



**VALORACIÓN GRUPO NUTRESA S.A.
MEDIANTE MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA
DESCONTADOS**
VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER
EN FINANZAS

Profesor Guía:

Carlos Maquieira

Estudiante:

Angie Guzmán

Otoño 2021

Dedicado a Lina Patricia Hoyos.

Agradecimientos

Sólo puedo decir... Gracias Dios, gracias familia, y gracias a todos los que hicieron parte de este proceso de aprendizaje, no sólo a nivel académico y profesional, también a nivel personal, sobre todo en estos momentos en los que el mundo está atravesando una de las más grandes crisis sanitarias y económicas.

CONTENIDO

1. RESUMEN EJECUTIVO	9
2. METODOLOGÍA	10
2.1. Principales métodos de valoración.....	10
2.2. Modelo de descuento de dividendos	11
2.3. Método de múltiplos	12
2.4. Método de flujos de caja descontados.....	14
3. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA Y LA EMPRESA.....	17
3.1. Descripción de la industria.....	17
3.2. Descripción de la empresa y su historia.....	19
3.2.1. Descripción de la empresa	19
3.2.2. Reseña histórica	29
3.3. Regulación y Fiscalización	30
3.4. Principales accionistas	34
3.5. Empresas de la industria	36
4. ASPECTOS CONTABLES Y FINANCIEROS GRUPO NUTRESA S.A.	42
4.1. Estado de Situación Financiera	42
4.2. Estado de Resultados	50
4.3. Estado de Flujos de Efectivo.....	56
4.4. Ratios Financieros.....	59
5. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	61
5.1. Deuda Financiera	61
5.1.1 Bonos	64
5.2. Patrimonio Económico.....	67
5.3. Valor de la empresa	68
5.4. Estructura de Capital Objetivo.....	68
6. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	69
6.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa	69
6.2. Estimación del Costo de Capital de la empresa	70
7. ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS Y PROYECCIÓN DE EERR	75
7.1. Análisis operacional del negocio y la industria.....	75
7.1.1. Estados Financieros.....	75

7.1.2. Análisis de Crecimiento	76
7.1.3. Análisis de Costos de Operación	87
7.1.4. Análisis de Cuentas no Operacionales	92
7.1.5. Análisis de Activos	98
7.2. Proyección de EERR.....	103
7.2.1. Proyección de Ingresos de Operación	103
7.2.2. Proyección de Costos de Operación.....	105
7.2.3. Proyección Resultado No Operacional	108
7.2.4. Cálculo de la Ganancia antes de Impuestos	113
7.2.5. Cálculo del Pago de Impuestos	114
7.2.6. Cálculo de la Ganancia o Pérdida	114
7.2.7. Estado de Resultados Proyectados	114
8. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS, Y ANÁLISIS	115
8.1. Inversión de Reposición.....	115
8.2. Nuevas Inversiones en Activos Fijos	117
8.3. Inversión en Capital de Trabajo	118
8.4. Proyección del Flujo de Caja Libre.....	119
8.5. Valoración Económica de la empresa y de su precio de acción.....	121
9. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	122
10. CONCLUSIONES	124
Bibliografía	126
Anexos	131
Anexo 1. Principales filiales de Grupo Nutresa S.A.....	131
Anexo 2. Estado de Situación Financiera Grupo Nutresa S.A.....	135
Anexo 3. Análisis de Masas Patrimoniales (Estado de Situación Financiera en % - Real) Grupo Nutresa S.A.....	137
Anexo 4. Estado de Resultados Grupo Nutresa S.A.	138
Anexo 5. Análisis vertical (Estado de Resultados en % - Real) Grupo Nutresa S.A.....	140
Anexo 6. Análisis horizontal (Variación Estado de Resultados en %, año base 2015 – Real) Grupo Nutresa S.A.....	141
Anexo 7. Análisis horizontal (Variación Estado de Resultados en %, período t y t-1 – Real) Grupo Nutresa S.A.....	142
Anexo 8. Ratios Financieros Grupo Nutresa S.A.	143

Anexo 9. Comportamiento de los precios Acción Nutresa Vs Índice COLCAP.....	143
Anexo 10. Comportamiento de los retornos Acción Nutresa Vs Índice COLCAP.	144
Anexo 11. Estimación Beta Acción Nutresa año 2016.....	144
Anexo 12. Estimación Beta Acción Nutresa año 2017.....	145
Anexo 13. Estimación Beta Acción Nutresa año 2018.....	145
Anexo 14. Estimación Beta Acción Nutresa año 2019.....	146
Anexo 15. Estimación Beta Acción Nutresa año 2020.....	146
Anexo 16. IPC. Índice y variación mensual, año corrido y anual del IPC sin alimentos (considerando alimentos como la división 01 de la nomenclatura basada en la COICOP). ..	147
Anexo 17. Ventas reales por productos Grupo Nutresa S.A.....	148
Anexo 18. Ventas reales por segmentos Grupo Nutresa S.A.....	148
Anexo 19. Ventas reales por países Grupo Nutresa S.A.....	149
Anexo 20. Importancia relativa de las Ventas de cada tipo de producto con respecto al total Ventas Grupo Nutresa S.A.....	149
Anexo 21. Proyecciones consumo de productos a nivel mundial.....	150
Anexo 22. Supuestos para proyección Costos Operacionales 2020-2025 Grupo Nutresa S.A.	151

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1 Características de la acción de Grupo Nutresa S.A.	20
Cuadro 2 Principales empresas del negocio cárnico.....	22
Cuadro 3 Principales fábricas del negocio de galletas.....	23
Cuadro 4 Principales plantas de producción del negocio de chocolates.....	24
Cuadro 5 Principales empresas del negocio del café.....	25
Cuadro 6 Principales empresas del negocio Tresmontes Lucchetti – TMLUC.....	26
Cuadro 7 Principales empresas del negocio alimentos al consumidor.	27
Cuadro 8 Principales empresas del negocio de las pastas.	28
Cuadro 9 Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA (% por unidad de negocio).....	28
Cuadro 10 Resumen de adquisiciones y hechos históricos de Grupo Nutresa S.A.	29
Cuadro 11 Clasificación de los alimentos según su riesgo a la salud pública.	31
Cuadro 12 Principales 12 accionistas de Grupo Nutresa S.A. a junio 2020.....	35
Cuadro 13 Resumen sobre Alicorp S.A.A. y Subsidiarias.	38
Cuadro 14 Resultados financieros Alicorp S.A.A. y Subsidiarias (a diciembre 2019).	39
Cuadro 15 Resumen sobre Nestlé S.A.....	39
Cuadro 16 Resultados Financieros de Nestlé (a diciembre 2019).	40
Cuadro 17 Resumen sobre Conagra Brands S.A.	40
Cuadro 18 Resultados financieros Conagra Brands S.A. (a diciembre 2019).	41
Cuadro 19 Resumen sobre Colombina S.A.	41
Cuadro 20 Resultados Financieros de Colombina (a diciembre 2019).....	42

Cuadro 21 Composición Activos Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	42
Cuadro 22 Principales Activos Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	43
Cuadro 23 Composición Pasivos Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	46
Cuadro 24 Principales Pasivos Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	47
Cuadro 25 Evolución Estructura de Capital Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	49
Cuadro 26 Resultados Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	52
Cuadro 27 Descomposición Costos y Gastos Operacionales Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	53
Cuadro 28 Gastos por Depreciaciones y Amortizaciones Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	54
Cuadro 29 Descomposición Cuentas no Operacionales Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	55
Cuadro 30 Flujos de Efectivo Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	56
Cuadro 31 Razón Corriente Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	59
Cuadro 32 Cobertura de Intereses (TIE) Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	60
Cuadro 33 Ciclo Operacional Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	60
Cuadro 34 ROA y ROE Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	61
Cuadro 35 Obligaciones Financieras Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).	62
Cuadro 36 Obligaciones Financieras Grupo Nutresa S.A. (Año 2019).	62
Cuadro 37 Maduración Obligaciones Financieras Grupo Nutresa S.A.	62
Cuadro 38 Tasas de Interés Promedio de Obligaciones Financieras Grupo Nutresa S.A.	63
Cuadro 39 Detalle montos de Obligaciones Financieras indexados a tasas de referencia Grupo Nutresa S.A.	63
Cuadro 40 Detalle Tasas de Interés Promedio de Obligaciones Financieras Grupo Nutresa S.A.	64
Cuadro 41 Detalle Bonos emitidos Año 2009 Grupo Nutresa S.A.	65
Cuadro 42 Saldo a septiembre de 2020, 2019; y diciembre de 2019 de Bonos emitidos en agosto de 2009 en Colombia por Grupo Nutresa S.A. (Fideicomiso Grupo Nacional de Chocolates).	65
Cuadro 43 Bono Colombia año 2009 - C12, Grupo Nutresa S.A. (Fideicomiso Grupo Nacional de Chocolates).	66
Cuadro 44 Capital emitido por Grupo Nutresa S.A.	67
Cuadro 45 Valor económico Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – 2019; a septiembre 2020).	68
Cuadro 46 Estructura de Capital Grupo Nutresa S.A.	68
Cuadro 47 Estadística Descriptiva de Estructura de Capital Grupo Nutresa S.A.	69
Cuadro 48 Beta Patrimonial Grupo Nutresa S.A.	70

Cuadro 49 Cuadro resumen (<i>Kb</i>) Grupo Nutresa S.A.....	71
Cuadro 50 Variación IPC de Colombia.....	76
Cuadro 51 Tasas de crecimiento reales de las Ventas por tipo de producto Grupo Nutresa S.A.	77
Cuadro 52 Tasas de crecimiento reales de las Ventas por segmento Grupo Nutresa S.A.....	77
Cuadro 53 Tasas de crecimiento reales de las Ventas por país Grupo Nutresa S.A.....	78
Cuadro 54 PIB a precios constantes: “Elaboración de productos alimenticios; elaboración de bebidas; elaboración de productos de tabaco”.....	79
Cuadro 55 Tasas de crecimiento reales PIB Industria en Colombia Vs Grupo Nutresa S.A.....	79
Cuadro 56 Descomposición Costos y Gastos Operacionales Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020) – Cuentas Principales.....	91
Cuadro 57 Importancia relativa (%) de Costos Operacionales con respecto a las Ventas Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).....	91
Cuadro 58 Gastos por Depreciaciones y Amortizaciones Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).....	92
Cuadro 59 Cuentas no Operacionales Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).....	93
Cuadro 60 Importancia relativa (%) de Cuentas no Operacionales con respecto a las Ventas Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).....	93
Cuadro 61 Activos Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).....	99
Cuadro 62 Proyección del crecimiento anual del consumo de alimentos en porcentaje.....	103
Cuadro 63 Proyecciones de Ventas Grupo Nutresa S.A.....	104
Cuadro 64 Proyecciones de Ventas Grupo Nutresa S.A – Año 2020 completo.....	104
Cuadro 65 Cifras supuesto de Depreciación y Amortización de Costos Operacionales.....	107
Cuadro 66 Proyección de Costos y Gastos Operacionales Grupo Nutresa S.A.....	107
Cuadro 67 Cifras reales y análisis vertical de Ingresos Financieros.....	108
Cuadro 68 Diferencia análisis vertical entre años Ingresos Financieros.....	109
Cuadro 69 Análisis vertical de Gastos Financieros.....	109
Cuadro 70 Análisis vertical de Dividendos.....	110
Cuadro 71 Análisis Horizontal Diferencia en Cambio de Activos y Pasivos no Operativos.....	110
Cuadro 72 Cifras reales Pérdida por la Posición Monetaria Neta.....	111
Cuadro 73 Análisis vertical de Participación en Asociadas y Negocios Conjuntos.....	111
Cuadro 74 Análisis vertical de Otros Ingresos Netos.....	112
Cuadro 75 Proyección Cuentas No Operacionales Grupo Nutresa S.A.....	113
Cuadro 76 Cálculo de Ganancia antes de Impuestos Grupo Nutresa S.A.....	113
Cuadro 77 Cálculo del Pago de Impuestos de Grupo Nutresa S.A.....	114
Cuadro 78 Cálculo de la Ganancia de Grupo Nutresa S.A.....	114
Cuadro 79 Estado de Resultados Proyectado Grupo Nutresa S.A. (Años 2020 – 2025).....	115
Cuadro 80 Inversión de Reposición Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – 2019).....	116
Cuadro 81 Proyección Inversión de Reposición Grupo Nutresa S.A.....	117
Cuadro 82 Proyección Inversión en Activos Fijos Grupo Nutresa S.A.....	117
Cuadro 83 Inversión en CTON Grupo Nutresa S.A.....	118
Cuadro 84 Proyección en Inversión en CTON Grupo Nutresa S.A.....	119
Cuadro 85 Proyección Flujo de Caja Libre Grupo Nutresa S.A.....	120

