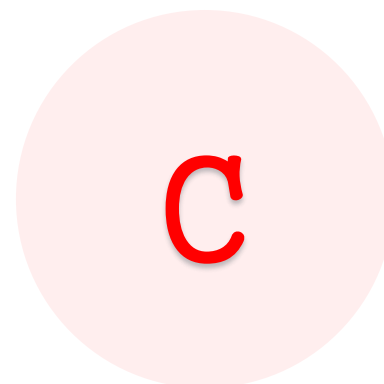


Consideramos los resultados de Grupo Nutresa al cierre de 2018 como Negativos. La empresa logró aumentar sus ventas consolidadas 3,7% A/A en 2018, y llevó el crecimiento en los volúmenes de ventas totales a terreno positivo al reportar un aumento de 1,21% A/A. Si bien el Grupo reportó un aumento en sus operaciones locales en línea con nuestra estimación e internacionalmente ligeramente por encima de lo que esperábamos, consideramos que la empresa operativamente no está generando el valor que debería. El EBITDA de la empresa continúa creciendo por encima de las ventas, lo cual adentra más el margen EBITDA en el rango objetivo, sin embargo, los flujos de caja reales de la empresa se contraen por primera vez desde el 2015 (12% A/A) y se evidencia la falta de músculo financiero para hacer frente a los 4 requerimientos principales: i) Inversión en el negocio; ii) Pago del servicio de la deuda; iii) Pago de dividendos; y iv) Generación de valor patrimonial por mayores flujos de caja libre.

25 de febrero de 2019



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

Hechos relevantes

• **Ventas Colombia, en línea con nuestras expectativas:** Las ventas del Grupo cerraron el año con un crecimiento en Colombia de 4,40% A/A, en línea con nuestras estimaciones. Los volúmenes de venta totales estuvieron ligeramente por debajo de nuestra expectativa, 2,05% A/A vs 2,38% A/A estimado. Consideramos que el segmento de Helados tuvo un mejor desempeño del esperado y logró crecimientos en ventas (4,62% A/A) y volúmenes (3,89% A/A) después de dos años consecutivos decreciendo. También Cárnicos fue un segmento que se recuperó, aunque en menor medida que lo que esperábamos. Este segmento logró aumentar ventas en 2,13% A/A, y lo más importante, la línea de negocio recuperó volúmenes de venta al reportar una variación de 2,09% A/A. **Así, consideramos la operación local positiva durante el año y esperamos que la recuperación en volúmenes continúe en el 2019.**

• **Efectos cambiarios impactan nuevamente:** El mercado internacional del Grupo logró aumentar durante el año 2018 en dólares 2,35% A/A y 2,45% A/A en moneda de presentación. El aumento en dólares tiene que ver mayormente con tasas de cambio, pues los volúmenes internacionales, aunque en menor medida, continúan decreciendo (-0,29% A/A). TMLUC, que es la línea de negocio de mayor proporción dentro de las ventas internacionales, logró aumentar en su moneda local 2,4% A/A, más en dólares tuvo un crecimiento menor al reflejar una variación de 1,82% A/A. En pesos colombianos el segmento muestra un aumento de 1,67% A/A, lo cual indica que hubo una pérdida de valor en tasa cruzada de aproximadamente 0,73 p.p.. Sumado a lo anterior, los volúmenes de venta de TMLUC continúan decreciendo y cerraron el 2018 con una contracción de 4,97% A/A.

Información específica

Cifras en COP

Precio objetivo	N/A
Recomendación	Neutral
Market cap (COP)	12,23 B
Ultimo Precio	26.580
YTD (%)	13,11%
Beta ajustado	N/A
Participación Colcap	N/A

