

INICIALIZACIÓN

Sobresaliendo en condiciones extraordinarias

Grupo Nutresa (BVC: NUTRESA) es un conglomerado económico líder en la industria de procesamiento de alimentos, actualmente cuenta con un portafolio diversificado de productos y marcas. Operacionalmente Grupo Nutresa está conformado por los negocios de Cárnicos, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti -TMLUC-, Café, Alimentos al Consumidor, Helados y Pastas. En Colombia, la actividad comercial se apoya en Comercial Nutresa y en el segmento de negocio de cárnicos, además de canales de venta alternativos como Noventa (venta por catálogo y máquinas expendedoras) y La Recetta. La empresa también cuenta con sus propias empresas de distribución en el exterior las cuales apoyan la operación internacional. Iniciamos cobertura con recomendación de Sobreponderar y precio objetivo a 12-meses de \$ 29.219, esto representa una prima de 31,3% respecto al precio de cierre.

› CATALIZADORES

Nuestra tesis de inversión se basa en la capacidad de recuperación de la empresa ante la actual crisis económica, el conocido plan de expansión de fusiones y adquisiciones de Nutresa, el fuerte potencial de crecimiento y la sólida rentabilidad en cada una de las categorías en las que opera el grupo.

Vemos múltiples catalizadores de generación de valor, i.) Mayor exposición a mercados de fuerte demanda ii) Portafolio de productos con marcas posicionadas tanto a nivel local como internacional (líder en participación de mercado en Colombia, Centroamérica y Chile) iii) Un canal de distribución organizado y eficiente, con ventajas competitivas gracias a economías de escala. y iv) El apalancamiento relativamente bajo y la sólida posición de efectivo dan un amplio espacio para crecer inorgánicamente en los segmentos de valor agregado.

› SEGMENTOS

La empresa ha demostrado ser resistente a la actual crisis económica. Esto se debe a que el 87% de las ventas provienen de productos alimenticios básicos, y esto a su vez, corresponde al 85% de la generación de caja de Nutresa.

› VALORACIÓN

Utilizamos la metodología de flujo de caja descontado para valorar el negocio de alimentos y valores a mercado para el portafolio de inversiones.

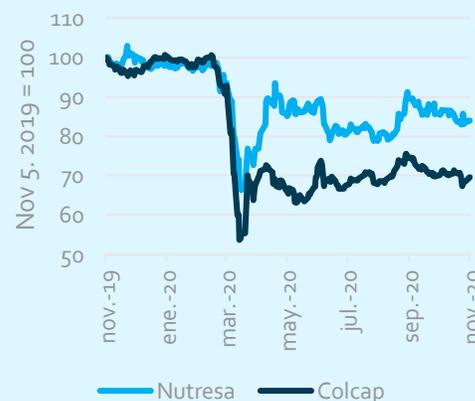
Grupo Nutresa

PO: 29.219 COP

TICKER	CALIFICACIÓN
NUTRESA	SOBREPONDERAR
SECTOR	INDUSTRIA
Consumo	Procesamiento de alimentos

Precio de cierre (COP)	22.250
Potencial de valorización	31,3%
52 semanas máximo (COP)	26.400
52 semanas mínimo (COP)	16.800
Retorno 12-meses	-11,57%
Retorno YTD	-12,14%
Capitalización bursátil (COP bn)	10,2
Flotante	45,6%

PRECIO DE LA ACCIÓN



Fuente: Capital IQ.

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista II Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 ext 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Estado de Resultados (COP MM)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Ingresos	9.016.067	9.958.851	11.091.639	12.012.938	13.055.592	13.913.508
Var. (%)	3,7%	10,5%	11,4%	8,3%	8,7%	6,6%
U. Bruta	4.205.481	4.560.849	4.654.676	5.100.056	5.697.950	6.223.904
Var. (%)	5,3%	8,5%	2,1%	9,6%	11,7%	9,2%
EBIT	959.621	1.178.116	1.210.482	1.469.546	1.581.861	1.309.791
Var. (%)	13,0%	22,8%	2,7%	21,4%	7,6%	(17,2%)
Gastos						
Financieros	(247.304)	(302.303)	(267.202)	(254.004)	(275.914)	(253.655)
EBT	704.216	735.114	979.313	1.027.094	1.266.541	1.403.491
Var. (%)	34,6%	4,4%	33,2%	4,9%	23,3%	10,8%
Impuestos	(189.324)	(205.221)	(285.661)	(293.312)	(353.941)	(392.212)
%	26,9%	27,9%	29,2%	28,6%	27,9%	27,9%
Utilidad Neta	505.308	506.388	693.652	733.782	912.600	1.011.278
Var. (%)	20,3%	0,2%	37,0%	5,8%	24,4%	10,8%
EBITDA	1.125.769	1.353.098	1.459.013	1.516.651	1.801.255	1.930.292
Var. (%)	8,0%	20,2%	7,8%	4,0%	18,8%	7,2%
Margen EBITDA	12,5%	13,6%	13,2%	12,6%	13,8%	13,9%

Fuentes: Nutresa y Corficolombiana.