Cuadro 86 Valoración Acción Grupo Nutresa S.A.....	121
Cuadro 87 Análisis de Sensibilidad Grupo Nutresa S.A.	123

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 Tipos de sellos bajo nueva propuesta sobre etiquetados.	32
Figura 2	43
Figura 3	44
Figura 4	47
Figura 5	48
Figura 6, Figura 7	49
Figura 8, Figura 9	51
Figura 10	57
Figura 11, Figura 12	58
Figura 13 Tasas de crecimiento reales PIB Industria en Colombia Vs Grupo Nutresa S.A.	80
Figura 14 Evolución a mediano plazo de los precios de los productos básicos en cifras reales.	82
Figura 15 Contribuciones regionales al crecimiento de la demanda de alimentos, 2008-17 y 2018-27.	83
Figura 16 Ventas de alimentos procesados por categoría (% var. anual y CAGR).	85
Figura 17	87
Figura 18	94
Figura 19	95
Figura 20	96
Figura 21	97
Figura 22	98

1. RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene como objetivo realizar una valoración por medio del método de Flujos de Caja Descontados de Grupo Nutresa S.A., empresa líder de alimentos procesados en Colombia y una de las más grandes de América Latina, con 8 líneas de negocios distintas: Cárnico, galletas, chocolates, cafés, Tresmontes Lucchetti -TMLUC, alimentos al consumidor, helados y pastas. Sumando un total de 45.803 empleados, esta empresa tiene presencia directa en 14 países y cuenta con un total de 47 plantas de producción, y un alcance internacional, ya que sus productos se comercializan en 74 países ubicados en los cinco continentes.

La valoración se llevó a cabo mediante un análisis detallado de Grupo Nutresa S.A., tomando como base sus Estados Financieros emitidos entre los años 2015 y el acumulado al tercer trimestre del año 2020 (a septiembre 30), sin dejar de lado la industria en la cual se desempeña. Más adelante se determinó su Estructura de Capital Objetivo, y su respectiva Tasa de Costo de Capital. Adicionalmente, a través de un análisis operacional detallado del negocio y la industria, se proyectaron los Estados Financieros desde el tercer trimestre del año 2020 hasta el año 2025, para consecuentemente construir el Flujo de Caja Libre de la empresa y así poder valorar al Grupo Nutresa S.A. por medio del método de Flujos de Caja Descontados (FCD).

El resultado de la valoración por FCD arrojó un precio de la acción de Nutresa de COP \$17.342 (levemente un poco bajo) al 30 de septiembre de 2020, mientras que el precio transado en el mercado a esa misma fecha fue de COP \$19.200. Dado lo anterior, se puede afirmar que el precio de la acción de Grupo Nutresa S.A. se encuentra un 9,68% por debajo del precio de mercado establecido a esa fecha.

2. METODOLOGÍA

2.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos) o iv) en el descuento de flujo de fondos.¹ Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, múltiplos o comparables, y flujos de caja descontados.² Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el de flujos de caja descontados. Este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador de flujos, y por ello como un activo financiero.

¹ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. “Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica”. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2015. Capítulo 9, pp. 367-456.

2.2. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la acción} = DPA / K_p$$

Donde: *DPA*, es el dividendo por acción; y *K_p*, es la rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante *g*, la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la acción} = DPA_1 / (K_p - g)$$

Donde: *DPA₁*, son los dividendos por acción del próximo periodo.³

³ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000, p. 36.

2.3. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:⁴

I. Múltiplos de ganancias:

- Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)
- Valor / EBIT
- Valor / EBITDA
- Valor / Flujo de caja

⁴ Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado. Si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

II. Múltiplos de valor libro:

- Precio acción / valor libro de la acción (PV)
- Valor de mercado / Valor libro de activos
- Valor de mercado / Costo de reemplazo (Tobin's Q)

III. Múltiplos de ventas:

- Precio de la acción / Ventas por acción (PV)
- Value / Sales

IV. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m2 construido en *retail*

Finalmente, el método utilizado en la presente valoración:

2.4. Método de flujos de caja descontados

El caso del método de flujo de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁵

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento.

⁵ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), p. 382.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de

capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

3. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA Y LA EMPRESA

3.1. Descripción de la industria

Grupo Nutresa S.A., pertenece a la industria alimentaria. En el caso de Colombia, país en el que fue fundada la compañía analizada en cuestión, la industria de alimentos es uno de los sectores más dinámicos, perteneciente a los grupos industriales que concentran la mayor parte de producción bruta del total nacional, con una participación de aproximadamente el 22% para el año 2019. Además, teniendo en cuenta el valor FOB⁶ de las exportaciones de Colombia en este mismo año, según grupos de productos (OMC), el grupo de agropecuarios, alimentos y bebidas; posee una participación del 18,6% de un total de 39.501,7 millones de dólares FOB (Departamento Administrativo Nacional de Estadística - DANE, 2019).⁷

Los principales problemas de salud en las personas a nivel mundial se deben a enfermedades como hipertensión, obesidad, diabetes, enfermedades cardiovasculares, osteoporosis, artritis, entre muchas otras. Estas enfermedades al tener un grado de relación con los alimentos, hace que las personas comiencen a demandar una mayor cantidad de productos saludables y a su vez, las industrias se interesen en explorar este tipo de productos.⁸ Debido a la importancia que tienen los alimentos en la vida de las personas, es que la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) de Colombia, del que forman parte diversos empresarios ligados a la industria de alimentos, ha enfocado especial atención en la industria alimentaria. Esta Asociación ha promovido distintas estrategias para mejorar el desarrollo de la industria como, por ejemplo:

⁶ FOB es valor de la mercancía estipulado en factura comercial, transacción bancaria, o algún documento que acredite el valor de compra.

⁷ (DANE, 2020)

⁸ (Castrillón, 2018)

- Regular el contenido de las publicidades dirigidas a los niños, que en el año 2018 ocasionó que un 98,8% de los comerciales cumplieran con los objetivos.
- Incentivar la relación de empresarios con el sector agrícola colombiano por medio de contratos en que ambos puedan ver favorecidas sus ganancias.
- Incentivar a la innovación por medio de la inversión de recursos en investigación, ciencia y tecnología.

Para lograr el último punto mencionado, diversas compañías de alimentos tienen unidades de investigación con las que trabajan para generar avances. Además, es importante agregar que en estas investigaciones también ha sido primordial la cooperación de universidades de distintos rubros.

Algunos ejemplos de empresas dedicadas a la industria de alimentos que son parte de esta asociación son Grupo Nutresa S.A. y Alpina Productos Alimenticios S.A. Estas compañías son buenos representantes de este mercado y, además, buenos ejemplos de innovación debido a su actualización conforme a la transformación del mercado de alimentos colombiano. En este sentido, Alpina incorpora diversos procesos de innovación a nivel organizacional⁹ y Grupo Nutresa cree fuertemente en que *“La innovación es la palanca y el motor de crecimiento para el logro de los resultados en la región estratégica y los mercados en los que se tiene presencia”*. Debido a esto, es que Grupo Nutresa S.A. ha logrado destacarse en materias de sostenibilidad, como se indicará más adelante.

⁹ (Cámara de Industria de alimentos, 2019)

3.2. Descripción de la empresa y su historia

3.2.1. Descripción de la empresa

Grupo Nutresa S.A. es una empresa perteneciente a la industria de alimentos y comercializa productos de ocho líneas de negocios distintas: Cárnico, galletas, chocolates, cafés, Tresmontes Lucchetti -TMLUC-, alimentos al consumidor, helados y pastas. Sumando un total de 45.803 empleados, esta empresa tiene presencia directa en 14 países y cuenta con un total de 47 plantas de producción. Además, sus variedades de productos tienen un gran alcance internacional, ya que se comercializan en 74 países ubicados en los cinco continentes.

Esta empresa ya cuenta con 100 años de historia y es la empresa líder en alimentos procesados en Colombia debido a que posee una participación de mercado del 55,4%. Además, en este país no solo destaca por su participación, sino que también por su reputación y empleos, ya que de acuerdo con el monitor Merco Empresas 2019, Grupo Nutresa es la segunda empresa de mejor reputación del país y según Merco Talento 2019, es la segunda mejor empleadora. Sin embargo, no solo tiene una importante participación en Colombia, sino que también es uno de los jugadores más importantes a nivel Latinoamericano.

Por otro lado, a nivel mundial Grupo Nutresa se ha destacado por su sostenibilidad, ya que por noveno año consecutivo fue incluida en el DJSI (Dow Jones Sustainability Index), siendo reconocida como la empresa de alimentos más sostenible del mundo. Este último evalúa aspectos como los códigos de conducta, gestión de crisis y riesgos, y el buen gobierno corporativo.¹⁰

¹⁰ (Nutresa G. , 2020)

- **Detalle de la acción de Grupo Nutresa**

El 21 de marzo de 1961, Compañía Nacional de Chocolates S.A. (hasta entonces llamada así) cotizó por primera vez en la Bolsa de Valores de Medellín, y actualmente Grupo Nutresa S.A. (razón social establecida en el año 2011) sigue transando en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

Cuadro 1 Características de la acción de Grupo Nutresa S.A.

Antecedentes	Nombre de la empresa
Ticker o Nemo-técnico	NUTRESA
Clase de acción	Ordinaria.
Derechos de cada clase	Son emitidas a plazo indefinido. *
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Valores de Colombia (BVC).
Descripción de la empresa (profile)	Empresa dedicada a la elaboración, distribución y venta de alimentos.
Sector e industria	Alimentos.
Países y negocios	Alcance de sus productos a 74 países en los 5 continentes. Sus líneas de negocios incluyen carne, galletas, helados, chocolates, Tresmontes Lucchetti, café, alimentos al consumidor y pastas.

Fuente Cuadro: (Nutresa G. , 2020).

Fuente (*): (SVS, 2020).

Con respecto a los derechos de cada clase, en este caso, de las acciones ordinarias, están:¹¹

- Derechos de voto: Un voto en cualquier asamblea de accionistas.
- Derechos de Inspección: Los documentos anunciados por las disposiciones legales pertinentes, serán puestos a disposición de los accionistas, en las oficinas de la administración, durante los (15) días hábiles que preceden a la reunión que ha de considerar un Balance General.

¹¹ (Nutresa, Nutresa, 2011)

- **Dividendos:** Los titulares de las acciones ordinarias, una vez aprobados los Estados Financieros, deben decidir sobre el proyecto de distribución de Utilidades presentado por la administración de la Compañía. Según la ley colombiana y los estatutos sociales de la compañía, se debe distribuir como mínimo el 50% de las Utilidades Líquidas a todos los accionistas, calculadas después del pago de Impuestos de Renta, la creación de la Reserva Legal y Otras Reservas, y de enjugar las Pérdidas de los años fiscales anteriores.
- **Derechos al momento de liquidación:** Recibir una parte proporcional del remanente de los Activos Sociales una vez pagado el Pasivo Externo.
- **Derechos de negociación:** Negociar libremente las acciones ordinarias de Grupo Nutresa S.A. según los términos de los estatutos sociales y la ley colombiana.
- **Derechos de preferencia y otras disposiciones contra la dilución:** Los estatutos sociales y la ley colombiana exigen que cuando una compañía emita nuevas acciones de cualquier clase en circulación, debe ofrecer a los titulares de cada clase de acciones el derecho a suscribir un número de acciones de esa clase suficiente para mantener su porcentaje de participación existente sobre el agregado del Capital Social de la Compañía. La Asamblea podrá disponer que determinada emisión de acciones sea colocada sin sujeción al derecho de suscripción preferencial, siempre que lo haga con el voto favorable de no menos del 70% de las acciones representadas en la asamblea general de accionistas.