Luis Miguel Alcega
Analista Renta Variable
Corficolombiana

Omar Suarez
Gerente Estrategia Renta Variable
Casa de Bolsa

Grupo Nutresa | Entrega de Notas 4T18

Menores Flujos de Caja, Menor Valor Patrimonial

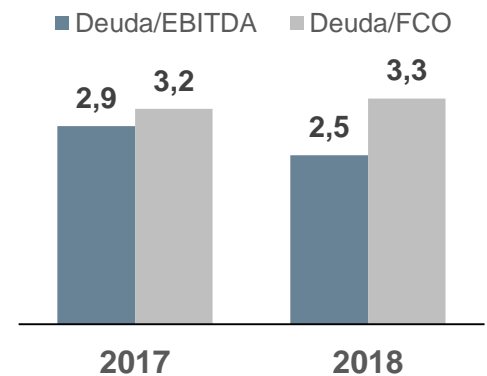
• **Cambio de mix en portafolio de productos continúa:** La estrategia del grupo continúa enfocándose en el cambio de mix en los distintos portafolios de marcas y productos de las líneas de negocio. Galletas es uno de los segmentos que han sido impactados positivamente por esta estrategia. Esta línea de negocio refleja contracciones en volúmenes al cierre de año en Colombia por 1,18% A/A, y crecimiento en ventas totales por 3,78% A/A. Aunque el segmento ha disminuido sus volúmenes, esta situación no responde a menores ventas de producto, si no a la estrategia de cambio de mix. Así, el margen EBITDA del negocio se ubica en 13,4% con un aumento en EBITDA de 10,6% A/A, mostrando la rentabilización de la línea de negocio.

• **EBITDA aumentando, Contabilidad vs Realidad:** El EBITDA de la empresa presentó un aumento de 7,9% A/A al cierre 2018, continuando con su crecimiento más acelerado que las ventas, situación que refleja la estrategia del grupo por rentabilizar marcas y productos. Así, el margen EBITDA consolidado logró adentrarse en rango objetivo al ubicarse en 12,5% vs 12% el año anterior. No obstante, a pesar de que la empresa ha logrado aumentar su rentabilidad en valores absolutos y como margen, el flujo de caja operativo de la empresa, viniendo de crecimientos de más del 20% A/A los últimos periodos fiscales, refleja un decrecimiento del 12,3% A/A al cierre 2018. Es importante tener en mente este hecho dado que la gerencia pudiese estar usando estrategias contables que a primera instancia hacen ver los resultados positivos, mientras que una vez en análisis detallado los flujos de caja de la empresa difieren sustancialmente con el EBITDA.

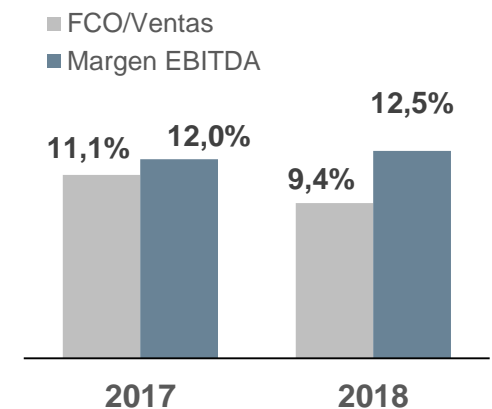
• **Flujos de caja impactados, menor valor patrimonial:** El flujo de caja libre aproximado como: flujo de caja operacional - Inversión en PP&E - dividendos pagados + dividendos recibidos – intereses financieros + cambio en deuda neta; fue de COP 157,753 millones al cierre del año 2017, mientras que para el cierre de año 2018 la empresa reporta una necesidad de COP 11.446 millones. El apalancamiento de la empresa está impactando negativamente el flujo de caja de la misma; los intereses financieros pagados son aproximadamente el 20% del flujo de caja operacional, las amortizaciones de capital están siendo muy bajas con respecto al perfil de vencimientos que la empresa reporta a inicios de año, y la inversión en activos fijos continúan reportando una relación Capex a depreciación menor a 1x. Así, destacamos que la empresa no está teniendo suficiente músculo financiero para: i) Hacer las inversiones necesarias para expandir y mantener su base de activos fijos; ii) Pagar dividendos a sus accionistas; y iii) Hacer frente al servicio de deuda y realmente bajar el balance, pues disminuir el apalancamiento medido por deuda a EBITDA no es una medida que consideremos asertiva mayormente por el uso de medidas contables como se mencionó anteriormente. De hecho, el indicador deuda a flujo de caja operativo muestra un aumento de 0,15x A/A, mientras que el indicador deuda a EBITDA refleja una mejora de 0,43x A/A.