Balance General (COP MM)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Efectivo y Equivalentes	497.947	571.489	639.382	695.080	763.075
Total activos corrientes	3.262.962	3.671.202	3.956.540	4.236.648	4.481.439
Propiedad, planta y Equipo	3.400.057	3.469.206	3.542.131	3.622.388	3.712.971
Total activos no corrientes	11.503.727	11.600.319	11.680.605	11.768.715	11.866.403
Total Activos	15.645.241	16.150.073	16.515.697	16.883.915	17.226.393
Total pasivos corrientes	2.347.837	3.119.851	3.660.804	4.118.649	3.934.806
Total pasivos no corrientes	4.612.540	3.998.531	3.456.313	2.910.385	2.931.067
Total Pasivos	6.960.377	7.118.382	7.117.116	7.029.034	6.865.873
Total Patrimonio	8.684.864	9.031.690	9.398.581	9.854.881	10.360.520

Fuentes: Nutresa y Corficolombiana.

Indicadores Financieros

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
ROE	6,1%	5,8%	7,7%	7,8%	9,3%	9,8%
ROA	3,7%	3,2%	4,3%	4,4%	5,4%	5,9%
Deuda Neta / EBITDA	2,5X	2,4X	2,2X	2,0X	1,8X	1,5X
Deuda / Equity	33%	37%	35%	32%	33%	29%

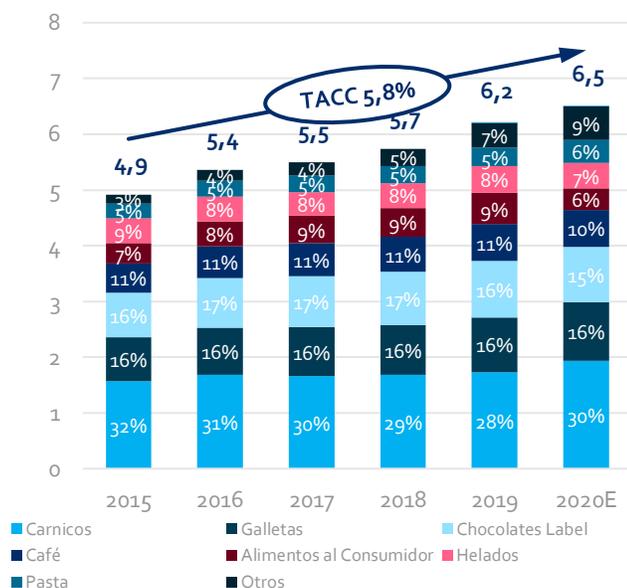
Fuentes: Nutresa y Corficolombiana.