- **Líneas de Negocio de Grupo Nutresa S.A.**¹²

Nutresa cuenta con ocho líneas de negocios, abarcando las siguientes: cárnico, galletas, chocolates, cafés, Tresmontes Lucchetti- TMLUC, alimentos al consumidor, helados y pastas.

¹² (Nutresa G. , 2020)

Cada uno de estos grupos tiene presencia en distintos países y con diferentes marcas, que se definen a continuación:

1-Cárnico

Nutresa en esta línea de negocios ofrece seis distintos tipos de productos, los cuales son: champiñones, platos preparados, carnes frías procesadas, carnes maduradas, embutidos y vegetales enlatados. En cuanto a la elaboración de estos, la empresa cuenta con 10 plantas de producción distribuidas en tres países de Latinoamérica. El primero de estos, basándose en la cantidad de plantas, es Colombia con un total de ocho plantas. Luego le siguen Panamá y Venezuela, que cuentan con una planta cada una. Además, es importante agregar que, en esta línea de negocio Nutresa es líder en participación de mercado tanto en Colombia como Panamá.

Los nombres de las principales empresas que venden estos productos, clasificadas por país, son:

Cuadro 2 Principales empresas del negocio cárnico.

País	Nombre empresa
Colombia	Industria de Alimentos Zenú S.A.S. Alimentos Cárnicos S.A.S. Setas Colombianas S.A.
Panamá	Alimentos Cárnicos Panamá S.A. Ernesto Berard S.A.
Venezuela	Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela S.A.

Fuente: Elaboración propia.

2-Galletas

Este grupo se divide solo en dos grandes categorías, las galletas dulces y saladas (crackers). Sin embargo, en las primeras podemos encontrar una subdivisión de galletas dulces tipo saborizadas,

cremadas y wafers. La producción de estas galletas se lleva a cabo en un total de siete plantas ubicadas en Colombia, Centroamérica y Estados Unidos, encontrándose la mayoría de ellas (cuatro plantas) en el país sudamericano. La distribución del resto de ellas corresponde a dos plantas en el país norteamericano y solo una en el centroamericano. En el siguiente Cuadro se listan las fábricas más importantes:

Cuadro 3 Principales fábricas del negocio de galletas.

País	Nombre empresa
Colombia	Compañía de Galletas Noel S.A.S.
	Molinos Santa Marta S.A.S.
Costa Rica	Compañía de Galletas Pozuelo DCR S.A.
Estados Unidos	AbiMar Foods Inc.

Fuente: Elaboración propia.

Si bien las plantas de producción se distribuyen solo entre tres países, los productos de esta línea de negocio tienen presencia directa en un total de 10 países, de los que Nutresa logra ser líder en participación de mercado en Colombia y Centroamérica.

3- Chocolates

En esta línea de negocio se ofrecen cinco tipos de productos, estos son: golosinas de chocolate, modificadores de leche, bebidas de chocolate, nueces y barras de cereal. Por otro lado, con respecto a la elaboración de estos, la empresa cuenta con cinco plantas de producción distribuidas en cuatro países de Latinoamérica que al igual que en las dos líneas de productos anteriores, el país que posee más plantas es Colombia (dos plantas). Luego le siguen México, Perú y Costa Rica, que cuentan con una planta cada uno.

Los nombres de las principales plantas de producción que venden estos productos, según el país, son:

Cuadro 4 Principales plantas de producción del negocio de chocolates.

País	Nombre empresa
Colombia	Compañía Nacional de Chocolates S.A.S.
Perú	Compañía Nacional de Chocolates de Perú S.A.
Costa Rica	Compañía Nacional de Chocolates DCR S.A.

Fuente: Elaboración propia.

Esta línea de producto posee presencia directa en un total de 11 países, pero se destaca su participación en Colombia donde es líder en las categorías de chocolate de mesa, golosinas de chocolate, pasabocas y modificadores de leche. Además, también destaca en participación de mercado en Costa Rica y Perú por sus segmentos de golosinas de chocolate y modificadores de leche.

4- Cafés

En este grupo Nutresa produce y vende distintos tipos de cafés, como: café molido, tostado, soluble (en polvo y granulado), mezclas de café, extractos de café y, además, a estos se les suma un nuevo tipo, llamado café liofilizado. Este último se llama así, debido a que pasa por un proceso de liofilización, donde lo que básicamente se busca es deshidratar el café por medio del congelamiento del grano, haciendo pasar el agua contenido en el café de un estado sólido a gaseoso sin pasar por el líquido. Este proceso permite que el café no pierda ninguna propiedad y

con esto, tampoco pierda su sabor ni aroma. Por otro lado, la producción de estos tipos de café se lleva a cabo en plantas distribuidas entre tres países: Colombia, Estados Unidos y Malasia. Como se puede ver, a diferencia de las líneas de negocios anteriormente mencionadas, la ubicación de estas también abarca el continente asiático. Por un lado, Colombia posee cuatro plantas (la mayoría de ellas) y por el otro, Estados Unidos y Malasia poseen una cada uno.

En esta línea de producto, Nutresa es líder en participación de mercado en Colombia debido a su café tostado y molido, y, además, también tiene una alta participación en el segmento de café soluble. Sin embargo, las principales empresas del negocio del café no solo se encuentran en Colombia, ya que estos productos tienen presencia en 11 países, sino que también en Malasia.

Cuadro 5 Principales empresas del negocio del café.

País	Nombre empresa
Colombia	Tropical Coffee Company S.A.S.
	Industrias Aliadas S.A.
	Industria Colombiana de Café S.A.S.
Malasia	Dan Kaffé Sdn Bhd

Fuente: Elaboración propia.

5- Tresmontes Lucchetti – TMLUC

Este grupo de Nutresa se divide en diversas categorías, las que incluyen: bebidas instantáneas frías, postres, té, sopas, pastas, café, snacks, jugos y aceites comestibles. En cuanto a la elaboración de estos, la empresa cuenta con cuatro plantas de producción distribuidas en dos países de América. El que tiene la mayoría de estas es Chile con un total de tres plantas, dos por sobre México el cual posee solo una. Además, es importante agregar que, en esta línea de negocio Tresmontes Lucchetti es líder en la categoría de bebidas instantáneas frías del mercado chileno.

Por otro lado, también cuenta con una alta participación de mercado en el resto de las categorías en que participa, incluyendo la de bebidas instantáneas en México.

Si bien Tresmontes Lucchetti cuenta con presencia directa en siete países, los nombres de las principales empresas que venden estos productos son:

Cuadro 6 Principales empresas del negocio Tresmontes Lucchetti – TMLUC.

País	Nombre empresa
Chile	Tresmontes Lucchetti S.A.
México	TMLUC México S.A. de CV

Fuente: Elaboración propia.

6- Alimentos al Consumidor

Esta línea de negocio es distinta a las antes mencionadas, ya que está más relacionada al servicio fuera del hogar, enfocando su calidad en este tipo de productos. Se tiene presencia directa en cinco países, donde en Colombia, por ejemplo, lidera en los segmentos de fast casual y casual dining debido a la reciente adquisición del Grupo El Corral. Por otro lado, en este mismo país también opera marcas internacionales líderes como Starbucks, sumadas a otras marcas relacionadas a las categorías de pizza, doughnuts y helado yogurt. Además de Colombia, este grupo también lidera en países como República Dominicana y otros países de Centroamérica, específicamente en la operación de cadenas de heladerías.

Con respecto a la comercialización, la empresa cuenta con un total de 842 puntos de venta, de los cuales 342 se ubican en Colombia, 314 en República Dominicana y el Caribe, y 186 puntos en Centroamérica.

Si bien se cuenta con presencia directa en cinco países, los nombres de las principales empresas correspondientes a esta línea de negocios son:

Cuadro 7 Principales empresas del negocio alimentos al consumidor.

País	Nombre empresa
Colombia	Grupo El Corral
República Dominicana	Helados Bon S.A.
Costa Rica	Helados Pops

Fuente: Elaboración propia.

7- Helados

En el negocio de los helados se encuentran al menos siete tipos de productos, como los conos, paletas de agua, paletas de leche, postres, litros, galletas y vasos, entre otros. Este grupo de negocio es el más reducido en cuanto a expansión internacional, ya que posee presencia directa solamente en un país, a diferencia de todas las líneas de negocios que posee Nutresa, siendo este su país de origen. Por otro lado, en total existen tres plantas de producción, todas ubicadas en Colombia y la empresa principal lleva el nombre de “Meals de Colombia S.A.S”.

8- Pastas

Nutresa en esta línea de negocios ofrece distintos tipos de productos como pastas instantáneas con verduras, altas en fibra, al huevo, largas y cortas, entre otras. Este negocio al igual que el anterior, tiene presencia directa solo en Colombia, pero se diferencia en que posee solo dos plantas de producción. Además, es líder en participación de mercado en esta línea de negocios.

Las principales empresas de este negocio son las siguientes:

Cuadro 8 Principales empresas del negocio de las pastas.

País	Nombre empresa
Colombia	Productos Alimenticios Doria S.A.S.
	Pastas Comarrico S.A.S.

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, si se desea comparar algunas cifras correspondientes a las unidades de negocios antes descritas, podemos encontrar las siguientes:

Cuadro 9 Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA (% por unidad de negocio).

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)					
Año 2019					
Unidad de negocio	Ingresos	EBITDA	Part. en Ingresos	Part. en EBITDA	Margen EBITDA %
Cárnicos	\$ 1.668.745	\$ 202.786	19,43%	17,63%	12,15%
Galletas	\$ 1.741.333	\$ 236.074	20,27%	20,53%	13,56%
Chocolates	\$ 1.460.614	\$ 198.011	17,00%	17,22%	13,56%
TMLUC	\$ 891.558	\$ 120.864	10,38%	10,51%	13,56%
Café	\$ 1.042.390	\$ 120.671	12,13%	10,49%	11,58%
Alimentos al consumidor	\$ 695.493	\$ 157.049	8,10%	13,66%	22,58%
Helados	\$ 406.975	\$ 57.786	4,74%	5,03%	14,20%
Pastas	\$ 294.166	\$ 36.938	3,42%	3,21%	12,56%
Otros	\$ 388.977	\$ 19.736	4,53%	1,72%	5,07%

Fuente: Reporte de Fitch Ratings 2019¹³, Grupo Nutresa.

¹³ (Fitch Ratings, 2020)

3.2.2. Reseña histórica¹⁴

Grupo Nutresa nace a comienzos del siglo XX, más específicamente en el año 1920 con el nombre de “Compañía Nacional de Chocolates Cruz Roja”. Luego de unos años, a principios del siglo XXI bajo un proceso de transformación empresarial, esta compañía se convierte en una sociedad matriz pasando a llamarse “Inversiones Nacional de Chocolates S.A. Posteriormente vuelve a haber un cambio en el nombre y estructura de la empresa, llamándose “Grupo Nacional de Chocolates S.A” que finalmente años después, fue nombrada como “Grupo Nutresa S.A”.

Algunos de los hechos históricos y adquisiciones más importantes se señalan a continuación en el [Cuadro 10](#) en orden cronológico:

Cuadro 10 Resumen de adquisiciones y hechos históricos de Grupo Nutresa S.A.

