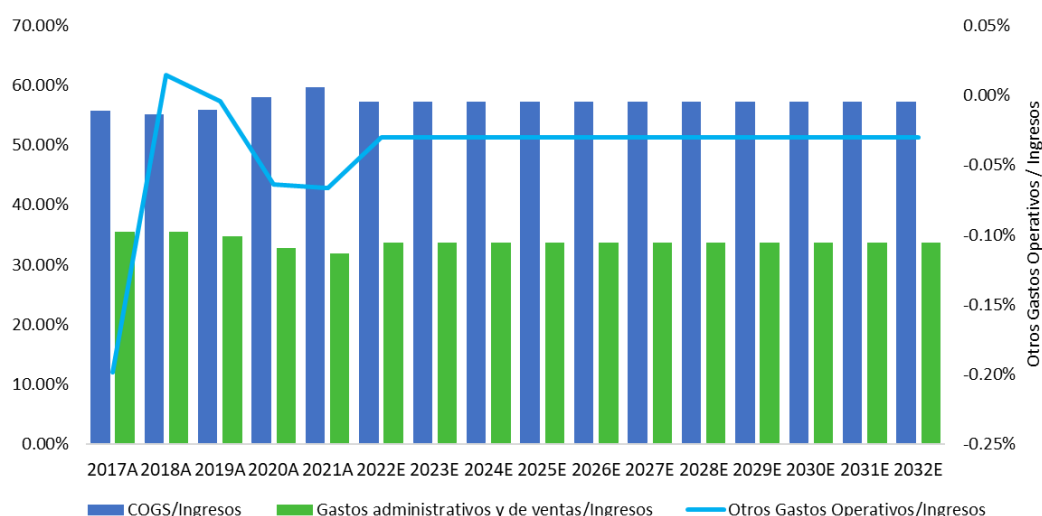
**Proyección 2: Valores constantes**

La proyección 2 tuvo solo un mecanismo simple, el cual contaba principalmente por un promedio anual de los 5 años anteriores a la fecha de valoración, tomando en cuenta que siguieran los lineamientos propuestos por Grupo Nutresa S.A, y que estuvieran en un crecimiento similar a lo sucedido en los 5 años anteriores. Los resultados que se obtuvieron son:

- I. Los COGS (Costo de bienes vendidos como sus siglas en inglés), y los gastos administrativos se proyectaron usando una medida de porcentaje del ingreso, para poder atarlos al crecimiento mismo de los ingresos y disminuir la variabilidad de las cuentas. Para los COGS/Ingresos se obtuvo un promedio del 57.21% y para los gastos administrativos/Ingresos un promedio del 33.76% para los años siguientes.
- II. Los gastos no operativos se mantuvieron constantes, teniendo tasas cercanas a los promedios históricos

- III. El balance general se mantuvo en promedios históricos. Los inventarios, las cuentas por cobrar y cuentas por pagar se proyectaron con base en la rotación de las mismas, específicamente en los días de rotación.
- IV. Las demás cuentas se mantuvieron en los promedios históricos y variaron entre valores constantes o tasas de crecimiento.

**Gráfico 15: COGS/ Ingresos y Gastos operativos/ Ingresos proyectados hasta el 2032**



**Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv**

**Proyección 3: Supuestos basados en los planes de NCH.CN**

El tipo de proyección 3 parte de los planes pronunciados por Grupo Nutresa S.A y proyecciones que se diferencien entre los demás tipos. Entre ellos se encuentra el aumento de los dividendos por acción, los cuales ya tienen valor para el 2023 de 79 COP por acción, y de ahí se siguió la tasa de crecimiento promedio de 6.63% a perpetuidad. Además de los dividendos, la deuda a largo plazo se fijó en el 5%, debido a que NCH.CN está disminuyendo sus niveles de deuda a corto plazo y está transfiriendo ese valor a deuda a largo plazo, por lo que se estima un crecimiento mínimo de la adquisición y por ello el valor de crecimiento.

Finalmente, el crecimiento de los intereses minoritarios se decidió ponerlo en 0%, ya que el futuro sobre la adquisición de más acciones por parte de la empresa o de nuevos accionistas que busquen la compra total de todas las acciones es incierta, por lo que el valor presentado en el 2021 de 76,173 millones COP se mantiene constante hasta el 2032.

