

GRUPO NUTRESA

Reporte de compañía y valoración

El potencial de crecimiento de la compañía (tanto orgánico como vía adquisiciones) y las buenas expectativas macroeconómicas de los países en los que opera, particularmente Colombia, justifican mantener nuestra recomendación de compra. Nuevo precio objetivo: COP 27,930.

I. ANÁLISIS SECTORIAL

El sector de alimentos y bebidas no alcohólicas se caracteriza por su evolución anticíclica respecto al PIB total de la economía, por lo que en periodos de auge económico usualmente presenta tasas de crecimiento moderadas, mientras que en épocas de desaceleración, su estabilidad contrasta con retrocesos fuertes en la actividad de otros sectores. Esta evolución de la industria alimenticia obedece principalmente a factores que no están estrechamente relacionados con los ciclos de la economía como lo es el crecimiento poblacional. Claro está, un avance en el PIB per cápita conlleva un mayor consumo de alimentos, particularmente de aquellos procesados (mayor valor agregado) y de bienes durables. Sin embargo, los cambios en las dietas debido a un mayor ingreso económico no son drásticos y ocurren paulatinamente al ritmo de la mejoría en los indicadores de pobreza y el incremento en los ingresos de los hogares. En contraste, en periodos de recesión, la población no puede obviar el consumo de bienes básicos, dentro de los que se destaca el grupo de alimentos. En consecuencia, es característico de este sector que las variaciones en las ventas y en la oferta registren evoluciones con bajas volatilidades, sin cambios drásticos, y que en periodos de expansión económica no se destaquen particularmente frente a otros sectores.

En cuanto al comportamiento en Colombia, cabe mencionar que las ventas al por menor en 2011 (a marzo) registraron un avance significativo de 13.3% frente al 7.1% del mismo periodo en 2010. No obstante, al excluir las ventas de vehículos, el comercio minorista mantuvo un ritmo de avance estable de 5.5% frente a 5.3% de 2010. El subgrupo de alimentos y bebidas no alcohólicas ha retrocedido 0.9%, lo que puede atribuirse parcialmente a la ola invernal así como a la menor confianza del consumidor que, según Fedesarrollo, durante los últimos meses registra un descenso importante al ubicarse en 11,9% en abril de 2011, cuando en el mismo mes de 2010 estaba en 19,3% (Gráfico1). Sin embargo, el índice de confianza aún se encuentra en niveles relativamente altos para estándares históricos. De hecho, las ventas del subgrupo se destacaron por su significativo cambio de tendencia dado que en marzo de 2010 registraron un avance de 1.9%, dato considerablemente superior al actual (-0,9%). En cuanto al comportamiento año corrido 2011 (primer trimestre 2011 frente a primer trimestre 2010), la situación de esta industria se mantiene en terreno negativo con un retroceso de 0.42% mostrando un deterioro mayor que los observados en los dos cortes mensuales anteriores (acumulado a febrero: -0,18%; enero: -0,22%). En cuanto a la variación 12 meses (abril 2010 – marzo 2011 contra abril 2009 – marzo 2010), la dinámica luce parcialmente mejor debido al avance de 2.17%, aunque contrasta con el 2,64% con corte a diciembre de 2010, dejando ver que el año anterior por ahora muestra un mejor desempeño que 2011.

Al realizar el presente informe, CORREVAL ha confiado en la información hecha pública por los emisores a través de la Superintendencia Financiera. CORREVAL no procedió a auditar en forma independiente la información recibida y en consecuencia no efectúa garantía alguna (expresa o implícita) con respecto a la veracidad, exactitud o integridad de la información y las opiniones que aquí se incluyen, o cualquier otra información escrita u oral que se brinde a cualquier interesado o a sus asesores. CORREVAL no asume ninguna responsabilidad ni obligación por cualquier pérdida ocurrida por utilizar la información producto de este estudio y tampoco asumen responsabilidad civil, ni daños y perjuicios causados, por acción u omisión derivada de este documento. Al analizar el presente documento, es muy importante tener en cuenta que el objetivo buscado no es el de predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero operativo específico, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados en la evaluación. Los supuestos de la valoración de cada compañía para determinar precios objetivos son asumidos directamente por el Área de Investigaciones Económicas de CORREVAL y no representan responsabilidad alguna ni para las empresas valoradas ni para CORREVAL. Los inversionistas no deben considerar este reporte como la única herramienta para la toma de decisiones de inversión y deben tener en cuenta que puede estar dirigido a un segmento específico de clientes o a inversionistas con un determinado perfil de riesgo, que puede no ser el suyo. Para ello CORREVAL recomienda buscar la asesoría de alguno de nuestros funcionarios certificados e inscritos en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores. El inversionista debe tener en cuenta que CORREVAL puede hacer y busca negocios con las compañías que son analizadas en este tipo de reportes y puede realizar transacciones de compra y venta de títulos emitidos por éstas.

GRUPO NUTRESA
PRINCIPALES DATOSRecomendación: **COMPRA**

Precio objetivo (2011): COP 27,930

Información Básica

Sector: Alimentos

Presencia: 12 países en América

Mayoritario: Grupo Sura

Market Cap: COP 10.01 billones

Último precio (10-Jun-2011): COP 23,000

Principales cifras financieras*:

Ingresos Operacionales: COP 4.59 billones

EBITDA: COP 540,307 millones

Ut. Operacional: COP 426,362 millones

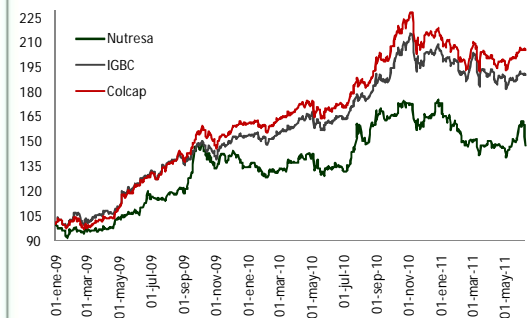
Ut. Neta: COP 251,380 millones

EV: COP 11.05 billones

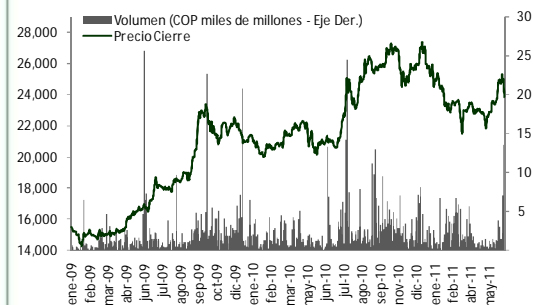
EPS: COP 577.72

*Últimos 12 meses. Cifras a Marzo de 2011.

NUTRESA – COLCAP (31-Dic-2009=100)



NUTRESA (Precio y volumen 2009 - 2011)



NUTRESA (Reporte de compañía y valoración)

Vale la pena resaltar que de acuerdo con la Muestra Mensual de Comercio Minorista del DANE (según la actividad comercial), la variación marzo 2011/2010 indica que las empresas no especializadas con surtido compuesto principalmente de alimentos presentaron un aumento de 1,7%, mientras que el avance acumulado del año 2011 es de 5,4% y doce meses de 8,8%, siendo en todos los casos uno de los subgrupos de crecimiento más moderado (Gráfico2).