Año	Hechos históricos de la empresa
1920	Nacimiento de la empresa.
1997	Adquisición de Productos Doria, líder en Colombia en pastas alimenticias.
2005	Adquisición de Pastas Comarrico, líder en la Costa Atlántica Colombiana en la categoría. Adquisición del 94% de Setas Colombianas S.A. (Negocio Cárnico).
2006	Adquisición de Meals de Colombia, empresa líder del mercado de helados. Adquisición de Galletas Pozuelo en Costa Rica, empresa líder en Centro América.
2007	Adquisición de Mil Delicias, empresa que participa en el segmento de platos listos.
2010	Adquisición de Industrias Aliadas, compañía dedicada a la producción de café soluble y de extractos de café para exportación. Adquisición de Fehr Holdings, LLC en Estados Unidos, empresa dedicada a la producción y comercialización de galletas.
2011	Adquisición de Helados Bon, empresa líder en el negocio de helados en la República Dominicana. Grupo Nacional de Chocolates S.A. cambia de denominación por la de Grupo Nutresa S.A.
2012	A través de su filial Colcafé, Grupo Nutresa adquiere el 44% de las acciones de Dan Kaffle-DKM, una de las compañías productoras de café soluble y extractos de café más grandes de Malasia.
2013	Grupo Nutresa adquiere Tresmontes Lucchetti -TMLUC-, de Chile.

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida de la página oficial de Grupo Nutresa.

¹⁴ (Nutresa G. , 2020)

3.3. Regulación y Fiscalización

La industria de alimentos al comercializar productos tan relacionados con la salud debe seguir normas muy estrictas para su buen funcionamiento. Hoy en día, esta industria en Colombia basa mayoritariamente sus reglamentos técnicos, y por ende su comportamiento, en los principales referentes internacionales, tales como: Australia, la Unión Europea, Estados Unidos, Mercosur y el Codex Alimentarius.

El último referente mencionado anteriormente corresponde a la organización internacional establecida por la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) y la Organización Mundial de la Salud (OMS), que indican las Normas internacionales para los alimentos, proporcionando guías, códigos y estándares para la producción de estos. En este participan 187 países y su objetivo es poder asegurar prácticas justas en la venta de alimentos y proteger la salud de los consumidores.¹⁵

Uno de los cambios más importantes en el sistema de regulación financiera de Colombia, ocurrió en Julio de 2009, donde se pasó de aplicar las normas contables COLGAAP a utilizar las NIIF. Por otro lado, con respecto al área de salud, de acuerdo con la normativa actual en Colombia (Resolución 2674), los alimentos que se elaboren, comercialicen o importen deben contar con ciertos documentos, como: un permiso, registro o notificación sanitaria. Cuál de los documentos anteriormente señalados se deba obtener, va a depender del nivel de riesgo que pueda ocasionar

¹⁵ (Cámara de Industria de alimentos, 2019)

el alimento en la salud de las personas.¹⁶ A continuación, un resumen de las características que debe poseer el alimento para saber qué tipo de documentación se debe solicitar:

Cuadro 11 Clasificación de los alimentos según su riesgo a la salud pública.

Riesgo alimentario en la salud pública	Acto administrativo	Vigencia (años)	Variedades para registrar	Rango tarifario (SMLDV)	Tarifa 2017 (COP)
<p>ALTO</p> <p>Podrían contener microorganismos patógenos y por lo tanto generar toxinas o microorganismos dañinos. Alimentos que puedan contener productos químicos nocivos.</p>	Registro sanitario	5	1 a 10 11 a 20 21 en adelante	198 216 246	\$4.868.932 \$5.311.562 \$6.049.279
<p>MEDIO</p> <p>Podrían contener microorganismos patógenos, pero no favorecer a su crecimiento. Podrían no contener microorganismos patógenos, pero sí favorecer a la formación de toxinas.</p>	Permiso sanitario	7	1 a 10 11 a 20 21 en adelante	148 164 194	\$3.639.404 \$4.032.853 \$4.770.570
<p>BAJO</p> <p>Tienen baja probabilidad de contener microorganismos patógenos, de favorecer su crecimiento y de contener toxinas.</p>	Notificación sanitaria	10	2 a 10 11 a 20 21 en adelante	99 109 130	\$2.434.466 \$2.680.372 \$3.196.774

Fuente: Página Cámara de comercio de Bogotá.

Algunos ejemplos de alimentos según la clasificación de riesgo:

- Riesgo alto: La carne, huevos, productos de pesca, lácteos, entre otros.
- Riesgo medio: Frutas fermentadas, nueces, pastas, fideos, empanadas, entre otros.
- Riesgo bajo: Cereales, granos, café, té, miel, mermeladas, entre otros.

Por otro lado, Colombia además de guiarse por las restricciones antes mencionadas, en febrero del año 2020, el Gobierno Nacional construyó una propuesta sobre los etiquetados de los alimentos, que según proyectan deberían terminar con el proceso en mayo del 2021. Esta tiene como fin rediseñar la tabla nutricional para que sea de lectura más sencilla e incluir sellos frontales

¹⁶ (Cámara de comercio de Bogotá, 2020)

a los productos para indicar una alta cantidad de azúcar, sal/sodio o grasas saturadas, según corresponda.¹⁷ A continuación, se muestran los tipos de sellos:

Figura 1 Tipos de sellos bajo nueva propuesta sobre etiquetados.



Fuente: Página oficial Ministerio de salud de Colombia.

Con respecto a la fiscalización de las empresas relacionadas a la industria de alimentos en Colombia, podemos encontrar diversos entes, tales como:

- Bolsa de Valores de Colombia S.A (BVC): Es una sociedad anónima ubicada en Bogotá y es el operador líder de la infraestructura del mercado de capitales colombiano, ofreciendo información, servicios de listado, negociaciones, etc. En la BVC, la Revisoría Fiscal es un órgano de control que vela por el cumplimiento de los deberes legales, correcto funcionamiento del sistema de control interno y fiscalizar que los Estados Financieros sean los correctos.¹⁸

¹⁷ (Ministerio de Salud de Colombia, 2020)

¹⁸ (Bolsa de Valores de Colombia, 2020)

- Autorregulador del Mercado de Valores (AMV): La AMV es una organización que regula y monitorea el mercado colombiano, con el fin de promover las buenas prácticas, proteger a los inversionistas y darle transparencia al mercado.¹⁹
- Superintendencia de Industria y Comercio: Es la autoridad nacional encargada de proteger a la competencia y principalmente los derechos de los consumidores, como por ejemplo fiscalizar el correcto uso de sus datos personales.²⁰
- Superintendencia Financiera de Colombia (SFC): Es un organismo técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público que tiene como objetivo supervisar el sistema financiero de Colombia para contribuir de manera efectiva al progreso, desarrollo y protección de las personas (inversionistas, ahorradores, asegurados) y empresas.²¹
- Asociación Nacional de Industriales (ANDI): Si bien esta asociación no es un ente regulador como tal, de igual forma estudia la industria de alimentos y difunde los principios políticos, económicos y sociales de un sano sistema de libre empresa. Además, tal como ya se señaló anteriormente, ha incentivado al desarrollo, innovación e implementación de nuevas regulaciones de las empresas.²²
- El Ministerio de Salud y Protección Social (MSC): Es una entidad pública encargada de dirigir y controlar el sistema de seguridad social en salud, a través de la formulación de políticas y programas, con el objetivo de mejorar la calidad de servicio y la salud de las personas. Las acciones que lleva a cabo para asegurar una buena salud nutricional son: la

¹⁹ (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, 2020)

²⁰ (Superintendencia de Industria y Comercio, 2020)

²¹ (Superintendencia Financiera de Colombia, 2020)

²² (Cámara de Industria de alimentos, 2019)

reducción y prevención de la malnutrición, el control de los riesgos sanitarios y fitosanitarios de los alimentos, entre otras.²³

- El Consejo Técnico de la Contaduría Pública: Es el organismo de normalización técnica de normas contables, de información financiera y de aseguramiento de la información, que presenta sus propuestas para aprobación a los Ministerios de Hacienda y Crédito Público y de Comercio, Industria y Turismo, los cuales obran de manera conjunta para la expedición de principios, normas, interpretaciones y guías de contabilidad e información financiera y de aseguramiento de información.²⁴

- Contaduría General de la Nación: Es el organismo con facultades regulatorias en materia de contabilidad pública.

3.4. Principales accionistas

Según el informe 2020 (al 30 de junio) arrojado por Grupo Nutresa S.A., los tres principales accionistas, ordenados por mayor porcentaje de participación, son:²⁵

- 1- Grupo de Inversiones Suramericana S.A.: Con un total de 161.014.311 de acciones obtiene por lejos el mayor porcentaje en cuanto a participación (34,99%).
- 2- Grupo Argos S.A.: Con un total de 46.350.817 de acciones obtiene el segundo mayor porcentaje en cuanto a participación (10,07%).

²³ (MSC, 2020)

²⁴ (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, 2020)

²⁵ (Nutresa, Accionistas, 2020)

- 3- Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado: Es el tercer accionista con mayor participación (6,48%), obteniendo un total de 29.830.733 acciones.

Cuadro 12 Principales 12 accionistas de Grupo Nutresa S.A. a junio 2020.

ID	ACCIONISTAS	CANTIDAD DE ACCIONES	% DE PARTICIPACIÓN
8110122713	GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.	161.014.311	34,99%
8909002663	GRUPO ARGOS S.A.	46.350.817	10,07%
8002248088	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	29.830.733	6,48%
9004402831	FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	17.175.713	3,73%
8002297390	FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	16.182.342	3,52%
8110149014	MICROINVERSIONES S.A.	10.871.984	2,36%
8002279406	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	8.783.316	1,91%
8903014430	AMALFI S.A.S	5.813.935	1,26%
9003841824	LIBREVILLE S.A.S.	5.514.904	1,20%
8002530552	SKANDIA FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS-MODERADO	4.587.435	1,00%
8909015189	FUNDACION FRATERNIDAD MEDELLIN	4.518.270	0,98%
9004318031	NORGES BANK-CB NEW YORK	4.331.783	0,94%

Fuente: "Informe 2020 de los 25 principales accionistas de Grupo Nutresa".

- **Estructura corporativa (principales filiales)**

Grupo Nutresa S.A. cuenta con un gran número de filiales relacionadas a distintas líneas de negocios. Además, no solo se ubican en Colombia, donde se encuentran el mayor número de estas (30), sino también en diversos otros países ubicados en los cinco continentes. Los países que se ubican en el segundo y tercer lugar con el mayor número de filiales son Chile y Panamá, ambos países con 8 filiales cada uno. Luego de estos se encuentran: México (5), Estados Unidos (5), Guatemala (2) y Otros países con un total de 11. (Para ver el nombre de cada una de las filiales en detalle, referirse al [Anexo 1](#)).

3.5. Empresas de la industria

Dentro de la industria de alimentos podemos encontrar la presencia de diversos actores además de Grupo Nutresa S.A, como, por ejemplo: Alicorp S.A.A. y Subsidiarias, Alpina S.A., Quala S.A., Nestlé S.A., Conagra Brands S.A. y Colombina S.A., por mencionar algunas. Sin embargo, de estas seis empresas mencionadas, solo cuatro se considerarán competidores directos de Grupo Nutresa S.A., ya que las otras dos restantes no cotizan en la Bolsa. A continuación, se describen los principales actores de la industria:

Alpina S.A.

Esta compañía comercializadora de alimentos tiene más de 70 años y sus productos están presentes en 17 países del mundo. Algunos de los pilares fundamentales de esta empresa son: ser una compañía competitiva, contar con el mejor talento y, además, hacer negocios sin dejar a un lado la sostenibilidad. Con respecto a las unidades de negocios de Alpina, podemos encontrar: Lácteos, quesos, postres y dulces, esparcibles e ingredientes, línea Finesse, bebidas de fruta, Alpina Baby, Alpina Baby Gu, y productos no lácteos.²⁶

Con respecto a las cifras de Alpina, se encuentra que las Ventas alcanzaron un valor de COP\$ 427.363 millones y el EBITDA de la compañía fue de COP\$54.122 millones al cierre del tercer trimestre del año 2020.²⁷

²⁶ (Alpina S.A, 2020)

²⁷ (Alpina, 2020)

Quala S.A.

Es una empresa multilatinamericana de consumo masivo que tiene presencia en nueve países de Centro y Latinoamérica. Fue fundada en 1980 en Colombia (Bogotá) y su misión es dominar categorías de consumo masivo, a través de la construcción de marcas líderes y rentables.