## **ANÁLISIS WACC**

Antes de entrar en temas de valoración, específicamente a describir el modelo utilizado (Flujos de Caja Futuros Descontados), se buscó un análisis de WACC (Costo Promedio Ponderado del Capital por sus siglas en inglés) del cual se obtuvo una tasa de descuento para los flujos futuros de un 9.41%. Para poder hallar este resultado, se calcularon los beta por medio de un enfoque “Bottom-Up”, en el que se utilizan las betas desapalancadas del sector para poder encontrar el riesgo de la industria, y luego filtrar para poder encontrar el de NCH.CN. Las empresas escogidas para poder calcular el beta de la firma fueron: Compañía Cervecerías Unidas SA (Chile, Ticker: CCU.CN), Alicorp (Perú, Ticker: ALICORC1.SN), Empresas Copec SA (Chile, Ticker: COPEC.SN), Gruma SAB de CV (México, Ticker: GRUMAB.MX), y Embotelladora Andina SA (Chile, Ticker: ANDINAB.CN). (Refinitiv)

- I. El cálculo beta ascendente se obtuvo desapalancando las betas de empresas comparables y después de promediarlas se obtuvo un resultado de una beta desapalancada de 0,0.435. Posteriormente, el beta obtenido se utiliza para completar la función en el que la deuda total sobre el patrimonio y la tasa de impuestos promedio de los últimos 5 años se utilizan para poder encontrar el beta apalancado de

NCH.CN, un beta apalancado de 0.7129, dado de un resultado promedio a las empresas del sector, 3% por encima del promedio.

Una vez ya calculado el beta a utilizar, se procedió a encontrar el costo del patrimonio, el cual se calculó por medio del modelo CAPM, en el que la tasa libre de riesgo se suma a la multiplicación entre la prima de riesgo de mercado y la beta encontrada. Para la tasa libre de riesgo se escogió el retorno de los YTM de los Bonos a 10 años del tesoro de los Estados Unidos durante los últimos 5 años, obteniendo una tasa de 1.7%. Posteriormente, para poder encontrar la prima de riesgo de mercado (Tasa del mercado menos la Tasa libre de riesgo) se escogió el retorno del SP5000 durante los últimos 10 años, obteniendo una tasa de 11.9% y una prima de riesgo del mercado de 10.2%. Para poder terminar de encontrar el costo del patrimonio se multiplica la prima de riesgo por el beta de la empresa y se obtiene una prima de riesgo ajustada de 7.3%. Finalmente se le suma la tasa libre de riesgo, de un 1.7%, y se le suma además el impacto ESG como explicado anteriormente, de un -1.5%, obteniendo un costo de patrimonio de 15.6%.

*Tabla 6: Supuestos utilizados para la estructuración del costo de la deuda y estimación del WACC*

Supuestos		
Tasa de impuestos (Promedio de 5 años)		31.2%
Tasa libre de riesgo (Rf) Promedio de 1 Año- Bonos 10 Años USA YTM		1.7%
NCH.CN Retorno del mercado (Rm) - Anual por los últimos 10 Años .SPX		11.9%
<b>Aumento (Impacto por ESG)</b>		-1.5%
NCH.CN D/(D+P+E)		48.2%
NCH.CN D/E		92.9%
NCH.CN P/E		0.0%
Tipo de Costo de Deuda (kD)	kd después de impuestos Enfoque de calificación de deuda	
kD Después de Impuestos		4.57%
NCH.CN Costo de acciones preferenciales		0.0%

*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

De la misma manera, se tuvo que escoger el costo de la deuda para luego poder calcular el WACC, y para ello se recurrió a utilizar un acercamiento por medio del método del profesor Aswang Damodaran, el cual estima el costo de la deuda después de impuestos sumando la tasa libre de riesgo del país de la empresa, el spread de la empresa (calculado por medio de la tabla propuesta por el profesor Damodaran, en el cual se utiliza el ratio de cobertura de los intereses como factor evaluativo), y el spread del país (Damodaran). Con ello se estima que el costo de la deuda es un 3.979%, teniendo una tasa libre de riesgo de 1.7%, un spread del país (Colombia) de 1.62% según el profesor y un ratio de cobertura de intereses promedio de 4.34, el cual arroja una calificación de A3/A-, o un spread de la empresa de 1.22%. (Damodaran)