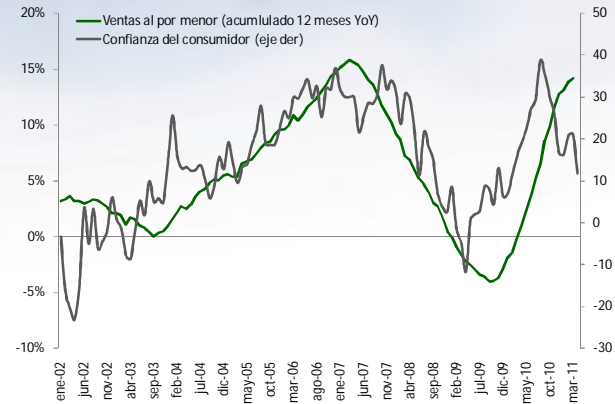
Teniendo en cuenta la naturaleza del sector, los activos de renta variable de los emisores pertenecientes a esta industria no suelen tener amplias volatilidades en los mercados de capitales, por lo que suelen utilizarse con fines de diversificación y de disminución del riesgo agregado de los portafolios. Así, es común observar que las acciones del sector tengan menor variabilidad que los índices que agrupan diferentes sectores. Para el caso colombiano, la acción del Grupo Nutresa tiene un Beta de 0.524 frente al índice IGBC o de 0.61 respecto al COLCAP: cuando el mercado sube, Nutresa lo hace en menor proporción y cuando el mercado retrocede, se deprecia menos que el mercado agregado. Dado lo anterior, esta acción hace parte del grupo de las acciones relativamente defensivas o anti-cíclicas (Gráfico 3).

Pese a lo anterior, también es necesario anotar que la industria de alimentos y bebidas es intensiva en el uso de materias primas agropecuarias y que con el paso del tiempo la evolución de los activos del sector ha ganado correlación con los precios internacionales de dichos insumos. Esta situación ha sido más relevante en los últimos años, dados los importantes incrementos en la cotización, la tendencia alcista de largo plazo de los *commodities* blandos y las altas volatilidades de los mismos.

El Gráfico 4 muestra que, en el largo plazo, algunos de los principales alimentos a nivel mundial tienden a encarecerse en el marco de altas volatilidades, lo que representa un riesgo para los sectores industriales que los procesan. Sin embargo, efectos como la apreciación de las monedas y las dinámicas propias de cada economía, impactan significativamente los términos en los que la compra de materias primas afecta al sector de procesamiento de alimentos en los diferentes países. Para el caso del Grupo Nutresa, los precios internacionales de sus principales insumos han registrado comportamientos mixtos, tanto en el largo como en el corto plazo (Gráfico 5).

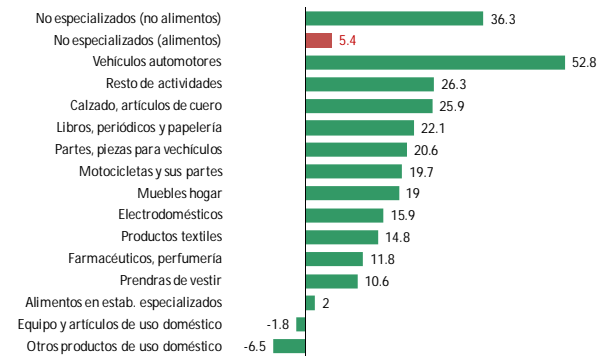
Esta evolución heterogénea parece responder en alguna medida a la depreciación del dólar como moneda de referencia y a incrementos en la demanda (como por ejemplo del café), pero es posible afirmar que la evolución de las materias primas ha respondido principalmente a factores puntuales de cada industria y específicamente a choques de oferta. Así, por ejemplo, la evolución del precio del cacao en los últimos meses ha estado atada a la coyuntura política de Costa de Marfil, siendo éste uno de los principales exportadores. Por otro lado, el precio del trigo, que venía descendiendo en los últimos meses, amenaza actualmente con incrementos derivados de las sequías en el norte de Europa y en Asia, esto pese al levantamiento de la prohibición de exportación del grano en Rusia. En cuanto al azúcar, las recientes alzas de precio obedecen al incremento de la demanda de China, India y Brasil, países que se espera representen cerca del 60% del aumento en el consumo global en los próximos años. Así mismo, se espera que los países importadores amplíen las compras por reposición de inventarios, que se encuentran en los niveles más bajos de los últimos cuarenta años, dado el uso creciente en la producción de etanol. En el caso de otros productos agropecuarios como el cerdo, el ganado y la leche, los niveles de producción se han visto afectados por cambios climáticos a nivel mundial.

Gráfico 1. Colombia: ventas minoristas y confianza del consumidor.



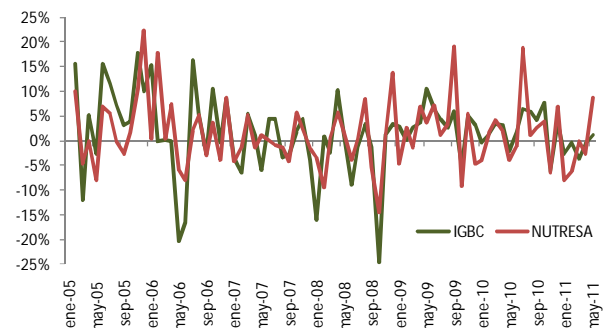
Fuente: DANE, Fedesarrollo.

Gráfico 2. Muestra mensual de comercio minorista. DANE (acumulado enero a marzo 2011)



Fuente: DANE

Gráfico 3. Variación porcentual Nutresa – IGBC. Sobre serie mensual normalizada (Ene-2005 = 100)



Fuente: Bloomberg. Cálculos Coreval.

NUTRESA (Reporte de compañía y valoración)

Con el fin de agrupar y entender de una manera resumida el efecto de los precios de la materia prima en el costo de ventas de Nutresa, hemos creado un índice que refleja la evolución de los precios de *commodities* de manera agregada teniendo en cuenta su ponderación en la producción de la compañía (Gráfico 6). El índice muestra que el costo de los insumos permanece relativamente estable (comparado con la evolución de los últimos años), fluctuando entre -2,7% y 12% en lo corrido de 2011 y actualmente se encuentra en +1,4%. Inclusive, son más factibles reducciones en costo de ventas en COP, dada la tendencia revaluacionista; la revaluación del peso frente al dólar en 2011 ha sido de 7.6% aproximadamente.

Como respuesta a las fluctuaciones de los costos de la materia prima, Nutresa cuenta con una política de cobertura de riesgo financiero de precios dependiendo de cada *commodity*, según las características del mercado y las condiciones específicas en que el Grupo lo adquiere. De acuerdo con la compañía, el riesgo de precio del trigo (fundamental para la producción de galletas y pastas) se cubre a través del uso de contratos de futuros; aunque no se cubre el 100% del producto comprado y se mantiene descubierto entre el 50% y el 75%. Así mismo, la compañía mantiene una política de mitigar el riesgo de variación en los precios de otras materias primas a través de la gestión activa de los inventarios, en línea con las expectativas en los precios de los bienes básicos y las necesidades de producción. Tal es el caso del café y de gran parte del cacao utilizado en los procesos productivos.