Esta compañía posee más de 70 marcas líderes y exitosas, y abarcan las siguientes líneas de productos: Bebidas, postres y gelatinas, refrescos congelados, alimentos, cuidado personal, snacks y cuidado del hogar.²⁸

- Principales competidores de Grupo Nutresa S.A.

Además, la competencia directa de la compañía a valorar es:

Alicorp S.A.A. y Subsidiarias

Esta compañía inicia sus operaciones en el año 1956, como Industrias Anderson, Clayton & Co. (ACC), empresa fabricante de aceites y jabones. Más adelante para el año de 1996, se unen Nicolini y Molinera del Perú, y con la adquisición de estas empresas, incrementaron participación en las categorías harinas, fideos, alimentos balanceados y cereales. Para el año 2005, la empresa inicia su proceso de expansión en Latinoamérica con exportaciones a Ecuador, Colombia,

²⁸ (Quala S.A., 2020)

Argentina, Chile y Brasil. Para el año 2019, reafirman su compromiso de inversión en el Perú, con la adquisición de la industrial Intradevco.

En lo que se refiere a sus unidades de negocio, están: El consumo masivo, B2B, y acuicultura, dentro de las cuales se ofrecen aceites domésticos, avena, ayudas culinarias, barras, cereales, congelados, conservas, productos para el cuidado de la ropa, del hogar, y personal, también galletas, golosinas, harinas domésticas, instantáneos, entre otros productos²⁹. Con respecto a la información financiera de Alicorp, el total de Ingresos por Ventas a septiembre de 2020 es de S/7.343.935, con una Utilidad antes del Impuesto a las Ganancias de S/400.704³⁰. El resumen de la información más relevante de Alicorp S.A.A. y Subsidiarias, se encuentra en el siguiente Cuadro:

Cuadro 13 Resumen sobre Alicorp S.A.A. y Subsidiarias.

Antecedentes	Nombre de la empresa
Ticker o Nemo-técnico comparable	ALICORC1
Clase de acción	Comunes y de Inversión.
Derechos de cada clase	De las primeras tanto políticos como económicos. De las segundas, sólo económicos.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Valores de Lima (BVL).
Descripción de la empresa (profile)	La sociedad tiene por objeto social dedicarse a la industria, exportación, importación, distribución y comercialización de productos de consumo masivo, principalmente alimenticios y de limpieza, en sus más variadas formas, en especial los que corresponden a la industria oleaginoso, de jabones, detergentes, grasas industriales, café, productos cosméticos, de higiene y limpieza personal, y productos afines y derivados de los citados.
Sector e industria	Consumo Masivo.
Países y negocios	Perú, Argentina, Bolivia, Brasil, Ecuador.

Fuente: Bolsa de Valores de Lima (BVL).

²⁹ (Alicorp, Alicorp, Quiénes Somos, 2020)

³⁰ (Alicorp, Informes Financieros, 2020)

Cuadro 14 Resultados financieros Alicorp S.A.A. y Subsidiarias (a diciembre 2019).

En millones	S/	COP
Ingresos	9.872.187	10.471.231.307
EBITDA	358.000	379.723.440

Fuente: Página oficial Alicorp.³¹

Nestlé S.A.

Fundada en 1866, actualmente tiene operaciones en 81 países alrededor del mundo y, además, es la compañía líder mundial en nutrición, salud y bienestar. Esta empresa ingresó sus primeros productos a Colombia en el año 1922 y hoy en día, ofrece diversos productos en este país, tales como: Galletas, cereales, cereales integrales, comida de perro, caldos de gallina, leche, crema, jugos en polvo, café, complemento alimenticio y saborizantes para la leche.³²

Cuadro 15 Resumen sobre Nestlé S.A.

Antecedentes	Nombre de la empresa
Ticker o Nemo-técnico comparable	NESN.SW
Clase de acción	Ordinaria.
Derechos de cada clase	Son emitidas a plazo indefinido y no otorgan privilegios.
Mercado donde transa sus acciones	Six Swiss Exchange.
Descripción de la empresa (profile)	Multinacional fundada en 1866 líder mundial en nutrición, salud y bienestar.
Sector e industria	Alimentos y bebidas.
Países y negocios	Tiene operaciones en 81 países distribuidos en los cinco continentes. Presenta variadas líneas de negocios, como: comida de bebé, agua envasada, cereales, chocolate y confitería, café, comida culinaria y congelada, bebestibles saborizados, nutrición saludable, helados, comida de mascotas, leches.

Fuente: Bloomberg.

³¹ (Alicorp, EEFF, 2019)

³² (Nestlé S.A, 2020)

Cuadro 16 Resultados Financieros de Nestlé (a diciembre 2019).

En billones	USD	COP
Ingresos	92,57	376.279,46
EBITDA	19,98	81.214,90

Fuente: MarketWatch.³³

Conagra Brands S.A.

Empresa de alimentos estadounidense fundada en 1919 con el nombre de Conagra Foods S.A. Hoy cuenta con presencia en países como Estados Unidos, México y Canadá con diferentes variedades de productos. Dentro de sus líneas de negocio podemos encontrar: Palomitas de maíz, sazonados, salsas, aceites y spray, cremas, chocolate, salsa de soya, porotos, productos refrigerados.³⁴

Cuadro 17 Resumen sobre Conagra Brands S.A.

Antecedentes	Nombre de la empresa
Ticker o Nemo técnico comparable	CAG
Clase de acción	Ordinaria.
Derechos de cada clase	Son emitidas a plazo indefinido y no otorgan privilegios.
Mercado donde transa sus acciones	NYSE.
Descripción de la empresa (profile)	Empresa multinacional de alimentos, fundada en 1919 en Estados Unidos.
Sector e industria	Consumo no cíclico, transformación de alimentos.
Países y negocios	Países en los que se encuentra: Estados Unidos, Canadá y México. Tipos de productos: palomitas de maíz, sazonados, salsas, aceites y spray, cremas, chocolate, salsa de soya, porotos, productos refrigerados.

Fuente: Bloomberg.

³³ (MarketWatch, 2020)

³⁴ (Conagra Brands, 2020)

Cuadro 18 Resultados financieros Conagra Brands S.A. (a diciembre 2019).

En billones	USD	COP
Ingresos	9,54	38.778,29
EBITDA	1,74	7.072,77

Fuente: MarketWatch³⁵.

Colombina S.A.

Es una compañía global fundada en los años 20's que actualmente comercializa alimentos en más de 70 países alrededor del mundo. Esta empresa está sustentada en marcas reconocidas y de alto valor percibido y busca cautivar al consumidor por medio del sabor de sus productos y la innovación. Los alimentos comercializados por Colombina pertenecen a distintas unidades de negocio como: dulcería, chocolatería y pasabocas, galletería, conservas y helados.³⁶

Con respecto a la información de algunas cifras de Colombina, se encuentra que las ventas alcanzaron un valor de COP\$ 1.941.319 millones y el EBITDA de la compañía fue de COP\$234.380 millones.

Cuadro 19 Resumen sobre Colombina S.A.

Antecedentes	Nombre de la empresa
Ticker o Nomenclatura comparable	COLOM
Clase de acción	Ordinarias, nominativas y de capital.
Derechos de cada clase	Votar, negociarlas libremente, retirarse de la sociedad, entre otros.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Valores de Colombia (BVC).
Descripción de la empresa (profile)	Empresa productora y vendedora de alimentos con presencia tanto nacional como internacional.
Sector e industria	Alimentos.
Países y negocios	Presencia en más de 70 países alrededor del mundo. Unidades de negocios: dulcería, chocolatería y pasabocas, galletería, conservas y helados.

Fuente: Bloomberg y home page oficial Colombina S.A.

³⁵ (MarketWatch, 2020)

³⁶ (Colombina S.A, 2020)

Cuadro 20 Resultados Financieros de Colombina (a diciembre 2019).

En millones	COP
Ingresos	1.941.319
EBITDA	234.380

Fuente: Información financiera consolidada Colombina S.A.³⁷

4. ASPECTOS CONTABLES Y FINANCIEROS GRUPO NUTRESA S.A.

Las cifras de los Estados Financieros han sido ajustadas por inflación de Colombia para facilitar la comparación horizontal de los mismos³⁸. Los Estados Financieros en términos nominales³⁹ y en términos reales (Con análisis vertical y horizontal), se encuentran entre los [Anexos 2 y 7](#).

4.1. Estado de Situación Financiera

Revisando las cifras del Estado de Situación Financiera de Grupo Nutresa S.A., se evidencia que la compañía posee en su mayoría Activos de largo plazo.

Cuadro 21 Composición Activos Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

ACTIVO - Reales	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Total Activo Corriente	\$2.542.873	\$2.428.914	\$2.434.694	\$2.479.804	\$2.785.073	\$2.820.226	\$3.501.241
Total Activo no Corriente	\$10.635.179	\$10.570.288	\$10.538.012	\$9.408.016	\$10.568.789	\$10.650.988	\$9.617.571
TOTAL ACTIVOS	\$13.178.052	\$12.999.202	\$12.972.706	\$11.887.820	\$13.353.862	\$13.471.214	\$13.118.812

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

³⁷ (Colombina, 2020)

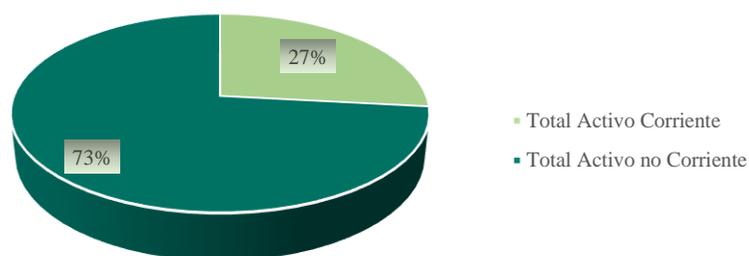
³⁸ Mayor detalle se encuentra en el Análisis Financiero.

³⁹ (G. Nutresa S.A, 2020)

Para el acumulado al mes de septiembre del año 2020, se tiene un total de \$3.501.241 en Activos Corrientes. Por su parte, los Activos no Corrientes, equivalen a \$9.617.571, repartiéndose así en términos porcentuales, en un 27% y 73% respectivamente, del total de Activos del Grupo.

Figura 2

**Composición Activos
a septiembre 2020**



Fuente: Elaboración propia.

Además, se observa que los principales Activos de la compañía son Otros Activos Financieros no Corrientes; Propiedades, Plantas y Equipos (PPE); e Inventarios, con un porcentaje de participación promedio de los años analizados (2015, 2016, 2017, 2018, 2019, acumulado a tercer trimestre 2020) de 24,07%; 23,88%; y 7,96% sobre el total de Activos, respectivamente.

Cuadro 22 Principales Activos Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

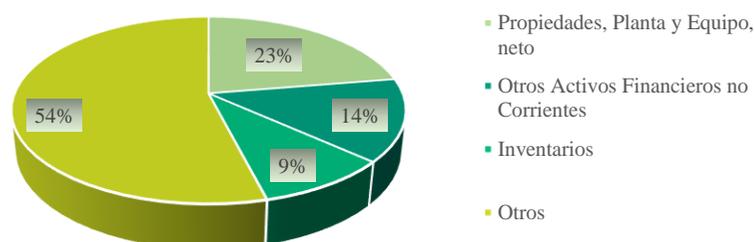
ACTIVO	(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Otros Activos Financieros no Corrientes	\$3.418.149	\$3.686.586	\$3.747.774	\$2.920.769	\$2.997.440	\$2.905.824	\$1.866.734
Propiedades, Planta y Equipo, neto	\$3.389.421	\$3.217.593	\$3.078.452	\$2.967.946	\$2.902.090	\$2.932.929	\$2.939.167
Inventarios	\$1.032.969	\$975.842	\$891.003	\$975.623	\$1.065.329	\$1.075.529	\$1.229.413

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.⁴⁰

⁴⁰ Se debe considerar que las cifras a septiembre 2020 y septiembre 2019 contemplan datos trimestrales, mientras que el resto de los periodos está en términos anuales.

Figura 3

**Principales Activos
 a septiembre 2020**



Fuente: Elaboración propia.