**Tabla 6: Calificación de la Deuda y estimación del kd por el método de Damodaran**

Enfoque de calificación de deuda			
kd Después de Impuestos=(Tasa Libre de riesgo+Spread de la empresa+Spread del país)			
Tasa libre de riesgo		1.7%	
Puntuación de Fitch (2021)	AAA		
Spread del país		1.62%	
kd		4.6%	
Si el índice de cobertura de intereses es mayor a ≤ a			
	La puntuación es	Spread de la empresa	
12.5	100000 Aaa/AAA	0.63%	
9.5	12.499999 Aa2/AA	0.78%	
7.5	9.499999 A1/A+	0.98%	
6	7.499999 A2/A	1.08%	
4.5	5.999999 A3/A-	1.22%	
4	4.499999 Baa2/BBB	1.56%	
4	4.499999 Ba1/BB+	2.00%	
3	3.499999 Ba2/BB	2.40%	
2.5	2.999999 B1/B+	3.51%	
2	2.499999 B2/B	4.21%	
1.5	1.999999 B3/B-	5.15%	
1.25	1.499999 Caa/CCC	8.20%	
0.8	1.249999 Ca2/CC	8.64%	
0.5	0.799999 C2/C	11.34%	
-100000	0.499999 D2/D	15.12%	
<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm</a> <a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html</a>			
kd después de impuestos Enfoque de calificación de deuda			
4.569%			

*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

Finalmente, para obtener el WACC se multiplica el costo del patrimonio, el cual es 15.6% el peso del patrimonio, resultado de una división entre el patrimonio y la suma entre la deuda y el patrimonio, lo cual arroja una porción del patrimonio de 8.1%. Este resultado se suma con el peso de la deuda multiplicado por el costo de la deuda, el cual anteriormente se había dicho que era un 4.57%, para finalmente obtener un WACC o tasa de descuento de 9.61%.

Tabla 7: Cálculo del WACC

<b>Cálculo del WACC</b>	
Prima de riesgo del mercado (Rm - Rf)	10.2%
Multiplicado por: NCH.CN Bottom-Up Beta	0.713
<b>Prima de riesgo de mercado ajustada</b>	<b>7.3%</b>
Sumar: Tasa libre de riesgo (Rf)(1)	1.7%
Add: Aumento (Impacto por ESG)	-1.5%
<b>Costo del patrimonio</b>	<b>15.6%</b>
Multiplicado por: NCH.CN E/(D+P+E)	51.8%
<b>Porción del Costo del Patrimonio</b>	<b>8.1%</b>
<b>Costo de la Deuda (Rd)</b>	<b>4.57%</b>
Tasa de impuestos (Promedio de 5 años)	31.2%
<b>Costo de la deuda después de impuestos</b>	<b>3.1%</b>
Multiplicado por: NCH.CN D/(D+P+E)	48.2%
<b>Porción del Costo de la Deuda</b>	<b>1.5%</b>
NCH.CN Costo de acciones preferenciales (Rp)	0.0%
Multiplicado por: NCH.CN P/(D+P+E)	0.0%
<b>Porción del Costo de las acciones preferenciales</b>	<b>0.0%</b>
<b>WACC</b>	<b>9.61%</b>