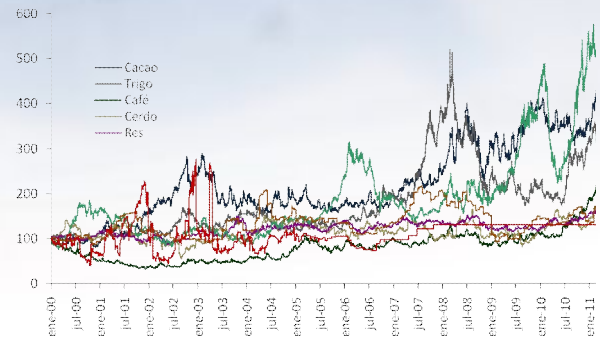
II. GRUPO NUTRESA

Descripción de la Compañía. Grupo Nutresa (conocido hasta comienzos de 2011 como Grupo Nacional de Chocolates) es un conglomerado de origen colombiano de 44 compañías (24 fuera de Colombia) del sector de alimentos y de servicios de comercialización y logística. Algunas de las empresas más representativas del Grupo cuentan con una historia de casi cien años en el mercado local. Así, la compañía que más tarde se convertiría en la Fábrica de Galletas Noel fue fundada en 1916, mientras que la entidad que dio origen a la Compañía Nacional de Chocolates nació en 1920. En el transcurso de los últimos ochenta años, el Grupo incursionó en diferentes negocios relacionados con el sector de alimentos: café (1930s), cárnicos (1960s), pastas (1990s) y helados (2000s). La expansión de la Compañía ha estado sustentada, no solamente en el crecimiento orgánico de sus operaciones en Colombia, sino también en una importante dinámica de adquisiciones dentro y fuera del país. Como consecuencia de lo anterior, además de Colombia, la compañía tiene presencia directa (producción) en siete países a lo largo del continente.

En los últimos años, en línea con la estrategia de crecimiento inorgánico, se destacan las adquisiciones de varias compañías en las diferentes unidades de negocio: Helados Bon (2011, República Dominicana), Fehr Holdings (2010, Estados Unidos, negocio de galletas), Industrias Aliadas (2010, Colombia, negocio de café), Nutresa (2009, México, negocio de chocolates) y Berard (2008, Panamá, negocio de cárnicos).

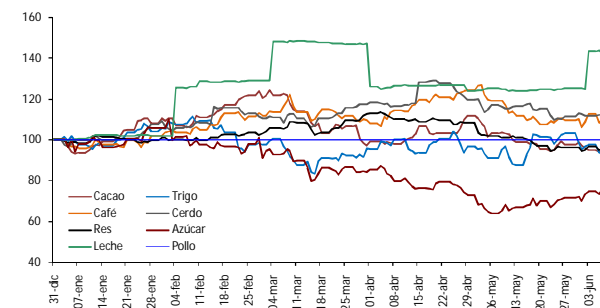
Estructura del Grupo. La Compañía ha establecido su participación en diferentes productos a través de seis (6) unidades de negocio claramente definidas, siendo líder en el mercado colombiano en cada una de ellas y un jugador importante en los demás países donde tiene presencia. De acuerdo con el informe anual de 2010, según un estudio realizado por la firma Nielsen, las siguientes son las participaciones de mercado en Colombia de cada uno de los negocios (Tabla 2).

Gráfico 4. Variación precios de materias primas (*soft commodities*) 2000 – 2011.



Fuente: Bloomberg. Cálculos Correval. Precios a partir de contrato de futuros correspondiente, posición relevante.

Gráfico 5. Variaciones de precios de materias primas relevantes para Nutresa. Año corrido 2011.



Materia Prima	Var. % 2011
Leche	42.74%
Cerdo	12.38%
Café	8.36%
Pollo	0.00%
Res	-4.10%
Cacao	-4.74%
Trigo	-7.62%
Azúcar	-24.19%
Grasas	N.D

Fuente: Bloomberg. Serie normalizada: 31-Diciembre-2010 = 100.

Gráfico 6. Índice de costo de materia prima Nutresa. Serie normalizada (Dic-2009 = 100)



Fuente: Bloomberg. Cálculos Correval.

NUTRESA (Reporte de compañía y valoración)

Además de las compañías dedicadas directamente a la fabricación de los productos de las diferentes unidades de negocio, el Grupo Nutresa cuenta con varias empresas conexas dedicadas a la operación a lo largo de la cadena de valor:

- Comercial Nutresa. Operador logístico y comercial para varias de las marcas más reconocidas del Grupo, como Noel (galletas), Nacional de Chocolates, Doria (pastas) y Colcafé.
- Novaventa. Compañía dedicada a ventas directas y a distribución a través de máquinas de *snacks* y café.
- La Recetta. Joint Venture con Alpina (compañía que cuenta con una participación de 30%) para distribución a clientes institucionales en Colombia.
- Servicios Nutresa. Compañías de servicios creadas con el objeto de brindar apoyo a los principales negocios del grupo.
- Cordialsa. Red de compañías en los diferentes mercados donde opera, dedicadas a facilitar las labores de venta y distribución internacional.
- Adicionalmente, es de mencionar que el Grupo participa con el 40% de Bimbo de Colombia.

Presencia Internacional. En la actualidad, los productos de la Compañía tienen presencia en 75 países. A mayo de 2011, el Grupo tiene presencia directa en 12 países y cuenta con 34 plantas de producción en ocho de ellos. Además de las 23 plantas ubicadas en territorio colombiano, con producción para todas las unidades de negocio, Nutresa opera 11 plantas en siete países diferentes del continente (Tabla 3).

Adicionalmente, Nutresa tiene presencia a través de compañías de comercialización en otros 4 países en América Latina: Ecuador, Nicaragua, El Salvador y Guatemala.

Composición Accionaria. Grupo Nutresa hace parte del Grupo Empresarial Antioqueño, siendo Grupo de Inversiones Suramericana y Argos (a través de Inversiones Argos y de la compañía cementera) los mayores accionistas, con una participación conjunta de 46.58%. El hecho de que dentro de su portafolio de inversiones en activos no operativos Nutresa cuente a su vez con participaciones importantes en GrupoSura (12.7%) e InverArgos (12.4%) es de especial relevancia a la hora de determinar el valor patrimonial de la compañía, como se analizará más adelante.

Tal como ocurre en la mayoría de compañías large-cap de la bolsa local, las AFP (administradoras de fondos de pensiones) locales cuentan con una participación significativa: los fondos de pensiones obligatorias ostentan el 13.83% de la propiedad. El 100% de las acciones emitidas son ordinarias. De acuerdo con información publicada por la Superintendencia Financiera de Colombia al 31 de marzo de 2011, la composición accionaria de Grupo Nutresa se muestra en el Gráfico 7.