Por su parte, la cuenta de Otros Activos Financieros no Corrientes, hace referencia a los Ingresos por los Dividendos de Inversiones de Portafolio que la empresa posee en Grupo de Inversiones Suramericana S.A.; Grupo Argos S.A.; y otras sociedades, con un valor de \$1.866.734 a septiembre del año 2020; \$2.997.440 para el año 2019; \$2.920.769 para el año 2018; \$3.747.774 para el año 2017; \$3.686.586 para el año 2016; y \$3.418.149 para el año 2015. Al tercer trimestre del año 2020, la compañía posee 61.021.436 (Sura) y 79.804.628 (Argos) acciones ordinarias. En lo que tiene que ver con el financiamiento de dichos Activos Financieros no Corrientes, es relevante mencionar que, al 30 de septiembre de 2020 y al 31 de diciembre de 2019, existen prendas sobre 20.786.846 y 26.686.846, respectivamente, de acciones de Grupo de Inversiones Suramericana S.A. a favor de entidades financieras en Colombia como garantía de obligaciones contraídas por Grupo Nutresa y sus subsidiarias.

Por otro lado, la cuenta de PPE, hace referencia a los terrenos; edificios; maquinaria y equipo de producción; equipo de transporte; equipo de cómputo; equipo de oficina; mejoras en propiedad ajena; activos en curso; y plantaciones en desarrollo. Cabe destacar, que estos Activos tienen un valor relativamente constante en todos los periodos de tiempo históricos contemplados en el presente trabajo, en los cuales alcanzó su valor más alto en el año 2018 con \$2.967.946 y al tercer trimestre del 2020, por \$2.939.167, recalcando que para este periodo el Grupo Nutresa S.A., cuenta con plantaciones de cacao propias, con la finalidad de fomentar el desarrollo del cultivo de cacao a través de sistemas agroforestales (Cacao – Maderables) con los agricultores del país (Colombia), de hecho, tiene un área sembrada de aproximadamente 170 hectáreas, de un proyecto que tiene estimado alcanzar alrededor de 200 hectáreas cultivadas en el año 2022, logrando su máxima producción a los 7 años según estimaciones, con dos cosechas al año y una vida útil de 25 años, lo que favorecería la productividad operativa de la compañía e incrementaría el valor de la cuenta PPE, debido a la necesidad de maquinaria especializada y terrenos. Ahora bien, lo que respecta al año 2019, Grupo Nutresa S.A., hizo la adquisición de máquinas dispensadoras; aperturas de tiendas para el negocio de alimentos al consumidor; y reposición de Activos en todos los negocios, reflejando un valor de \$2.902.090 para este año en PPE. Para el 2018, el Grupo hizo exactamente lo mismo que en el año 2019, sumándose adecuaciones de las plantas de tratamiento de aguas residuales en los negocios de galletas, café, y helados, reflejando un valor de \$2.967.946 para este año en PPE.

Para el año 2017, se da principalmente, la apertura de tiendas para el negocio de alimentos al consumidor cuyos desembolsos se encuentran asociados con las mejoras locativas realizadas en los puntos de venta; y la apertura de nuevas líneas de producción de pastas, reflejando un valor

de \$3.078.452 para este año en PPE. Para el año 2016, se enmarcaron en la compra de la planta de sacrificio de ganado bovino en el negocio cárnico y nuevas líneas de producción de pastas y galletas, reflejando un valor de \$3.217.593 para este año en PPE. Por último, para el año 2015, la cuenta de PPE varía por nuevas líneas de producción de galletas y reposición de activos en todos los negocios. Se resalta el hecho de que al 30 de septiembre del año 2020 y al 31 de diciembre de 2019, no se tienen PPE en garantía.

Finalmente, el saldo de Inventarios se compone en esencia de las cuentas de materias primas; productos en proceso; productos terminados; material de empaque; materiales y repuestos consumibles; inventarios en tránsito; y ajustes al valor neto realizable, teniendo el mayor rubro, la cuenta de productos terminados en los años analizados. De los Inventarios, se puede destacar la importancia que Grupo Nutresa S.A. le da a la gestión eficiente de las materias primas, realizando coberturas de futuro, aprovechando las ventajas favorables de oportunidad y asegurando variedades a precio fijo, con entregas hasta el segundo semestre de 2020. En cuanto a la materia prima cárnica se viene incrementando la producción propia en porcicultura para mitigar el riesgo del alza del precio internacional. En cuanto a los Pasivos, se evidencia que la empresa posee en su gran mayoría Deuda de largo plazo.

Cuadro 23 Composición Pasivos Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

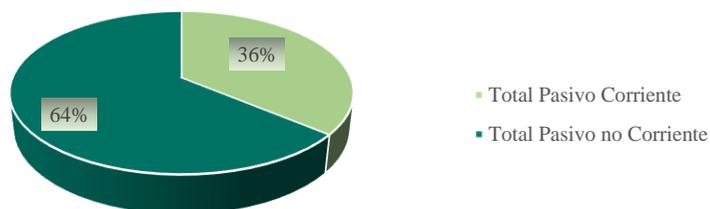
PASIVO - Reales	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Total Pasivo Corriente	\$2.249.102	\$2.005.892	\$1.772.331	\$1.795.634	\$2.003.976	\$1.880.231	\$2.297.631
Total Pasivo no Corriente	\$2.973.988	\$3.037.008	\$3.086.307	\$2.765.656	\$3.936.994	\$4.127.040	\$4.077.351
TOTAL PASIVOS	\$5.223.090	\$5.042.900	\$4.858.638	\$4.561.289	\$5.940.970	\$6.007.271	\$6.374.983

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Para el acumulado al mes de septiembre del año 2020, se tiene un total de \$2.297.631 en Pasivos Corrientes. Por su parte, los Pasivos no Corrientes, equivalen a \$4.077.351, repartiéndose así en términos porcentuales, en un 36% y 64% respectivamente, del total de Pasivos del Grupo.

Figura 4

**Composición Pasivos
a septiembre 2020**



Fuente: Elaboración propia.

Además, se observa que los principales Pasivos de la compañía son las Obligaciones Financieras no Corrientes; Proveedores y Cuentas por Pagar Corrientes; y Pasivo por Impuesto Diferido no Corriente, con un porcentaje de participación promedio de los años analizados (2015, 2016, 2017, 2018, 2019, acumulado a tercer trimestre 2020) de 16,95%; 7,29%; y 5,60% sobre el total Pasivo + Patrimonio (total de Activos), respectivamente.

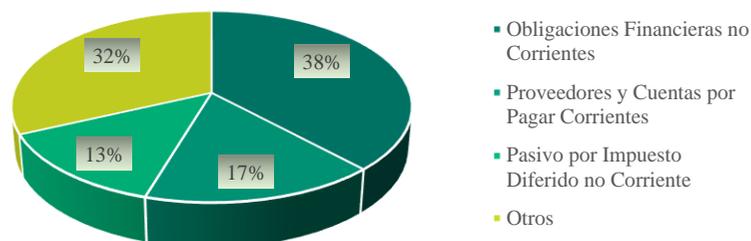
Cuadro 24 Principales Pasivos Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

PASIVO - Reales	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Obligaciones Financieras no Corrientes	\$2.034.604	\$2.161.002	\$2.242.952	\$1.991.670	\$2.287.503	\$2.330.679	\$2.423.762
Proveedores y Cuentas por Pagar Corrientes	\$825.435	\$843.400	\$900.454	\$962.510	\$1.054.237	\$953.882	\$1.060.405
Pasivo por Impuesto Diferido no Corriente	\$727.692	\$669.623	\$637.297	\$619.512	\$839.915	\$849.398	\$858.024

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Figura 5

**Principales Pasivos
 a septiembre 2020**



Fuente: Elaboración propia.

Referente a las Obligaciones Financieras no Corrientes, dicha cuenta en esencia abarca el tema de Préstamos Bancarios, Bonos y Arrendamientos. La cuenta de Proveedores y Cuentas por Pagar Corrientes, son las obligaciones comerciales. El Pasivo por Impuesto Diferido no Corriente, se relaciona con las PPE, Intangibles (diferencia en la amortización contable y fiscal de las marcas, y al impuesto diferido reconocido en el Estado Financiero Consolidado, con relación a las plusvalías por combinaciones de negocios realizadas antes de 2013 y al reconocimiento por la diferencia entre lo contable y fiscal derivado de la entrada en vigencia en 2019 de la norma contable de arrendamientos financieros NIIF 16), Inventarios, entre otros.

De la misma forma, se hace necesario hablar de la estructura de capital que la compañía ha tenido hasta la fecha de la presente valoración (30 de septiembre de 2020). Se visualiza en el siguiente Cuadro:

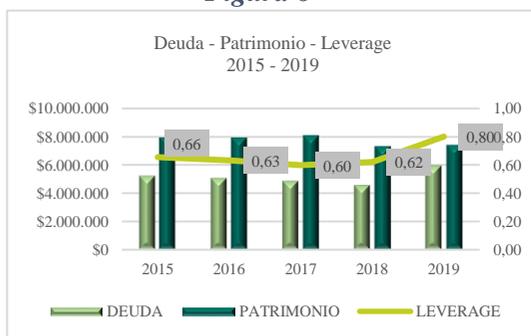
Cuadro 25 Evolución Estructura de Capital Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)					
EVOLUCIÓN ESTRUCTURA DE CAPITAL					
Período	Activos	Pasivos	Patrimonio	Leverage	
2015	\$13.178.052	\$5.223.090	\$7.954.962	0,66	Pat > Pas
2016	\$12.999.202	\$5.042.900	\$7.956.302	0,63	
2017	\$12.972.706	\$4.858.638	\$8.114.068	0,60	
2018	\$11.887.820	\$4.561.289	\$7.326.531	0,62	
2019	\$13.353.862	\$5.940.970	\$7.412.892	0,80	
sep 2019	\$13.471.214	\$6.007.271	\$7.463.943	0,80	Pat > Pas
sep 2020	\$13.118.812	\$6.374.983	\$6.743.829	0,95	

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Se puede observar, que, en términos generales los Pasivos de la compañía siempre han sido inferiores al Patrimonio, en el horizonte de tiempo analizado. Además, esto se puede ver con mayor claridad en el nivel de Leverage de Nutresa, pues en ninguno de los años (2015 – acumulado a III Trim 2020) éste ratio financiero es igual o mayor a 1 ([Ver figuras 6 y 7](#)), por lo que se puede deducir, que la empresa tiene una estrategia conservadora con respecto al apalancamiento financiero, sin dejar de lado, que los Pasivos y Patrimonio de Grupo Nutresa S.A., se componen en esencia de: Préstamos; bonos; arrendamientos; aportes de socios, aspecto que se profundizará más adelante.

Figura 6



Fuente: Elaboración propia.

Figura 7



Fuente: Elaboración propia.

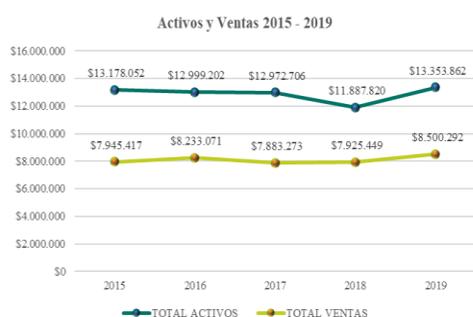
4.2. Estado de Resultados

Revisando las cifras del Estado de Resultados de Grupo Nutresa S.A., se evidencia en términos muy generales, que:

- ✓ Para todos los años, los Costos de Ventas, son más de la mitad de dichas Ventas, y, de hecho, a la fecha de valoración de la compañía (septiembre 2020), equivalen al 57,99% de los Ingresos.
- ✓ De los Gastos de Operación, en promedio de todos los años analizados, los más altos son los equivalentes a Gastos de Venta (27,93%), y los menos representativos son los relacionados con la Diferencia en Cambio de Activos y Pasivos Operativos (0,09%), con respecto a las Ventas del año 2015 al tercer trimestre del año 2020.
- ✓ De los Gastos no Operacionales, la cuenta que en promedio más destaca, es la de Gastos Financieros.
- ✓ De los Impuestos, los más representativos son los que son sobre la renta corriente.
- ✓ A nivel global, las cuentas más destacadas serían: Los Costos de Ventas y los Gastos de Ventas (Sobre el nivel de Ventas).