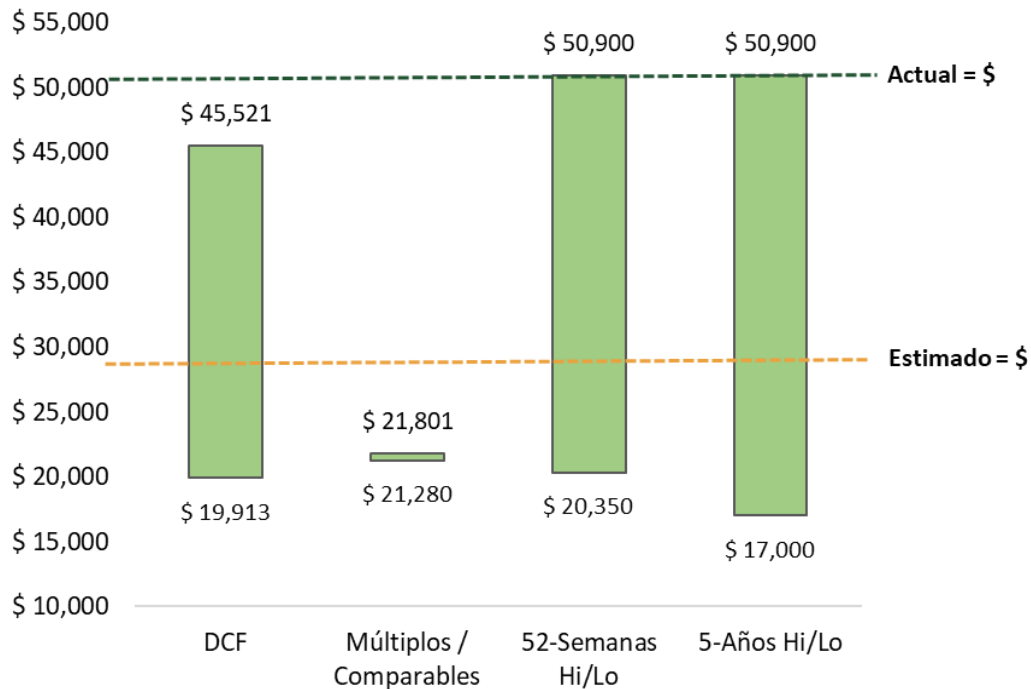
Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv

## VALORACIÓN

El precio estimado de la acción de NCH.CN es \$28,9840 COP aproximados para el 13 de mayo de 2022, el cual fue obtenido mediante un promedio ponderado entre los resultados obtenidos por una valoración intrínseca y otra de valor de mercado. Los pesos porcentuales fueron divididos 80% para los resultados obtenidos por la valoración DCF y 20% para la valoración por múltiplos. La razón principal para darle pesos porcentuales a las valoraciones fue por que uno de los supuestos principales para la valoración de NCH.CN es que la empresa en su plan de expansión de mercados y en la fortaleza actual de sus marcas logrará sobresalir entre su competencia, siendo una empresa líder no solo en la región si no a nivel internacional. El precio objetivo obtenido por la valoración DCF fue de \$30,845.31 COP, con

una TIR del inversor de capital (después de diluir los SBC) de 3.16% con un plan de inversión a 10 años. Por otro lado, el precio obtenido por la valoración de comparables fue de \$21,540.12, obtenido por medio del múltiplo Valor de Empresa/Ingresos, múltiplo usado en caso de que la empresa tenga un potencial de adquisición, comprobado por la compra masiva de acciones por parte de Nugil S.A.S.

**Gráfico 16: Gráfico de Football-Field de los resultados de la valoración de NCH junto con los máximos y mínimos históricos**



*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

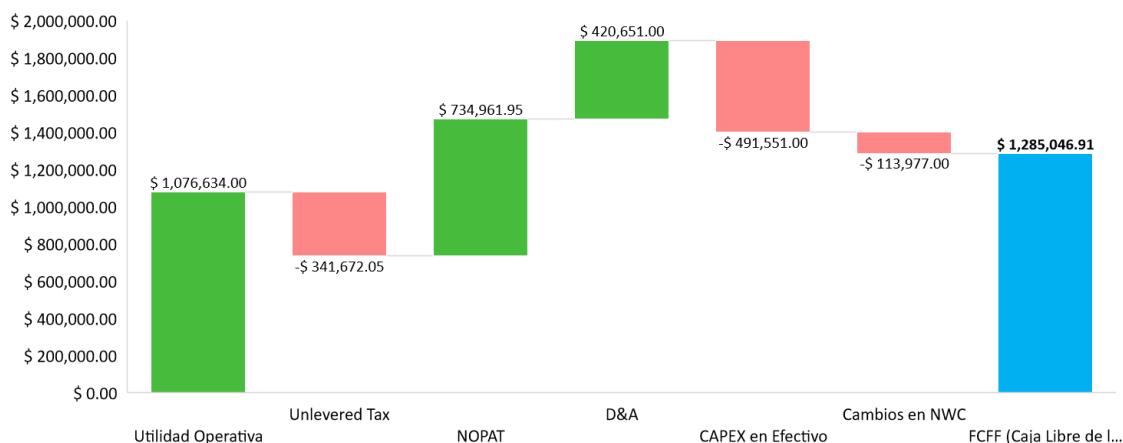
**Por valor intrínseco: DCF**

El modelo usado para poder hallar el valor de la firma, independiente del mercado, fue el modelo de Flujos de Caja Descontados (DCF por sus siglas en inglés), en el cual como se había mencionado anteriormente tuvo un valor de \$30,845.31 COP por cada acción de