Plan Estratégico. La meta de Grupo Nutresa es triplicar los ingresos operacionales para 2015 (respecto a los registrados en 2005), equivalente a una cifra para ese año de COP 6.89 billones (corrientes), que luce razonable teniendo en cuenta las tasas de crecimiento de los últimos 5 años y que es consistente con nuestras proyecciones en un escenario relativamente conservador. Es difícil estimar la composición futura de los ingresos por unidad de negocio, toda vez que la estrategia de crecimiento de la Compañía ha estado soportada en un plan de adquisiciones de naturaleza oportunista y, por lo tanto, no es posible proyectar las compras de compañías que puedan realizarse en el futuro.

Tabla 2. Unidades de negocio Grupo Nutresa.

Negocio	Market Share Colombia	Marcas más representativas
Galletas	57%	Noel, Festival, Ducales, Tosh, Lii' Dutch Maid.
Chocolates	63%	Choco Listo, Corona, Jet.
Café	51%	Colcafé, Café Sello Rojo, Café La Bastilla.
Pastas	50%	Doria, Monticello, Comarrico.
Cárnicos	73%	Zenú, Rica Rondo, Pietrán, Ranchera, Hermo.
Helados	80%	Polet, Bocatto, Aloha, CremHelado, Sinfonia.

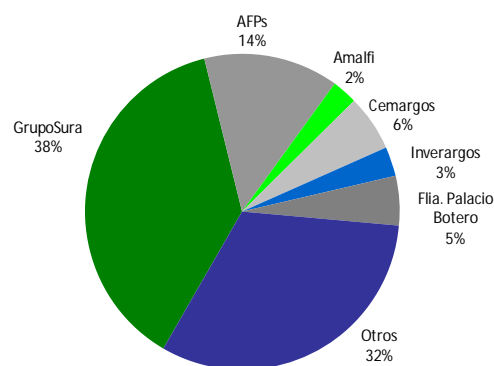
Fuente: Nutresa.

Tabla 3. Nutresa - Producción fuera de Colombia.

Grupo NUTRESA - Plantas de producción fuera de Colombia por país y negocio						
	Cárnicos	Pastas	Helados	Chocolate	Café	Galletas
Venezuela	1					
Perú				1		
Panamá	2					
Rep. Dominicana			1			
Costa Rica				1		2
México				1		
Estados Unidos						2

Fuente: Nutresa.

Gráfico 7. Grupo Nutresa – Composición accionaria



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (31-Marzo-2011). Grupo Sura incluye Portafolio de Inversiones Suramericana (en liquidación).

NUTRESA (Reporte de compañía y valoración)

Existe una alta probabilidad de que el plan de adquisiciones continúe con más fuerza en mercados fuera de Colombia, teniendo en cuenta que en la mayoría de segmentos Nutresa ya es el principal jugador en el país y compras adicionales de compañías podrían generar posiciones cercanas a monopolio que serían restringidas por los entes regulatorios. Sin embargo, no es posible definir a priori los países en que se realizarían posibles adquisiciones. En consecuencia, el ejercicio de valoración se hizo asumiendo que se mantiene la composición vigente de los ingresos, tanto por categoría de productos, como por país de origen.

Adicionalmente, la Compañía tiene como objetivo lograr la meta de ingresos manteniendo un margen EBITDA entre 12% y 14%, que está en línea con lo registrado en los últimos años.

Análisis Financiero.

Los ingresos de Nutresa han crecido notablemente en los últimos cinco años, al pasar de COP 1.85 billones en 2003 a COP 2.3 billones en 2005 y COP 4.5 billones al cierre de 2010; la tasa de crecimiento compuesto en el período 2005-2010 fue 14,2% (en términos corrientes) y el crecimiento promedio fue de 14.6% (19% excluyendo el decrecimiento de 2.8% observado en 2010, debido fundamentalmente a los ingresos provenientes de Venezuela, como se explicará más adelante).

Aunque el Grupo ha sido muy activo en la adquisición de compañías en el transcurso de la última década, la mezcla de ingresos se ha mantenido relativamente estable entre 2005 y 2010. Tradicionalmente, el negocio de cárnicos ha sido el más representativo para Nutresa, con una participación que en 2010 ascendió a 33.5%, habiéndose incrementado en 2008 a raíz de la adquisición de embutidos Bernard en Centroamérica.

Los negocios de galletas y chocolates tienen cada uno una participación cercana al 20% y son los dos siguientes en términos de importancia en la generación de ingresos. La categoría de café es la cuarta en importancia e incrementó su participación en 2010 con la compra de Industrias Aliadas en Colombia, para cerrar el año con un peso de 16% en las ventas del Grupo. El negocio de helados, por su parte, ganó participación a partir de 2006 con la adquisición de Meals de Colombia y se ha mantenido entre el 6% y el 8% del ingreso total.

A pesar de las volatilidades observadas en los precios de las materias primas utilizadas por Nutresa en sus procesos productivos, el Grupo ha mantenido un nivel de costo de ventas relativamente estable como porcentaje de las ventas, con lo que el margen bruto es cercano a 40%. En términos de EBITDA, la compañía ha mostrado un margen cercano a 12% en los últimos dos años, aunque el promedio histórico (2005 – 2010) ha sido de 13.5%.

En la disminución de los últimos dos años se destaca el efecto negativo que tuvo sobre los ingresos la caída en las ventas a Venezuela por el efecto de la crisis política de las relaciones de Colombia con ese país, con la consecuente reducción de exportaciones, pero sobre todo, la decisión del gobierno venezolano de devaluar el Bolívar, lo que tuvo un impacto significativo en los ingresos en pesos colombianos de las operaciones en el país vecino. En los últimos cinco años, el EBITDA ha crecido a una tasa compuesta de 11.16%, mientras que el crecimiento entre 2005 y 2009 (excluyendo la caída de 2.36% de 2010), ascendió a 14.82%.

Gráfico 8. Nutresa. Ingresos por categoría

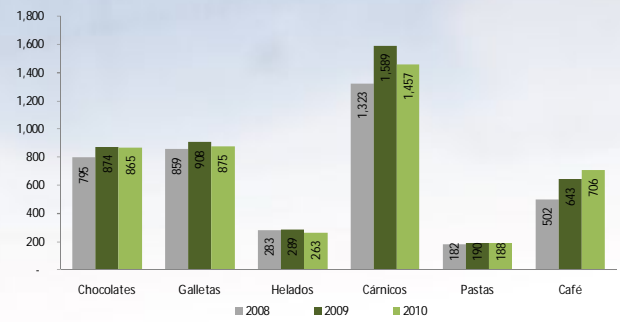


Gráfico 9. Nutresa. Ingresos 2010 por categoría

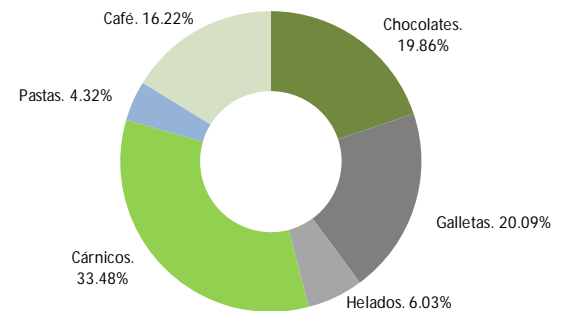
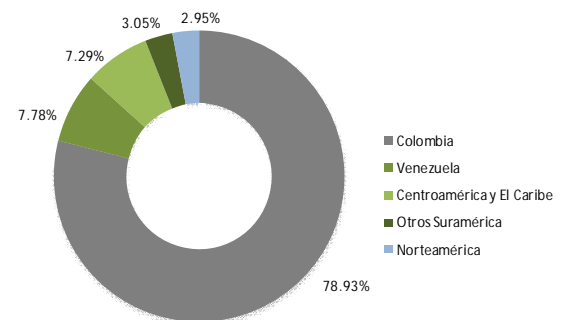