Además, se puede decir, que Grupo Nutresa S.A., presenta un adecuado nivel de Ventas, al ser más de la mitad de los Activos que la compañía posee y utiliza en sus procesos de producción, como se logra ver de manera más clara y dinámica en las siguientes Figuras:

Figura 8



Fuente: Elaboración propia.

Figura 9



Fuente: Elaboración propia.

Se evidencia entonces que para el año 2015, las Ventas equivalen a \$7.945.417, lo que representa un 60,29% de los Activos con un valor de \$13.178.052. Por su parte, para el año 2019, las Ventas son de \$8.500.292, lo que representa un 63,65% de los Activos con un valor de \$13.353.862. Revisando el periodo acumulado a septiembre 2019, las Ventas son un 45,89% de los Activos, presentando un alza al mismo periodo en el año 2020, siendo las Ventas un 52,82% de los Activos Totales de la compañía.

Por otro lado, haciendo un enfoque en los distintos Resultados de los períodos 2015 – III Trim 2020, se tiene que Grupo Nutresa S.A., no tiene pérdidas, es decir, posee Resultados Netos positivos, generando Utilidades Bruta; Operativa (EBIT); Neta; y un EBITDA deseable, tal como puede apreciarse en el [Cuadro 26](#).

Cuadro 26 Resultados Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

CONCEPTO	(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Ventas	\$7.945.417	\$8.233.071	\$7.883.273	\$7.925.449	\$8.500.292	\$6.182.434	\$6.929.490
Costo de Ventas	- \$4.507.166	- \$4.712.156	- \$4.402.029	- \$4.368.123	- \$4.750.214	- \$3.443.046	- \$4.018.343
% Ventas	56,73%	57,23%	55,84%	55,12%	55,88%	55,69%	57,99%
Resultado Bruto	\$3.438.251	\$3.520.914	\$3.481.245	\$3.557.326	\$3.750.078	\$2.739.388	\$2.911.146
% Ventas	43,27%	42,77%	44,16%	44,88%	44,12%	44,31%	42,01%
Otros Gastos (Ingresos) Operacionales	- \$4.427	\$21.017	\$22.763	\$9.495	\$2.138	- \$1.350	- \$9.620
% Ventas	0,06%	0,26%	0,29%	0,12%	0,03%	0,02%	0,14%
EBIT	\$782.685	\$773.308	\$702.170	\$746.562	\$819.076	\$608.859	\$677.775
% Ventas	9,85%	9,39%	8,91%	9,42%	9,64%	9,85%	9,78%
Resultado Neto	\$430.819	\$379.258	\$384.699	\$447.215	\$438.243	\$357.401	\$401.270
% Ventas	5,42%	4,61%	4,88%	5,64%	5,16%	5,78%	5,79%
EBITDA	\$975.554	\$976.351	\$946.633	\$990.166	\$1.149.916	\$852.186	\$946.315
% Ventas	12,28%	11,86%	12,01%	12,49%	13,53%	13,78%	13,66%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

*Se debe considerar que las cifras de los Resultados de septiembre 2020 y 2019 son menores, comparando con el resto de los períodos analizados, debido a que de 2015 a 2019 son datos anuales, mientras que septiembre 2020 y septiembre 2019, son datos trimestrales acumulados hasta dicho mes.

Centrándose en el Resultado Bruto y EBIT, se observa que los rubros de Costos de Ventas y Gastos de Ventas, al tener el mayor porcentaje de peso con respecto a las Ventas, tal como se mencionó anteriormente, son los valores que más descuentan la cuenta de Ingresos, obteniendo una Utilidad Bruta que está entre el 42% y el 45% anual, y una Utilidad Operativa (EBIT) que se ubica entre el 8% al 10% anual. Teniendo en cuenta lo recién comentado, se mostrará la descomposición de los Costos y Gastos Operacionales de la compañía en términos absolutos y el peso relativo que poseen con respecto a las Ventas:

Cuadro 27 Descomposición Costos y Gastos Operacionales Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

CONCEPTO	(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Consumo de inventarios y otros costos	-\$ 3.463.889	-\$ 3.470.028	-\$ 3.161.769	-\$ 3.118.924	-\$ 3.463.343	-\$ 2.493.783	-\$ 3.006.143
% Ventas	43,60%	42,15%	40,11%	39,35%	40,74%	40,34%	43,38%
Beneficios de empleados	-\$ 1.320.159	-\$ 1.351.324	-\$ 1.358.811	-\$ 1.348.748	-\$ 1.426.190	-\$ 1.053.119	-\$ 1.146.798
% Ventas	16,62%	16,41%	17,24%	17,02%	16,78%	17,03%	16,55%
Otros servicios	-\$ 522.681	-\$ 645.605	-\$ 629.460	-\$ 655.626	-\$ 750.763	-\$ 527.765	-\$ 552.845
% Ventas	6,58%	7,84%	7,98%	8,27%	8,83%	8,54%	7,98%
Otros gastos	-\$ 434.003	-\$ 442.856	-\$ 415.222	-\$ 447.010	-\$ 461.081	-\$ 336.467	-\$ 353.180
% Ventas	5,46%	5,38%	5,27%	5,64%	5,42%	5,44%	5,10%
Servicios de transporte	-\$ 284.913	-\$ 286.811	-\$ 282.425	-\$ 295.700	-\$ 325.594	-\$ 233.535	-\$ 265.079
% Ventas	3,59%	3,48%	3,58%	3,73%	3,83%	3,78%	3,83%
Depreciaciones y amortizaciones	-\$ 200.203	-\$ 216.431	-\$ 242.964	-\$ 243.029	-\$ 234.682	-\$ 169.570	-\$ 182.533
% Ventas	2,52%	2,63%	3,08%	3,07%	2,76%	2,74%	2,63%
Servicios de maquila	\$ 0	-\$ 169.423	-\$ 175.380	-\$ 172.842	-\$ 179.863	-\$ 131.795	-\$ 124.993
% Ventas	0,00%	2,06%	2,22%	2,18%	2,12%	2,13%	1,80%
Energía y gas	-\$ 116.929	-\$ 127.660	-\$ 127.513	-\$ 130.322	-\$ 140.554	-\$ 103.210	-\$ 111.599
% Ventas	1,47%	1,55%	1,62%	1,64%	1,65%	1,67%	1,61%
Servicios temporales	-\$ 152.388	-\$ 183.482	-\$ 191.602	-\$ 184.475	-\$ 154.686	-\$ 112.612	-\$ 107.652
% Ventas	1,92%	2,23%	2,43%	2,33%	1,82%	1,82%	1,55%
Material publicitario	-\$ 126.897	-\$ 114.648	-\$ 122.733	-\$ 105.970	-\$ 113.180	-\$ 83.583	-\$ 71.744
% Ventas	1,60%	1,39%	1,56%	1,34%	1,33%	1,35%	1,04%
Depreciaciones por derechos de uso	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	-\$ 101.164	-\$ 74.840	-\$ 78.082
% Ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,19%	1,21%	1,13%
Mantenimiento	-\$ 103.721	-\$ 103.141	-\$ 100.495	-\$ 102.402	-\$ 102.144	-\$ 74.318	-\$ 69.608
% Ventas	1,31%	1,25%	1,27%	1,29%	1,20%	1,20%	1,00%
Honorarios	-\$ 100.266	-\$ 90.023	-\$ 89.572	-\$ 67.703	-\$ 81.004	-\$ 48.568	-\$ 52.048
% Ventas	1,26%	1,09%	1,14%	0,85%	0,95%	0,79%	0,75%
Impuestos diferentes a impuesto de renta	-\$ 64.091	-\$ 66.981	-\$ 67.463	-\$ 69.745	-\$ 66.337	-\$ 58.085	-\$ 47.663
% Ventas	0,81%	0,81%	0,86%	0,88%	0,78%	0,94%	0,69%
Arrendamientos	-\$ 229.342	-\$ 186.541	-\$ 196.091	-\$ 196.551	-\$ 51.656	-\$ 37.035	-\$ 24.934
% Ventas	2,89%	2,27%	2,49%	2,48%	0,61%	0,60%	0,36%
Seguros	-\$ 28.760	-\$ 31.123	-\$ 30.205	-\$ 31.297	-\$ 35.075	-\$ 24.653	-\$ 30.051
% Ventas	0,36%	0,38%	0,38%	0,39%	0,41%	0,40%	0,43%
Deterioro de activos	-\$ 12.682	-\$ 9.763	-\$ 12.390	-\$ 14.292	-\$ 16.232	-\$ 12.124	-\$ 18.594
% Ventas	0,16%	0,12%	0,16%	0,18%	0,19%	0,20%	0,27%
Total	-\$ 7.160.924	-\$ 7.495.841	-\$ 7.204.098	-\$ 7.184.638	-\$ 7.703.550	-\$ 5.575.062	-\$ 6.243.546
% Ventas	90,13%	91,05%	91,38%	90,65%	90,63%	90,18%	90,10%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Deteniéndose en el [Cuadro 27](#), los principales ítems de la estructura de Gastos y Costos Operativos del Grupo son el Consumo de Inventarios y el Beneficio a los Empleados; mientras que, los Seguros y el Deterioro de Activos, son los que representan los montos más bajos. Cabe mencionar, que los Gastos por Depreciaciones y Amortizaciones, afectaron los Resultados así:

Cuadro 28 Gastos por Depreciaciones y Amortizaciones Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

CONCEPTO	(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Costo de Ventas	-\$ 124.014	-\$ 132.640	-\$ 140.567	-\$ 139.443	-\$ 142.796	-\$ 105.978	-\$ 108.756
% Ventas	1,56%	1,61%	1,78%	1,76%	1,68%	1,71%	1,57%
Gastos de Ventas	-\$ 60.879	-\$ 67.293	-\$ 86.446	-\$ 89.155	-\$ 169.235	-\$ 124.225	-\$ 132.389
% Ventas	0,77%	0,82%	1,10%	1,12%	1,99%	2,01%	1,91%
Gastos de Administración	-\$ 12.880	-\$ 14.251	-\$ 13.632	-\$ 12.152	-\$ 20.716	-\$ 12.002	-\$ 14.826
% Ventas	0,16%	0,17%	0,17%	0,15%	0,24%	0,19%	0,21%
Gastos de Producción	-\$ 2.430	-\$ 2.247	-\$ 2.318	-\$ 2.278	-\$ 3.099	-\$ 2.204	-\$ 4.644
% Ventas	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,04%	0,04%	0,07%
Total	-\$ 200.203	-\$ 216.431	-\$ 242.964	-\$ 243.029	-\$ 335.846	-\$ 244.410	-\$ 260.615
% Ventas	2,52%	2,63%	3,08%	3,07%	3,95%	3,95%	3,76%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Ahora bien, por otra parte, se tiene que la empresa alcanza Resultados Netos anuales de hasta un 5,64% (año 2018); y en términos trimestrales (Al 30 de septiembre del 2020), estos resultados son de un 5,79% sobre el total de las Ventas (Ingresos Operacionales), sin presentar variaciones significativas entre períodos, dichas Utilidades Netas, son halladas principalmente considerando las cuentas no Operacionales, que afectan el EBIT. El detalle de esas cuentas se presenta a continuación:

Cuadro 29 Descomposición Cuentas no Operacionales Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