NCH.CN. Para llegar a ese valor se proyectó el Flujo de Caja Libre de la Firma (FCFF en inglés) desde el 13 de Mayo del 2022 hasta el 31 de Diciembre del 2032, junto con un valor a perpetuidad que comienza desde el 31 de Diciembre del 2022 estimado mediante un múltiplo de salida de 8x el valor del EBITDA para la fecha inicial. El valor del múltiplo de salida fue tomado luego de encontrar los valores EV/EBITDA de los comparables (del mercado) y se le añade un premium por el supuesto principal anteriormente dicho. Posterior a proyectar los FCFF y el valor a perpetuidad, se traen los datos a valor presente por cada fecha, obteniendo un Valor Empresarial móvil, que logra mostrar el valor de NCH.CN proyectado a 10 años y que a fecha de 13 de Mayo del 2022 tiene un valor de \$17,470,255 millones de COP y crece a una tasa anual promedio de 5.79%, logrando un valor de \$32,444,912 millones de COP para el 2032. Así entonces, a todos los valores proyectados del Valor Empresarial se le suman las cuentas de Efectivo y Valores Negociables estimadas para los años en cuestión, y se le resta la deuda de la misma forma, para así obtener el Valor de Mercado o Valor Patrimonial de la firma por todos los años analizados. Para la fecha de la valoración se calcula un Valor Patrimonial de \$14,192,649 millones de COP, y crece en promedio hasta el 2032 en un 7.86% anualmente.

**Gráfico 17: Gráfico de cascada de la estimación del FCFF sin SBC**



**Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv**

Finalmente, para encontrar el valor de la acción de Grupo Nutresa S.A se divide el Valor patrimonial entre todas las acciones diluidas y en circulación, con una cantidad de 460,123,458 acciones, y se obtiene el valor por acción anteriormente mencionado, de \$30,845.31 COP por acción para la fecha inicial. Posterior a ello, se calcula que si un inversionista fuera a comprar una acción el día 13 de Mayo del 2022 la cual cotiza en bolsa a \$50,900 COP por acción, y la mantendría durante 10 años, lograría una TIR (Tasa Interna de Retorno) de 3.164%. Si el inversionista logra adquirir la acción al precio objetivo hallado por el modelo DCF y lo mantiene durante los 10 años, en ese caso el inversionista lograría una TIR de 8.134%.

**Tabla 8: Modelo DCF y resultado para la fecha de valoración (13/05/2022)**

Flujo de Caja Descontado(DCF) Análisis	Perpetuidad		
	Modelo	Múltiplo de salida	Tasa de Crecimiento
Valor terminal a perpetuidad(Elegir opción)	Múltiplo de salida	8	3%
Valor terminal en el modelo	\$ 30,942,438.72	\$ 30,942,438.72	\$ 21,671,780.08
Tasa de descuento (WACC)	9.61%		
Fecha de Valoración	13/05/2022		
# acciones ordinarias en circulación al día de valoración (millions)	460.123458		
Precio de acción del modelo	\$ 30,845.31		
Precio de acción del mercado para la fecha de valoración	\$ 50,900.00		

**Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv**

### **Por valor de mercado: Comparables - Múltiplos**

El modelo complementario en la obtención del precio objetivo de este estudio fue un modelo de valoración de comparables o múltiplos, el cual se basa en comparar el desempeño financiero de la competencia o del mercado. Se escogieron las mismas 5 empresas que se utilizaron para calcular el beta desapalancado para el análisis del WACC, CCU.CN, ALICORC1.SN, COPEC.SN, GRUMAB.MX, Y ANDINAB.SN (Refinitiv). El precio obtenido por medio de la valoración por múltiplos fue de \$21,540.12 COP por acción, y para ello se necesitó calcular los múltiplos de la competencia. Para poder conseguirlos, inicialmente se obtiene la capitalización del mercado y el EV de cada empresa, junto con los ingresos anuales del último periodo reportado y los ingresos estimados del siguiente año, para ello se recurrió a obtener los datos presentes en las proyecciones de Refinitiv. Luego se toman los EV encontrados y se dividen por los ingresos de cada empresa, se pasan a promediar y se obtiene el múltiplo escogido, que en este caso fue EV/Ingresos, con un valor de 0.94x veces. Se escoge el múltiplo EV/Ingresos debido a que tiende a ser utilizado en caso de que la empresa esté pronta a ser adquirida, y por la situación presentada con Nugil S.A.S se procede con el múltiplo. Después se obtiene el EV de NCH.CN multiplicando los ingresos estimados para el año siguiente y el múltiplo escogido. Posteriormente, para encontrar la Capitalización de Mercado de la empresa se le restan los intereses minoritarios y la deuda neta, y finalmente el precio objetivo de la acción se calcula dividiendo el número de acciones por la capitalización de Mercado obtenida.

*Tabla 9: Valoración por Múltiplos/Comparables y resultado obtenido*

Ticker	Company Name	EV/Revenue	
		LTM	2022E
CCU.SN	Compañía Cervecerías unidas	1.07x	1.20x
ALICORCO1.SN	Alicorp	0.75x	0.71x
COPEC.SN	Empresas Copec SA	0.70x	0.66x
Grumab.mx	Gruma SAB de CV	1.30x	1.27x
Andinab.SN	Embotelladora Andina SA	0.90x	0.98x
Media		0.94x	0.97x
Mediana		0.90x	0.98x
Precio objetivo de análisis de comparables			\$ 21,540.12

*Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv*

## RIESGOS

### *Riesgos de Mercado*

#### Riesgo de Mercado 1:

Uno de los riesgos de mercado que más puede afectar el desempeño financiero de NCH.CN es el Riesgo de tasa de interés, el cual parte de la posible variación en las tasas de interés y con ello un aumento en la volatilidad del gasto por intereses financieros. Lo analizado según la situación económica del 2022 es una tendencia por parte de la FED a incrementar las tasas de intervención monetaria, por parte de una política monetaria restrictiva a nivel global, después de una política expansiva y agresiva vivida en el 2020 para sobrellevar los problemas ocasionados por las restricciones a causa del COVID 19.

**Impacto:** Se considera un impacto alto en la deuda de Grupo Nutresa S.A, ya que la mayoría de operaciones de deuda llevadas a cabo por la empresa están centradas en instrumentos con tasas variables. En este caso, las tasas base a las que NCH.CN se encuentra expuesto son las

tasas del IPC, IBR, DTF y TAB, y en menor medida el LIBOR y TIIE.(Grupo Nutresa S.A. #68)

**Mitigante:** Un mitigante frente al posible escenario donde las tasas comienzan a elevarse es cambiar a tasas de interés fijo, para así no tener exposición a las tasas variables y a un encarecimiento de la deuda. Se resalta que Grupo Nutresa S.A está ejecutando el mitigante visto, están disminuyendo la deuda que poseían con tasas variables y están adquiriendo la deuda a tasa fija.

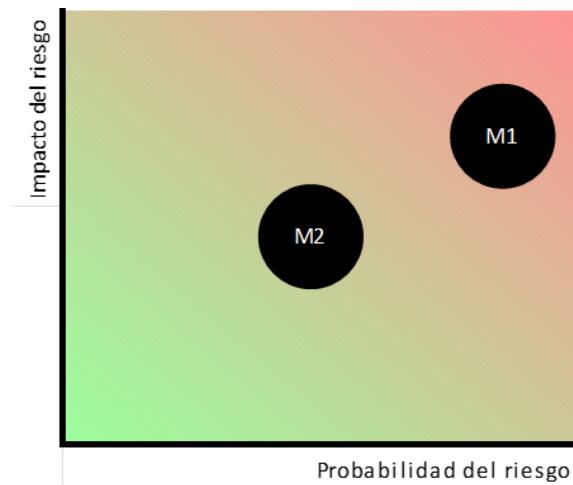
**Riesgo de Mercado 2:**

NCH.CN también está expuesto al riesgo de los precios de los insumos o de la materia prima, ya que la mayoría de productos adquiridos para producir sus bienes y servicios están atados a la cadena de suministros internacional. Hoy en día la cadena de suministros internacional está altamente impactada por dos eventos en específico, la guerra en Ucrania y el problema con los contenedores y con el transporte de carga marítima.