Gráfico 10. Nutresa. Ingresos 2010 (%) por país



Fuente: Nutresa

NUTRESA (Reporte de compañía y valoración)

En cuanto a la estructura de balance, vale la pena mencionar que Nutresa se ha caracterizado por mantener bajos niveles de apalancamiento, que se reflejan en una relación deuda financiera / activo total de 16% al cierre de 2010 y un nivel de apalancamiento que ha estado en niveles cercanos a 1.3x en los últimos años. En consecuencia, la compañía muestra una cobertura bastante holgada en términos de la relación EBITDA / gasto de intereses, al registrar 8.59x en 2010 y 6.86x en 2009. En la estructura de la deuda se destacan los bonos ordinarios emitidos en 2009 por COP 500,000 millones en cinco tramos a diferentes plazos y que cuentan con una calificación de riesgo crediticio AAA.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que la deuda financiera (excluyendo los bonos, que están directamente en cabeza del Grupo) está a nombre de las compañías que hacen parte del Grupo. Es así como a abril de 2011, entre Zenú, Colcafé, Alimentos Cárnicos y Compañía Nacional de Chocolates, tenían el 64.1% de la deuda total del conglomerado. El 55.4% de la deuda está denominada en COP y el 37.3% en USD, con el 7.3% restante denominado en nuevos soles peruanos.

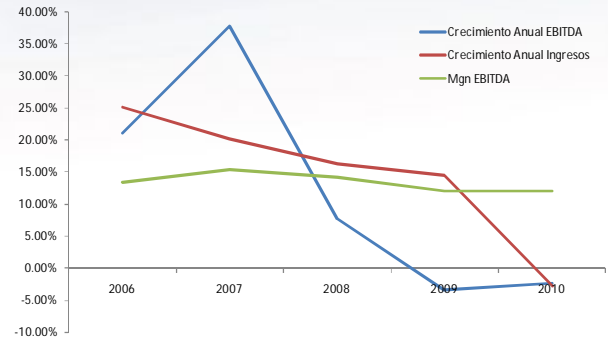
La compañía anunció la emisión de 25 millones de acciones ordinarias cuyo proceso de colocación tendrá lugar hasta finales de junio 2011. La emisión representa el 5.75% de las acciones actuales en circulación e implicaría un aumento en el patrimonio de Nutresa de COP 522,500 millones (monto de la emisión). De esta manera, la participación del patrimonio dentro de la estructura de capital de la Compañía pasaría del 84.9% al 85.9%, disminuyendo aún más el nivel de endeudamiento actual. Así mismo, la emisión producirá un efecto de dilución, reflejado principalmente en el deterioro de indicadores como el ROE y la utilidad por acción; sin embargo, este efecto debería ser transitorio y contrarrestarse en la medida en que la Compañía logre ejecutar exitosamente sus planes de expansión. De hecho, el Grupo ha manifestado que el objetivo de la emisión es continuar con el plan de expansión que ha venido ejecutando durante los últimos años y ha aclarado que ninguna parte de los recursos captados a través de la emisión será destinada para pagar pasivos adquiridos con compañías vinculadas o accionistas.

Dentro de las condiciones de la emisión se destaca el precio de suscripción, que se estableció en COP 20,900, lo que representa un descuento de 16.5% frente al precio de cierre de mercado al día anterior (COP 25,020) a darse a conocer al mercado la decisión de la Junta Directiva de emitir a ese precio.

Es importante tener en cuenta que la emisión contempla un derecho de suscripción preferencial para los inversionistas actuales, con lo que no se esperaría que haya cambios significativos en la participación accionaria de la compañía, salvo una posible dilución de los accionistas mayoritarios (Grupo de Inversiones Suramericana, Cementos Argos e Inversiones Argos) que probablemente no ejercerían su derecho, toda vez que uno de los objetivos de la emisión es dar liquidez a la acción en el mercado.

En términos de la política de distribución de utilidades, vale mencionar que la Compañía distribuye cerca del 50% de la utilidad neta (aunque ésta no es una proporción fija y en los últimos años el promedio del porcentaje distribuido es de 55.6%), porcentaje que no está entre los más altos de la bolsa local y que está explicado por la administración conservadora en términos de endeudamiento y por la necesidad de reinversión derivada del plan de expansión a través de adquisición de compañías. Los dividendos decretados han mostrado una tasa de crecimiento compuesto de de 9.6% para los últimos 7 años.

Gráfico 11. Nutresa. Crecimiento YoY Ingresos y EBITDA. Margen EBITDA.



Fuente: Nutresa

Tabla 4. Nutresa – Dividendos 2003 - 2010

Año	Utilidad	EPS (COP) (1)	Dividendo (COP) (2)	Payout Ratio (3)	Dividend Yield (4)
2003		304.61	180.00	59.09%	4.34%
2004		330.95	198.00	59.83%	2.26%
2005		421.31	216.00	51.27%	1.67%
2006		405.71	234.00	57.68%	1.41%
2007		568.37	276.00	48.56%	1.67%
2008		687.28	312.00	45.40%	2.00%
2009		490.15	324.00	66.10%	1.54%
2010		604.98	342.00	56.53%	1.26%
TACC(5)		10.30%	9.60%	55.56%	2.02%

(1) Utilidad anual por acción

(2) Dividendo anual decretado (pagado a partir del año siguiente)

(3) Dividendo decretado / EPS

(4) Calculado respecto al precio inicial de mercado del año siguiente.

(5) Para Payout Ratio y Dividend Yield: promedio aritmético

Ej. Dividend Yield 2011 = Dividendos decretados sobre utilidades de 2010 y efectivamente recibidos entre 2011-2012 (\$342) / Precio inicial 2011 (\$27,100).

Fuente: Superintendencia Financiera, Nutresa. Cálculos Correval.