Valoración: La nueva normalidad de Nutresa

Nuevas Tendencias - Colombia

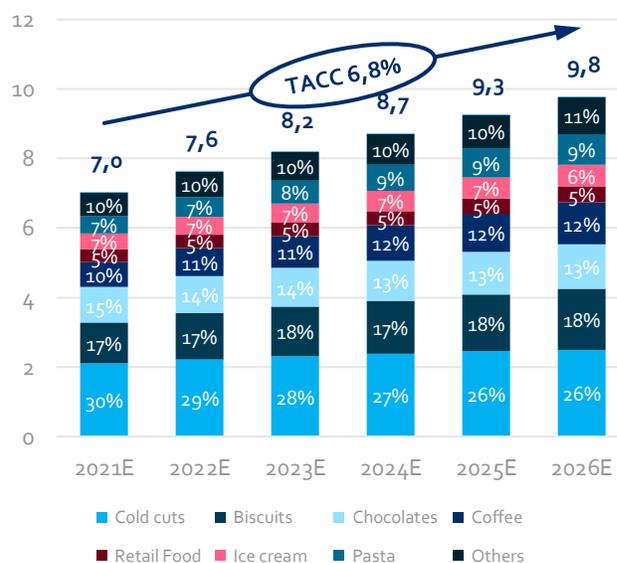
Debido a la crisis desencadenada por la COVID-19, el desempeño en todas las categorías ha sido heterogéneo, tanto a nivel de volumen como de precio, con diversos grados de magnitud. Quizás, como se esperaba, la demanda de productos alimenticios más discrecionales se deterioró, reflejando contracciones de volumen de ventas de dos dígitos año tras año. A nivel de producto, esta tendencia se observó en la división de Helados y el segmento de Alimentos al Consumidor, también perturbado por el cierre de restaurantes y restricciones de movilidad. En algunas categorías, como fue el caso de los segmentos de galletas y helados, el menor volumen de demanda fue parcialmente compensado por una estrategia de incremento de precios, pero no lo suficiente para mostrar ingresos positivos en la división de helados. Por otro lado, los bienes de consumo básico mostraron un desempeño extraordinario, ya que la cuarentena mejoró la compra de alimentos básicos, con preferencia por los alimentos de menor precio. Esta nueva tendencia de consumo conducirá inevitablemente a una reconfiguración de la mezcla del portafolio de alimentos en Colombia de Nutresa. Los gráficos a continuación muestran la reconfiguración que esperamos ver para el final de 2020 y para los próximos cinco años.

Gráfico 1: Ingresos – Colombia (COP BN)



Fuentes: Nutresa y Corficolombiana.

Gráfico 2: Proyección ingresos - Colombia (COP BN)

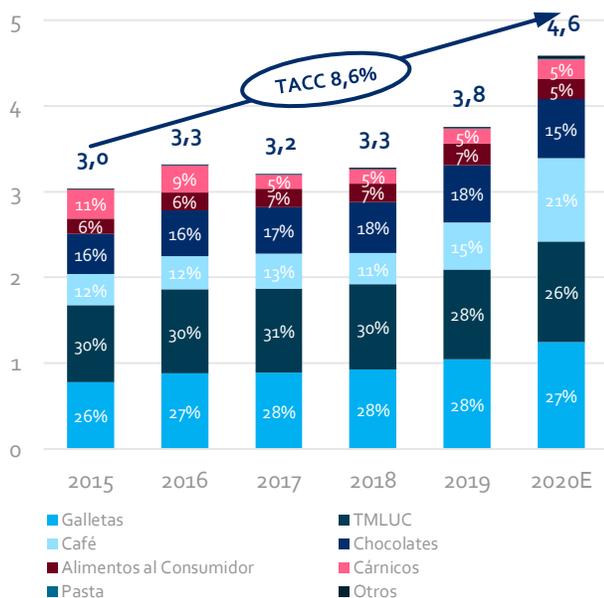


Fuente: Corficolombiana.

Nuevas Tendencias– Operación Internacional

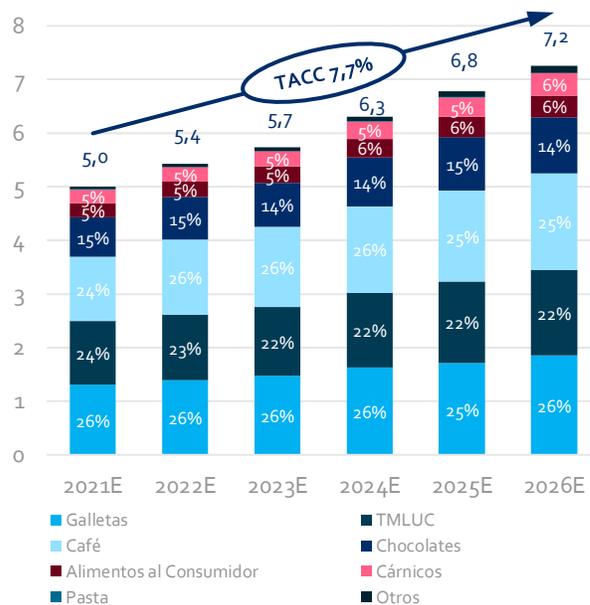
En el ámbito internacional, dada la adquisición de *Cameron’s Coffee* el año pasado, estimamos que la línea de negocio de café gane casi seis puntos porcentuales de participación dentro del segmento internacional en 2020 (gráfico 3). Esto representaría una reconfiguración del portafolio de alimentos a nivel internacional de Nutresa. Asimismo, al igual que sucedió en Colombia, la participación relativa del segmento de Alimentos al consumidor disminuirá en 2020 a 5%, fruto de las medidas de restricción de movilidad y cuarentena implementadas por varios gobiernos de América Latina, donde el negocio estuvo limitado por una buena parte del año a compras y entregas online. A pesar de esto, el segmento volverá a su participación promedio dentro del portafolio total. Otras categorías, por otro lado, se han beneficiado tanto de crecimientos en volúmenes como de la devaluación del peso colombiano. Creemos que esta tendencia continuara, aunque en menor magnitud.