**Impacto:** Se considera un impacto moderado debido a que el precio de los insumos va atado al precio que el consumidor final va a recibir. Dado que Grupo Nutresa S.A es quien aporta el valor agregado a sus productos y es el que transforma los insumos para volverlos bienes utilizables o consumibles, puede afectar su demanda por cuestión de un alza de precios. (Grupo Nutresa S.A. #68)

**Mitigante:** Los mitigantes usados actualmente por NCH.CN son: Negociación de contratos de compra en muchos casos a precios fijos e instrumentos financieros derivados sobre commodities. Otro mitigante sería la implementación de procesos auto sostenibles, en el que los insumos sean producidos cerca a las fábricas o centros de producción.

Gráfico 18: Riesgos de mercado de NCH.CN



Fuente: Modelo Financiero y Refinitiv

## CONCLUSIONES

Para terminar, por medio de una valoración financiera al Grupo Nutresa S.A, logramos identificar cuatro diferentes conclusiones que mencionaremos a continuación. En primer lugar, podemos observar como existe una diferencia de precios entre el valor de mercado y el valor obtenido de la acción, ya que como mencionamos a lo largo del documento el valor de mercado es superior, puesto que en el momento de la valorización este valor era de 50.900 pesos por acción, mientras que el valor obtenido fue de 28.984 pesos por acción. Esto se puede evidenciar debido a la OPA, que tuvo lugar en Noviembre del 2021, y la compra del nuevo accionista Nugil S.A.S, en donde se presentaron compras de las acciones minoritarias y en bolsa por encima de su valor real, con un incremento de aproximadamente el 120%, lo cual impulsó de forma importante el crecimiento súbito del precio de las acciones.

En segundo lugar, la recomendación para los inversionistas es MANTENER la acción y esto es basado en una perspectiva de inversión a 10 años, por lo cual, si se ha de comprar la acción o manteniendo la misma al valor intrínseco obtenido por el modelo, desde el 13 de Mayo de 2022, y vendiendo en el futuro aproximadamente hasta el 2032 se obtendría una gira aproximada de 9.61%, por lo cual se recomienda mantener con base al pronóstico de crecimiento que se pronostica para la empresa. De igual forma, en tercer lugar podemos observar como el Grupo Nutresa por medio del modelo y de los diferentes supuestos y proyecciones, presente una excelente salud financiera la cual se ve justificada por un buen crecimiento económico y manejo de capital, esto se observa gracias al pronóstico financiero positivo que la industria presenta a futuro, al igual, que gracias a la nueva visión que Nugil S.A.S trae para la empresa la cual se basa en una expansión a nuevos mercados internacionales que puede potenciar los ingresos y crecimiento económico de la empresa. Por último, no menos importante, es que esta empresa presenta una buena política de dividendos en constante aumento y respaldada por un desempeño financiero positivo, igualmente, Nugil S.A.S propone como nueva política aumentar el valor de los accionistas creando un mejor panorama para los mismos.

## **BIBLIOGRAFÍA**

Banco Mundial. “Perspectivas Económicas Mundiales.” *Banco Mundial*,

<https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>. Accessed 7 May 2022.

Bolsa de Valores de Colombia. “Bolsa de Valores de Colombia, Un país todos los valores.” *Bolsa de Valores de Colombia, Un país todos los valores*,