NUTRESA (Reporte de compañía y valoración)

III. VALORACIÓN Precio Objetivo 2011: 27,930

La valoración de Nutresa se realizó empleando la metodología de valoración por Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD) a nivel de la firma (FCLF). Para la valoración se proyectaron los estados financieros consolidados de la Compañía para el periodo 2011 a 2021. El valor patrimonial al final del año 2011 se estimó como el valor presente neto de los flujos de caja libre de los años 2012 a 2020, más el valor presente neto del valor terminal y de las principales inversiones de portafolio, que consisten fundamentalmente en las acciones de Grupo de Inversiones Suramericana e Inversiones Argos, menos la deuda neta estimada al cierre del año 2011. A continuación se presenta el comportamiento histórico de las cuentas más relevantes del estado de pérdidas y ganancias y del balance general de Nutresa, las proyecciones realizadas para la valoración de la Compañía y los principales supuestos de proyección.

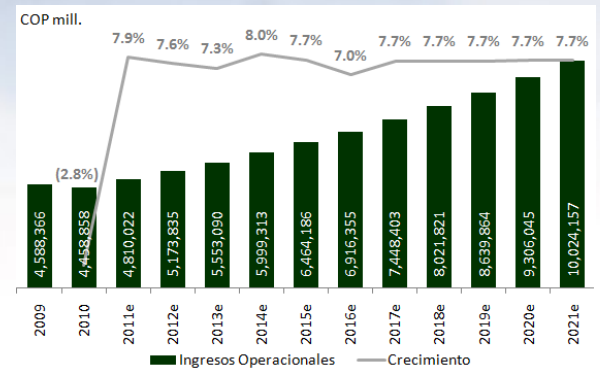
Ingresos Operacionales. La proyección de los ingresos operacionales se realizó con base en la distribución geográfica de los negocios de la Compañía. Actualmente, los ingresos operacionales de Nutresa provienen de los siguientes países: Colombia, Costa Rica, Ecuador, Estados Unidos, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, Perú, Puerto Rico, El Salvador y Venezuela; la operación de Helados Bon en República Dominicana no se incluye en las proyecciones, debido a que fue adquirida recientemente y, por lo tanto, no se cuenta con información histórica suficiente para realizar una proyección sustentable. Individualmente, los ingresos generados por cada país se proyectaron con base en el PIB nominal aplicable, empleando las proyecciones del Fondo Monetario Internacional.

La proyección a partir de las ventas de cada uno de los países se validó con estimaciones de los ingresos operacionales por unidad de negocio, utilizando las tasas de crecimiento observadas por categoría para los periodos 2007-2010 y 2005 – 2010. Utilizando un crecimiento anual de los ingresos por cada categoría, equivalente al promedio móvil de los últimos tres años (empezando con '07-'10 para proyectar 2011) se obtiene un crecimiento promedio para el horizonte explícito de proyección de 8.3%, levemente superior, pero cercano a nuestra estimación a partir del crecimiento económico nominal. Al ampliar a cinco años el horizonte utilizado para el cálculo del crecimiento promedio histórico, se observa un resultado más positivo (el efecto negativo del decrecimiento en 2010 es menos representativo al incluir los crecimientos sobresalientes de 2006 y 2007) con un crecimiento promedio 2011 – 2021 de 10.8%. Aunque este escenario es factible, consideramos que es más conveniente proyectar un crecimiento más conservador en la medida que gran parte de la expansión de las operaciones del Grupo ha proveniendo de diversas adquisiciones en los últimos cinco años y el impacto financiero del posible dinamismo en la actividad de inversión en otras compañías que haría crecer los ingresos a la tasa histórica no puede estimarse en este momento.

Costos de Ventas y Gastos operacionales de Administración y Ventas. Los costos de ventas y los gastos operacionales de administración y ventas fueron proyectados como un porcentaje sobre los ingresos operacionales, tomando como parámetros de proyección los porcentajes promedio observados durante los años 2009 y 2010.

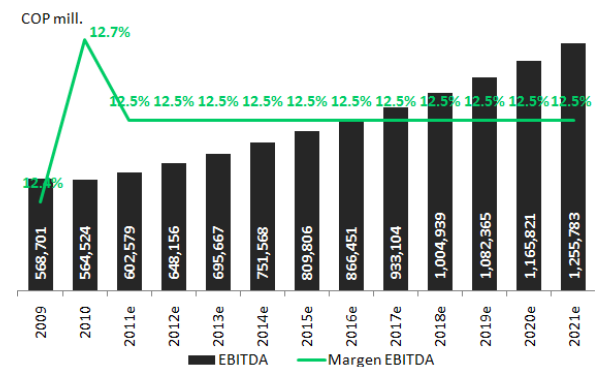
EBITDA. Los márgenes EBITDA de los años 2009 y 2010 fueron 12.4% y 12.7%, respectivamente. Con base en las variables anteriores, el margen EBITDA proyectado se ubica en 12.5%, en línea con el promedio histórico.

Gráfico 12. Ingresos operacionales



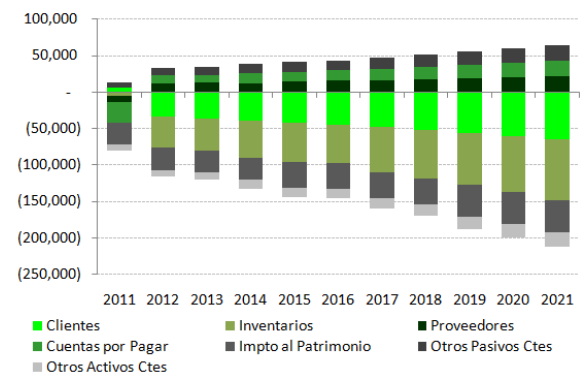
Fuente: Nutresa, cálculos Correval

Gráfico 13. EBITDA



Fuente: Nutresa, cálculos Correval

Gráfico 14. Capital de trabajo



Fuente: Nutresa, cálculos Correval

NUTRESA (Reporte de compañía y valoración)

Capital de Trabajo. Dentro del activo corriente, las cuentas que tienen una mayor importancia desde el punto de vista del capital de trabajo son la cartera con clientes y los inventarios. La cartera con clientes nacionales se proyectó como una rotación sobre los ingresos operacionales de Colombia y como parámetro de proyección se utilizó una rotación promedio de 30 días; la cartera con clientes del exterior se proyectó como una rotación sobre los ingresos operacionales de los demás países y el parámetro de proyección se estableció con una rotación promedio de 50 días. En el caso de los inventarios, estos se proyectaron como una rotación sobre el costo de ventas y el parámetro de proyección fue una rotación promedio de 70 días. En cuanto a los pasivos corrientes, los más representativos desde el punto de vista de capital de trabajo son los proveedores y los costos y gastos por pagar; la proyección de los proveedores se realizó con base en el costos de ventas y se utilizó como parámetro de proyección una rotación promedio de 11 días para proveedores nacionales y 9 días para proveedores del exterior. En el caso de los costos y gastos por pagar, su proyección se realizó con base en el costo de ventas y los gastos operacionales de administración y ventas, utilizando como parámetro de proyección una rotación promedio de 8 días.