Gráfico 3: Ingresos – División Internacional (COP)



Fuentes: Nutresa y Corficolombiana.

Gráfico 4: Proyección Ingresos – División Internacional (COP)



Fuente: Corficolombiana.

Dado que el peso colombiano es la denominación de reporte de Nutresa, en términos generales, el tipo de cambio afecta el estado resultados considerando la estructura de costos, donde varios rubros de la canasta de materias primas están denominados -o influenciados- por el dólar estadounidense. El efecto costo depende del tipo de productos que se producen en cada país y de la devaluación del país (con respecto al USD). Por otro lado, la consolidación de ingresos (y utilidades)

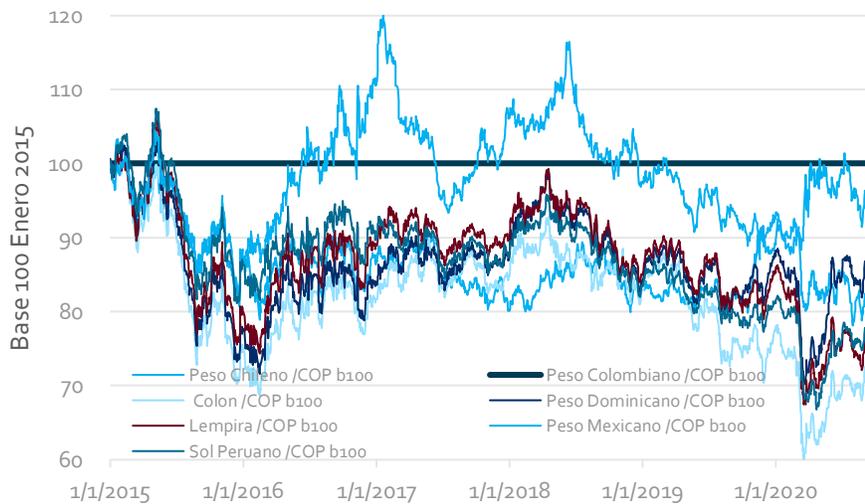
a pesos colombianos experimenta varias complejidades explicadas por los efectos cruzados de divisas y el hecho de que el peso colombiano se ha devaluado con respecto a los demás países de Latam donde también tiene presencia. Como resultado, la fuerte devaluación del peso colombiano, que también se traduce en una devaluación cruzada de divisas, afecta positivamente la consolidación de ingresos y utilidades de los diferentes países de América Latina donde Nutresa tiene presencia.

Gráfico 5: FX (USD)



Fuentes: Capital IQ y Corficolombiana.

Gráfico 6: Cross FX (COP)



Fuentes: Capital IQ y Corficolombiana.

Valoración: Conclusión

Flujo de Caja Descontado

Toda la información descrita en los apartados anteriores, junto con los análisis correspondientes, fueron utilizados para nuestro modelo de valuación de flujo de caja descontado, de donde llegamos a nuestro precio objetivo (12 meses) por acción de COP 29.219. Esto corresponde a un múltiplo EV / EBITDA implícito de 10,38X.

Valoramos el negocio de alimentos de Nutresa en COP 12,2 bn bajo la metodología de flujo de caja descontado y su portafolio a precios de mercado. Descontamos los flujos de caja libre asumiendo una tasa de descuento del 10,53%. Con base en nuestro modelo, estimamos que Nutresa genere COP 897 mil millones de flujo de efectivo libre en 2026 y se espera que los flujos de efectivo crezcan un 5,3% cada año subsiguiente a perpetuidad.

i) Los flujos de caja libre se consideran después de contabilizar todas las reinversiones necesarias. En este caso, los requerimientos de capital incluyen el reemplazo necesario de activos fijos y las reinversiones requeridas con base en la tasa de crecimiento de Nutresa.

ii) Suponemos que Nutresa mantiene el ciclo actual de conversión de efectivo de 65 días. Bajo este supuesto, aumentamos las cuentas por cobrar a la tasa de crecimiento de los ingresos, las cuentas por pagar con la tasa de crecimiento del costo de ventas y el inventario mediante el seguimiento a la rotación del inventario.