- <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>. Accessed 5 May 2022.
- Carrillo, Carlos Luis. *Análisis y comparación de proyectos de inversión mediante el método de valor actual neto*. 2016,  
<http://repositorio.utmachala.edu.ec/bitstream/48000/8816/1/ECUACE-2016-EC-CD00012.pdf>. Accessed 01 Marzo 2022.
- Damodaran, Aswath. “Country Default Spreads and Risk Premiums.” *NYU Stern*, 5 January 2022,  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html). Accessed 10 May 2022.
- Damodaran, Aswath. “Historical Growth Rates.” *NYU Stern*,  
[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histgr.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histgr.html). Accessed 7 May 2022.
- Damodaran, Aswath. “Ratings, Spreads and Interest Coverage Ratios.” *NYU Stern*,  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm). Accessed 10 May 2022.
- “Dividendos y políticas.” *Grupo Nutresa*,  
<https://gruponutresa.com/inversionistas/perfil-de-la-compania/dividendos-y-politicas/>. Accessed 7 May 2022.
- Fernandez, Pablo. *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*. 05 2016, <https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>.
- Fitch Ratings. “Fitch Affirms Grupo Nutresa's Bond Issuance in 'AAA(col)'; Outlook Stable.” *Fitch Ratings*, 27 April 2021,  
<https://www.fitchratings.com/research/es/corporate-finance/fitch-affirms-grupo-nutresas-bond-issuance-in-aaa-col-outlook-stable-27-04-2021>. Accessed 16 May 2022.
- Grupo Nutresa S.A. *Quiénes Somos*, <https://gruponutresa.com/>. Accessed 2 Mayo 2022.



- Grupo Nutresa S.A. “Estados financieros consolidados a 31 de diciembre de 2021 y 2020.” 2021, p. 71,  
<https://gruponutresa.com/wp-content/uploads/2021/04/Grupo-Nutresa-EF-Consolidados-4Q-21-ESP.pdf>. Accessed 6 Mayo 2022.
- Grupo Nutresa S.A. *Informe Integrado 2021*. Marzo 2022. *Informe Anual*, KPMG Advisory, Tax & Legal S.A.S., <https://gruponutresa.com/inversionistas/informe-anual/>. Accessed 10 Abril 2022.
- Lodeiro, Paco. “Los 4 métodos de valoración de acciones básicos del value investing.” *Academia de Inversion*, 17 06 2013, <https://www.academiadeinversion.com/metodos-valoracion-acciones/>. Accessed 25 Abril 2022.
- Markets and Markets. “Food Processing and Handling Equipment Market Global Outlook, Trends, and Forecast to 2026.” *MarketsandMarkets*,  
<https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/food-processing-handling-equipment-market-145960225.html>. Accessed 8 May 2022.
- Nugil S.A.S. *OPA Nutresa: Inicio*, <https://opanutresa.com/>. Accessed 5 May 2022.
- Portafolio. “Nutresa, la empresa de alimentos más sostenible del mundo.” *Portafolio*, 18 November 2021,  
<https://www.portafolio.co/negocios/empresas/nutresa-la-empresa-de-alimentos-mas-sostenible-del-mundo-558649>. Accessed 10 May 2022.
- Principles for Responsible Investment. “A PRACTICAL GUIDE TO ESG INTEGRATION FOR EQUITY INVESTING.” *Principles for Responsible Investment*,  
<https://www.unpri.org/listed-equity/a-practical-guide-to-esg-integration-for-equity-investing/10.article>. Accessed 10 Mayo 2022.
- Refinitiv. “NCH.CN.” *Refinitiv*, <https://www.refinitiv.com/en>. Accessed 2 Mayo 2022.
- Rodríguez, Daniella P. “Estas son las empresas que pertenecen al club de buenas prácticas colombiano.” *LaRepublica.co*, 29 April 2022,

<https://www.larepublica.co/responsabilidad-social/estas-son-las-empresas-que-pertenecen-al-club-de-buenas-practicas-colombiano-3353142>. Accessed 10 May 2022.

Semana. *¿Ético? Grupo Sura compraba acciones a minoritarios a 20.000 pesos, sabiendo que estaban subvaloradas*, 23 February 2022,

<https://www.semana.com/economia/articulo/la-doble-agenda-del-grupo-sura/202231/>.

Accessed 10 May 2022.

Tanaka Nakasone, Gustavo. *Análisis de Estados Financieros Para la Toma de Decisiones*. Pontificia Universidad Católica del Perú, 2001. Accessed 3 May 2022.

Zuleta Acevedo, Juan Carlos. "El modelo DuPont." *LA REPÚBLICA*, 2019,

<https://www.larepublica.co/analisis/juan-carlos-zuleta-acevedo-532896/el-modelo-dupont-2839785>. Accessed 01 Mayo 2022.