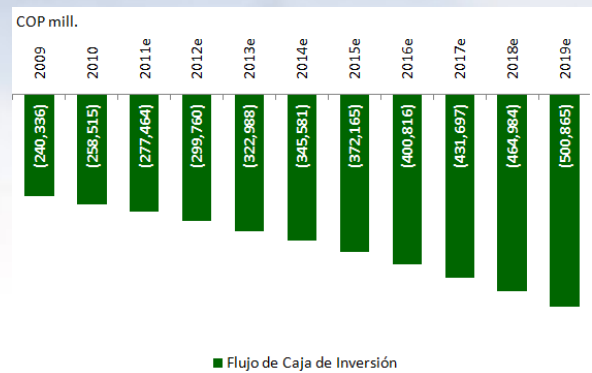
Impuesto al Patrimonio. En Nutresa, este cargo no se contabiliza dentro del estado de pérdidas y ganancias, sino que disminuye la cuenta de revalorización del patrimonio (de acuerdo con la normatividad aplicable). Sin embargo, su efecto en caja fue incluido dentro del flujo de caja operacional, en la medida que condiciona la operatividad de la Compañía.

CapEx. Históricamente, Nutresa ha sido bastante activa en la creación y adquisición de compañías, buscando constantemente profundizar, expandir y diversificar sus negocios, lo cual ha requerido de importantes inversiones de capital, que han representado entre el 3.1% y el 5.3% de los ingresos operacionales. La visión de la Compañía y de Grupo Sura (accionista mayoritario) está enfocada en la expansión y diversificación continua, lo cual hace prever nuevas inversiones significativas durante los próximos años, en línea con lo observado históricamente. Por lo tanto, la proyección del CapEx de Nutresa se realizó como el porcentaje promedio de las inversiones de capital sobre los ingresos operacionales de los años 2007 a 2010 (4.4%). Las nuevas inversiones se distribuyeron manteniendo las participaciones actuales por tipos de activos.

Portafolio de Inversiones. Se tomaron como inversiones de portafolio las participaciones que Nutresa tiene en Grupo de Inversiones Suramericana e Inversiones Argos. Su contribución al valor patrimonial de la Compañía fue estimada con base en su precio de mercado y teniendo en cuenta que estas dos compañías, a su vez, tienen participaciones representativas en la composición accionaria de Nutresa, por lo que se hicieron los ajustes necesarios para obtener el valor neto de las participaciones.

Costo Promedio Ponderado de Capital. La tasa de descuento empleada para descontar los flujos de caja libre de Nutresa fue el costo promedio ponderado de capital de la Compañía (WACC por sus siglas en inglés). El costo de la deuda se estimó con base en el costo promedio de financiación en COP y el equivalente en COP del costo promedio de la deuda en USD, teniendo en cuenta además su ponderación actual dentro de la estructura de capital. El costo de capital (o costo del *equity*) se estimó con base en el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), utilizando los siguientes parámetros:

Gráfico 15. Inversiones de capital



Fuente: Nutresa, cálculos Correval

Gráfico 16. Valor por acción incluyendo portafolio

WACC / g	g - 0.50%	g	g + 0.50%
WACC + 0.50%	21,302	23,679	27,198
WACC + 0.25%	22,660	25,577	30,086
WACC	24,281	27,930	33,886
WACC - 0.25%	26,250	30,926	39,112
WACC - 0.50%	28,692	34,868	46,753

Fuente: Nutresa, cálculos Correval

Gráfico 17. Valor por acción sin incluir portafolio

WACC / g	g - 0.50%	g	g + 0.50%
WACC + 0.50%	13,458	15,835	19,355
WACC + 0.25%	14,816	17,733	22,242
WACC	16,437	20,086	26,042
WACC - 0.25%	18,406	23,082	31,268
WACC - 0.50%	20,848	27,024	38,909

Fuente: Nutresa, cálculos Correval

Gráfico 18. Valor por acción sin incluir portafolio ni rendimientos por inversiones permanentes

WACC / g	g - 0.50%	g	g + 0.50%
WACC + 0.50%	14,133	16,692	20,518
WACC + 0.25%	15,586	18,739	23,674
WACC	17,326	21,293	27,869
WACC - 0.25%	19,450	24,568	33,714
WACC - 0.50%	22,100	28,920	42,425

Fuente: Nutresa, cálculos Correval

Nota (1): el mayor valor se genera por ahorro impositivo

NUTRESA (Reporte de compañía y valoración)

- Tasa libre de riesgo: tasa promedio del último año de los bonos a 10 años del tesoro de Estados Unidos.
- Prima por riesgo país: promedio del EMBI Colombia del último año, ajustado por el riesgo relativo del mercado de renta variable sobre la deuda soberana en USD.
- Beta: promedio ponderado de los betas de la industria de materiales de procesamiento de comida en Estados Unidos y los mercados emergentes (Damodaran).
- Prima de riesgo de mercado: promedio geométrico de las acciones – promedio geométrico de los bonos de Estados Unidos para el periodo 1928 – 2010 (Damodaran).

Con base en los parámetros anteriores, el WACC promedio estimado de los años 2011 a 2021 fue 10.1%.

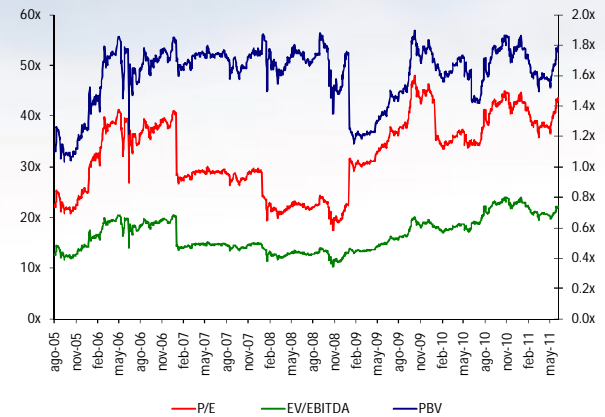
Valor Terminal. La estimación del valor terminal se realizó con base en la proyección del año 2021 y asumiendo una tasa de crecimiento a perpetuidad del 8%, la cual corresponde a nuestra estimación de crecimiento de largo plazo del PIB nominal combinado de largo plazo de las economías en las que Nutresa tiene presencia.

Análisis de múltiplos. En los últimos 12 meses, la acción se ha negociado con múltiplos cercanos a 41x utilidades, 21x EV / EBITDA y entre 1.6x y 1.8x valor en libros. En línea con el comportamiento generalizado del mercado, la acción ha mostrado una tendencia alcista en los últimos dos años, con importantes correcciones en noviembre de 2010 y en lo corrido de 2011. Tomando el precio de la emisión de acciones ordinarias recientemente anunciada (COP 20,900), los múltiplos se reducen frente al promedio en lo corrido del año: P/E = 36.18x, P/BV = 1.49x y EV/EBITDA = 18.78x. A pesar de esta caída, los múltiplos de PBV y PE del Grupo son superiores a los de las compañías comparables.