También calculamos el valor Terminal mediante el método de múltiplo de salida. En este caso, multiplicamos el múltiplo EBITDA derivado de un análisis de valoración relativa (mediana 10X) con el EBITDA proyecto del 2026. Esto resulta en un precio objetivo de COP 31.842 y un múltiplo implícito EV / EBITDA de 11,32x.

Tabla 1: WACC

Tasa libre de riesgo	2,0%
Equity Risk Premium	7,64%
Beta (β L)	0,76
Riesgo país (Aj.)	2,95%
Ke USD	10,8%
Devaluación	1,39%
Ke COP	12,3%
Kd	7,50%
Tasa de impuesto corporativo	27,9%
Kd *(1-T)	5,41%
Deuda (%)	25,7%
Equity (%)	74,30%
Wacc	10,5%

Fuente: Corficolombiana.

Tabla 2: Betas (Informativo)

	Beta (β L) 5Y	Market cap	Deuda	Tasa Corporativa	Beta (β UL)
Gruma	0,14	4.307	1.165	36,3%	0,12
BRF S.A.	0,93	3.319	3.870	34,0%	0,53
Alicorp S.A.A.	0,73	1.974	857	35,2%	0,57
Grupo Bimbo	0,06	7.501	5.653	37,6%	0,04
Grupo Lala	0,61	1.310	1.314	32,0%	0,36
M. Dias Branco	1,10	2.675	168	5,9%	1,04
Nutresa	0,61	2.705	1.071	29,4%	0,48

Fuentes: Capital IQ y Corficolombiana.

Tabla 3: Métricas de Valoración (COP MM).

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIAT (NOPAT)	864.799	1.058.874	1.139.802	943.764	1.017.105	1.113.612
D&A	306.168	331.709	348.431	379.299	404.923	395.449
Capex	(378.742)	(411.615)	(438.663)	(473.415)	(505.621)	(536.491)
Capital de trabajo, neto.	(67.180)	(574.492)	(81.564)	(91.263)	(119.504)	(117.796)
Flujo de caja libre	725.045	404.476	968.006	758.384	796.903	854.773
WACC	10,53%					
VP FCF	695.409	350.971	759.903	538.607	512.024	496.864
Perpetuidad						17.333.184
Crecimiento sostenible (g)	5,3%					
Suma VP FCF	3.353.777					
VP Valor Temrinal	10.075.463					

Fuente: Corficolombiana.

Tabla 4: Múltiplo EV/LTM EBITDA

		Múltiplo de Salida				
		9,0	9,5	10,0	10,5	11,0
WACC	9,5%	10,8x	11,2x	11,7x	12,2x	12,6x
	10,0%	10,5x	11,0x	11,4x	11,9x	12,4x
	10,5%	10,3x	10,7x	11,2x	11,6x	12,1x
	11,0%	10,1x	10,5x	10,9x	11,4x	11,8x
	11,5%	9,8x	10,3x	10,7x	11,1x	11,5x

Fuente: Corficolombiana.

Tabla 5: Precio de la acción

		Múltiplo de Salida				
		9,0	9,5	10,0	10,5	11,0
WACC	9,5%	30.247	31.574	32.902	34.229	35.556
	10,0%	29.575	30.870	32.165	33.460	34.755
	10,5%	28.922	30.185	31.449	32.712	33.976
	11,0%	28.287	29.520	30.753	31.986	33.219
	11,5%	27.669	28.872	30.076	31.279	32.482

Fuente: Corficolombiana.

Los niveles de apalancamiento se calcularon con base en el cumplimiento de la deuda obligatoria y se incluyó una línea de crédito revolving para asegurar la preservación de un nivel mínimo de caja correspondiente a 60 días de operación. La empresa emite nueva deuda y cancela la deuda preexistente en base a este supuesto y, en términos generales, la estructura de capital es mantiene estable durante todo el período de proyección.

Dentro de los catalizadores para reducir el precio objetivo en los próximos meses incluyen la imposibilidad de renovar los contratos de estabilidad jurídica, lo que implicaría una tasa impositiva marginal relativamente más alta. En este caso, un aumento en la tasa impositiva marginal de 100 pbs, podría representar una reducción en el precio implícito por acción de al menos 3%.

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

juan.pardo@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

Maria Paula Campos

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

maria.campos@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.