EBITDA Vs FCO

Cifras expresadas en veces

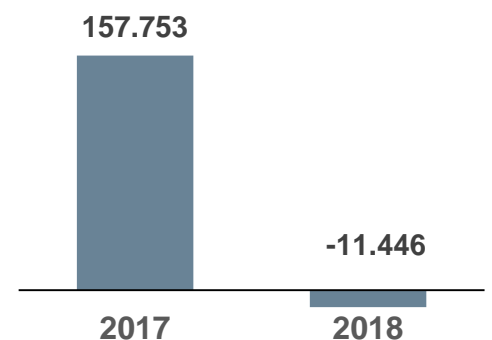


Margen EBITDA Vs FCO/Ventas



Flujo de caja final

COP millones



Grupo Nutresa | Entrega de Notas 4T18

Menores Flujos de Caja, Menor Valor Patrimonial

Resumen resultados financieros

Cifras en miles de millones de COP

	Grupo Nutresa				
	4T18	4T17	3T18	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2,403,768	2,304,195	2,282,784.00	4%	5%
Costo de ventas	1,489,358	1,281,784	1,279,547.00	16%	16%
Utilidad Bruta	914,410	1,022,411	1,003,237	-11%	-9%
Gastos de operación	698,940	853,388	769,703	-18%	-9%
Utilidad operacional	215,470	169,023	233,534	27%	-8%
Utilidad Neta	120,625	89,625	141,860	35%	-15%
EBITDA	285,580	243,961	300,826	17%	-5%
Margen Bruto	38%	44%	44%	-633 pbs	-591 pbs
Margen Operacional	9%	7%	10%	163 pbs	-127 pbs
Margen Neto	5%	4%	6%	113 pbs	-120 pbs
Margen EBITDA	12%	11%	13%	129 pbs	-130 pbs

Gerencia de Inversiones**Mesa Distribución****Mesa Institucional Acciones****Alejandro Pieschacon***Director de Inversiones**alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22724***Juan Pablo Vélez***Gerente Comercial Medellín**jvelez@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861***Alejandro Forero***Head de acciones Institucional**alejandro.forero@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843***Análisis y Estrategia****Juan David Ballén***Director Análisis y Estrategia**juan.ballen@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622***Diego Velásquez***Analista de Renta Fija**diego.velasquez@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710***Santiago Clavijo***Practicante de Renta Fija**santiago.clavijo@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22814***Omar Suarez***Gerente Estrategia Renta Variable**omar.suarez@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619***Juan Felipe D'luyz***Analista de Renta Variable**juan.dluyz@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703***Juan Pablo Serrano***Trader de acciones Institucional**juan.serrano@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22630***Mesa Institucional Renta Fija****Enrique Fernando Cobos***Gerente Mesa Institucional**enrique.cobos@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22717***Olga Dossman***Gerente Comercial**Olga.dossman@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624***Adda Padilla***Gerente Comercial**adda.padilla@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607***ADVERTENCIA**

Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. La información contenida en este documento se presume confiable, pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza su total precisión, los datos utilizados son de conocimiento público. En ningún momento se garantizan las rentabilidades estimadas asociadas a los diferentes perfiles de riesgo. Variables asociadas al manejo de las posiciones, los gastos y las comisiones asociadas a su gestión pueden alterar el comportamiento de la rentabilidad. Es posible que esta estrategia de inversión no alcance su objetivo y/o que usted pierda dinero al invertir en ella. La rentabilidad pasada no es garantía de rentabilidad futura. Ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría legal, tributaria, fiscal, contable, financiera, técnica o de otra naturaleza, o recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción, de modo que, este documento se distribuye únicamente con propósitos informativos, y las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. 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. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Certificación del analista: El (los) analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que 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.