Los múltiplos de Nutresa están afectados por el mercado al que pertenecen ya que históricamente, los múltiplos colombianos han sido más altos frente a otros países debido a la corta edad del mercado local, el bajo número de emisores y los continuos flujos de inversión que llegan al país (sobre todo en el último año), lo cual ha incidido en precios altos tanto de la acción misma como de sus principales inversiones. Adicionalmente, ante las expectativas de crecimiento de la economía colombiana (alrededor de 4.5% - 5% en el largo plazo), los múltiplos actuales reflejan la mejor dinámica de crecimiento que se espera en las utilidades de las compañías que transan en bolsa. En cuanto a los activos, es preciso aclarar que un porcentaje importante del precio de la acción es atribuible a sus inversiones de portafolio (Grupo Sura e Inversiones Argos) dada la contribución de este rubro en el activo y el patrimonio; adicionalmente, es una compañía en constante proceso de expansión vía adquisiciones que se realizan prácticamente todos los años, lo cual afecta constantemente el tamaño de la misma. Es por ello que es preciso calcular los múltiplos de la empresa con base en la operación del negocio para poder compararlos de una manera más acertada con los múltiplos de la industria ya que de lo contrario, los precios de Nutresa ajustados al promedio de la industria arrojarían un valor muy inferior de la acción, el cual no reflejaría la realidad de la Compañía.

Si se ajusta el valor para retirar el efecto del portafolio (eliminar del activo el valor de mercado de las inversiones y de los flujos de caja el efecto de los ingresos por ese concepto) y obtener el precio del negocio de alimentos únicamente, se obtiene un precio cercano a COP 21,300 y múltiplos inferiores a los actuales, pero que siguen estando por encima del grupo de comparables: P/E = 34.9x, P/BV = 1.45x y EV/EBITDA = 17.6x.

Gráfico 18. Nutresa. Múltiplos históricos.



Fuente: Nutresa, BVC. Cálculos Correval.

CONCLUSIONES.

Tesis de inversión:

- El valor intrínseco de la compañía (COP 27,930) genera un potencial de valorización interesante. Al estresar el modelo con incrementos en la tasa de descuento de 50pb y reducciones de la tasa de crecimiento de largo plazo de 50bp, se obtiene un valor de COP 21,300, muy cercano al precio de la emisión de acciones que se realizará entre junio y julio de 2011.
- La Compañía cuenta con una amplia trayectoria y reconocimiento y está muy bien posicionada en cada uno de los negocios en los que opera, diversificada operacional y geográficamente. Nutresa presenta una situación financiera sólida, sustentada en una buena dinámica de los negocios, márgenes estables, liquidez amplia y niveles sanos de endeudamiento.
- Las favorables perspectivas macroeconómicas de Colombia y de la región, hacen prever una dinámica positiva de los negocios. Así mismo, las adquisiciones realizadas a finales del año pasado y a principios del año 2011, probablemente impulsarán de manera importante los ingresos de la Compañía.
- La naturaleza del negocio hace que la inversión en compañías de este sector sea menos riesgosa. La evolución anti-cíclica del sector de alimentos y la menor volatilidad de las acciones de compañías de esta industria, permiten esperar resultados relativamente estables. Por lo tanto, la inversión en activos que pertenecen a esta industria puede servir para la diversificación de los portafolios.

Riesgos:

- Las inversiones de portafolio tienen un peso importante en el valor de la Compañía y, por lo tanto, su volatilidad puede afectar la cotización de la acción y alejar la cotización de los resultados operacionales.
- El crecimiento inorgánico en Colombia está limitado, dado que la Compañía ya tiene altas participaciones de mercado en los diferentes negocios. Por lo tanto, el crecimiento futuro necesariamente estará más enfocado en una expansión internacional, situación que genera una mayor incertidumbre respecto al desempeño futuro.
- La industria de alimentos y bebidas es intensiva en el uso de materias primas agropecuarias, cuyos precios internacionales han presentado una tendencia alcista y alta volatilidad durante los últimos años, situación que podría generar un deterioro de las márgenes si la Compañía no logra trasladar los incrementos en costos al consumidor final.
- A pesar de las aclaraciones expuestas, es un hecho que los múltiplos de Nutresa están por encima del promedio de compañías comparables, lo que puede afectar la demanda por acciones del Grupo.

Correval S.A.

Miembro de la BVC
Calle 34 No. 6 – 65, Bogotá. Colombia
Tel: +57 (1) 3394400 / 3394848
Fax: +57 (1) 2876972 / 2857374
Web: www.correval.com

Investigaciones Económicas
Renta Variable

César Cuervo
Analista Senior Renta Variable
Tel: +57 (1) 3394400 – 3394848 Ext. 380
E-mail: ccuervo@correval.com

Valeria Marconi
Analista Renta Variable
Tel: +57 (1) 3394400 – 3394848 Ext. 380
E-mail: vmarconi@correval.com

Andrés Felipe Otálora
Analista Renta Variable
Tel: +57 (1) 3394400 – 3394848 Ext. 380
E-mail: aotalora@correval.com

Daniel Velandia
Director Investigaciones Económicas
Tel: +57 (1) 3394400 – 3394848 Ext. 505
E-mail: dvelandia@correval.com

NUTRESA (Reporte de compañía y valoración)

ANEXO 2. Múltiplos compañías sector de alimentos

Compañía	País	Market Cap	Mrg Ebitda	EV/Ebitda	Mrg Op	RPG	PVL	Div Yield	YTD
		<i>(US\$ MM)</i>							
Nestle	Suiza	154,378	14.79%	10.63	12.35%	20.50	2.81	3.46%	-2.65%
Danone	Francia	47,128	18.67%	13.74	15.16%	16.39	2.55	2.61%	5.95%
Kraft	EEUU	59,873	15.12%	11.53	12.15%	16.61	1.82	3.40%	8.09%
General Mills	EEUU	24,215	21.40%	9.70	18.22%	15.14	4.13	2.95%	6.57%
Kellogg	EEUU	20,132	18.46%	11.09	15.32%	17.34	8.70	2.92%	8.61%
Heinz	EEUU	17,102	17.76%	10.92	15.39%	17.37	6.47	3.39%	7.44%
Hormel Foods	EEUU	7,704	11.05%	8.24	9.41%	16.82	2.91	1.61%	12.56%
Smithfields F.	EEUU	3,220	7.78%	5.52	5.79%	8.66	0.99	0.00%	-6.01%
Brasil Foods	Brasil	14,692	10.23%	12.45	8.69%	54.79	1.66	1.06%	-0.24%
Grupo Bimbo	Mexico	10,716	12.26%	11.38	8.89%	23.84	2.85	2.04%	2.36%
Indofoods	Indonesia	5,465	20.59%	7.25	17.65%	15.25	2.66	1.75%	8.72%
Alicorp	Peru	1,844	14.73%	10.94	12.27%	19.55	3.19	2.83%	-4.76%
Promedio			15.24%	10.28	12.61%	20.19	3.40	2.34%	3.89%
Nutresa		6,147	11.78%	22.24	9.30%	43.62	1.79	1.31%	-7.68%
Nutresa 20,900		5,133	11.78%	18.78	9.30%	36.18	1.49	1.64%	-7.68%

Fuente: Nutresa, BVC. Cálculos Correval.

Múltiplos calculados a partir de precios promedio ponderados por volumen y con cifras de los últimos doce meses.