CONCEPTO	(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Ingresos financieros	\$ 9.828	\$ 10.421	\$ 12.639	\$ 13.587	\$ 19.029	\$ 13.611	\$ 13.002
% Ventas	0,12%	0,13%	0,16%	0,17%	0,22%	0,22%	0,19%
Gastos financieros	-\$ 234.896	-\$ 308.041	-\$ 278.817	-\$ 217.389	-\$ 258.028	-\$ 192.151	-\$ 186.512
% Ventas	2,96%	3,74%	3,54%	2,74%	3,04%	3,11%	2,69%
Dividendos	\$ 47.016	\$ 47.961	\$ 49.305	\$ 51.732	\$ 52.506	\$ 52.822	\$ 58.692
% Ventas	0,59%	0,58%	0,63%	0,65%	0,62%	0,85%	0,85%
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	\$ 27.181	-\$ 8.200	-\$ 19.402	\$ 20.317	-\$ 3.807	\$ 5.790	\$ 5.044
% Ventas	0,34%	0,10%	0,25%	0,26%	0,04%	0,09%	0,07%
Pérdida por la posición monetaria neta	-\$ 32.160	-\$ 31.262	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
% Ventas	0,40%	0,38%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	\$ 4.928	\$ 5.791	\$ 5.434	-\$ 352	-\$ 1.936	-\$ 1.434	-\$ 5.103
% Ventas	0,06%	0,07%	0,07%	0,00%	0,02%	0,02%	0,07%
Otros ingresos netos	-\$ 288	\$ 27.035	\$ 2.983	\$ 4.573	\$ 609	\$ 76	\$ 492
% Ventas	0,00%	0,33%	0,04%	0,06%	0,01%	0,00%	0,01%
Total	-\$ 178.391	-\$ 256.295	-\$ 227.858	-\$ 127.531	-\$ 191.626	-\$ 121.286	-\$ 114.385
% Ventas	2,25%	3,11%	2,89%	1,61%	2,25%	1,96%	1,65%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

A través de la lectura del [Cuadro 29](#), se puede inferir que las Cuentas no Operacionales, se componen principalmente por Gastos Financieros; y el resto, son ajustes de los Activos por Diferencia de Cambios; Ingresos por Dividendos; entre otros. Algunas diferencias notables, al comparar el tercer trimestre del año 2020, con el mismo periodo del año pasado 2019 (acumulados hasta septiembre de cada año), se da en las cuentas de Participación en Asociadas y Negocios Conjuntos; y Otros Ingresos Netos. La primera, tiene una variación de mucho más del 100%, al pasar de (\$1.434) a septiembre de 2019, a (\$5.103) en septiembre de 2020, por cambios en inversiones en compañías asociadas como Bimbo de Colombia S.A.; Dan Kaffe Sdn. Bhd; Estrella Andina S. A. S; Wellness Food Company S. A. S.; y negocios conjuntos como Oriental

Coffee Alliance Sdn. Bhd. La segunda, presenta también una variación de más del 100% comparando mismos periodos del año 2019 con 2020.

4.3. Estado de Flujos de Efectivo

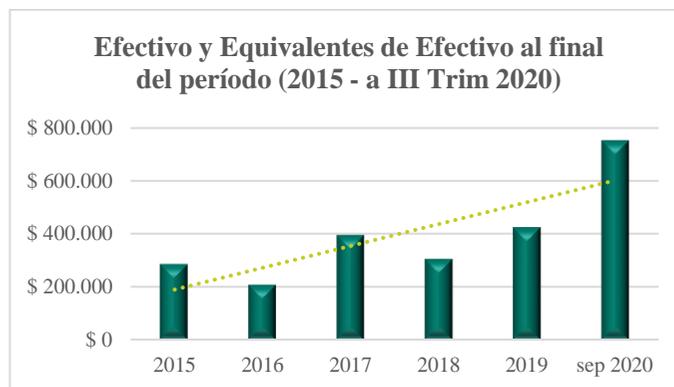
Grupo Nutresa S.A., tiene un Flujo de Efectivo con saldos positivos al final de los períodos 2015 – acumulado a III Trim 2020, derivados de sus Actividades de Operación; Inversión; y Financiación, tal como se ilustra en la [Figura 10](#).

Cuadro 30 Flujos de Efectivo Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

Flujos de Efectivo Netos	(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Actividades de Operación	\$ 615.538	\$ 766.633	\$ 871.409	\$ 741.047	\$ 881.182	\$ 454.567	\$ 633.086
% Ventas	7,75%	9,31%	11,05%	9,35%	10,37%	7,35%	9,14%
Actividades de Inversión	-\$ 1.080.097	-\$ 307.716	-\$ 78.846	-\$ 210.278	-\$ 543.043	-\$ 437.208	-\$ 95.823
% Ventas	13,59%	3,74%	1,00%	2,65%	6,39%	7,07%	1,38%
Actividades de Financiamento	\$ 318.052	-\$ 467.868	-\$ 600.430	-\$ 611.315	-\$ 200.299	-\$ 12.188	-\$ 243.321
% Ventas	4,00%	5,68%	7,62%	7,71%	2,36%	0,20%	3,51%
Aumento (Disminución) de Efectivo y Equivalente al Efectivo	-\$ 146.507	-\$ 8.951	\$ 192.133	-\$ 80.546	\$ 137.840	\$ 5.171	\$ 293.941
Flujos de Efectivo de Operaciones Discontinuadas	\$ 0	\$ 0	-\$ 830	-\$ 956	-\$ 7.491	-\$ 5.757	\$ 141
Efecto de la variación en la tasa de cambio sobre el Disponible	\$ 40.708	-\$ 54.379	\$ 4.810	\$ 4.038	-\$ 1.954	\$ 13.630	\$ 35.598
Aumento (Disminución) Neta de Efectivo y Equivalente al Efectivo	-\$ 105.799	-\$ 63.330	\$ 196.113	-\$ 77.463	\$ 128.396	\$ 13.044	\$ 329.680
Efectivo y Equivalentes de Efectivo al inicio del período	\$ 391.863	\$ 271.440	\$ 198.833	\$ 382.946	\$ 296.623	\$ 298.404	\$ 421.913
Efectivo y Equivalentes de Efectivo al final del período	\$ 286.064	\$ 208.110	\$ 394.946	\$ 305.483	\$ 425.018	\$ 311.448	\$ 751.593

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Figura 10



Fuente: Elaboración propia.

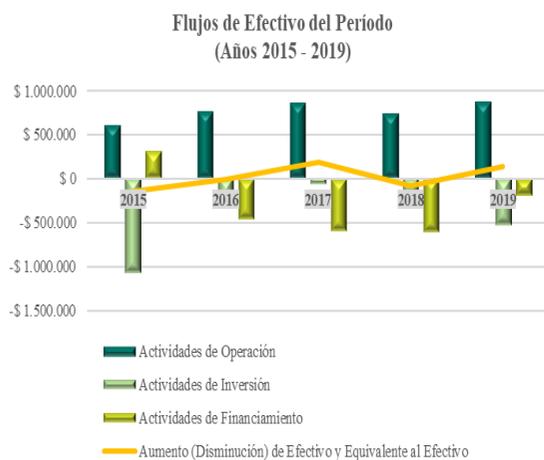
Tal como se puede ver en el [Cuadro 30](#), en los Flujos de Efectivo generados por las Actividades de Operación, la principal actividad a destacar es la de Cobros Procedentes de las Ventas de Bienes y Servicios, que suma valor a dichos Flujos, teniendo un monto de \$6.958.860; \$8.371.173; \$7.854.354; \$7.771.101; \$8.189.187; y \$7.788.191, para el acumulado a septiembre 2020; año 2019; año 2018; año 2017; año 2016; y año 2015, respectivamente. Por su parte, el Pago a Proveedores por el Suministro de Bienes y Servicios, es la cuenta que más resta valor a los Flujos de Actividades de Operación, al ser una salida de Caja para Grupo Nutresa S.A., que ha llegado a alcanzar los (\$5.862.905) anuales en el 2019.

En los Flujos de Efectivo generados por Actividades de Inversión, la cuenta que mayor entrada de Caja genera es la de Dividendos Recibidos, correspondientes a los Ingresos de las Inversiones de Portafolio, en esencia, de Dividendos que estaban pendientes por cobrar de periodos anteriores al poseer Acciones en Grupo de Inversiones Suramericana S.A.; Grupo Argos S.A.; y otras sociedades. A la fecha de valoración (septiembre de 2020), dicha entrada de Efectivo equivale a

\$43.888. Por el contrario, la Actividad de Inversión que genera la mayor salida de Caja es la Compra de Propiedades, Plantas, y Equipo (PPE), que, a septiembre de 2020, equivale a (\$133.221), resultado de la suma de las Adquisiciones hechas durante este periodo por un monto de \$132.494 y por las Capitalizaciones y Consumo por \$727, que, al ser una salida de efectivo, se le asigna el valor negativo (\$133.221).

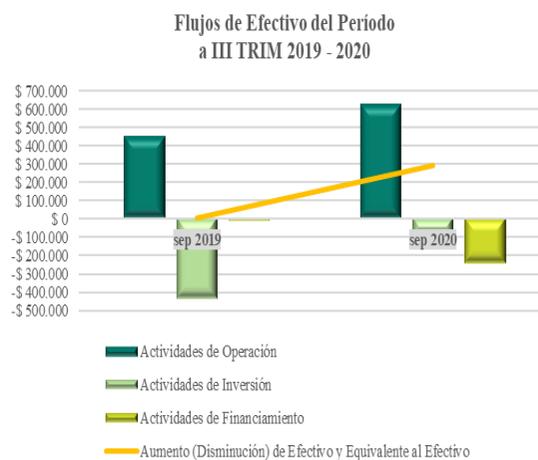
Con respecto a los Flujos de Efectivo generados por las Actividades de Financiamiento, a nivel general, constituyen salidas de Caja para Grupo Nutresa S.A., durante todos los periodos de tiempo contemplados hasta el momento (2015 – acumulado a III Trim 2020) por Importes Procedentes de Préstamos; Dividendos Pagados; Intereses Pagados; Arrendamientos Pagados; Comisiones y Otros Gastos Financieros; y Otras entradas o salidas de Efectivo. Todo lo anteriormente descrito, puede apreciarse de manera más gráfica, en las siguientes figuras:

Figura 11



Fuente: Elaboración propia.

Figura 12



Fuente: Elaboración propia.

4.4. Ratios Financieros

Para ver el resultado de todos los ratios de liquidez; endeudamiento; actividad; y rentabilidad calculados, [ver Anexo 8.](#)

Para efectos de hacer un análisis más puntual de Grupo Nutresa S.A., se revisará lo obtenido en los indicadores de Razón Corriente (Liquidez); Cobertura de Intereses (Endeudamiento); Ciclo Operacional del Negocio (Actividad); ROA y ROE (Rentabilidad).

En primera instancia, se tiene la Razón Corriente:

Cuadro 31 Razón Corriente Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

Ratios - Reales	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2020	Tendencia
Razón de Liquidez							
Razón Corriente	1,13	1,21	1,37	1,38	1,39	1,52	

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Con el [Cuadro 31](#), se deduce que la compañía cuenta con los Activos Corrientes necesarios, para hacer frente a sus Pasivos de corto plazo. Además, al ser mayor a 1 en todos los periodos, claramente se puede inferir que el Capital de Trabajo es mayor a \$0.

En segunda instancia, está la Cobertura de Intereses o TIE, que mide la capacidad que tiene la empresa en cancelar los Intereses de la Deuda con el EBIT (Flujos Operacionales). En el caso de Nutresa, este indicador es mayor a 2 en todos los años y a septiembre de 2020, indicando que el Flujo Operacional es superior al doble de los Gastos Financieros, es decir, la compañía tiene la capacidad para soportar un incremento de la tasa de interés, o incluso, subir al doble el

endeudamiento en sí y seguir pagando sólo los intereses con el EBIT. Dichos resultados, se pueden ver a continuación:

Cuadro 32 Cobertura de Intereses (TIE) Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

Ratios - Reales	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2020	Tendencia
Razón de Endeudamiento							
Cobertura Intereses	3,33	2,51	2,52	3,43	3,17	3,63	

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

En tercera instancia, se tiene el Ciclo Operacional del Negocio, que no es más que la sumatoria del Periodo Promedio de Cobro (PPC) con la Edad del Inventario (EDI), por lo que mide el tiempo que demora Grupo Nutresa S.A. en transformar las Cuentas por Cobrar e Inventarios en Caja, que, a septiembre de 2020, equivale aproximadamente a 168 días, tal como se evidencia en el [Cuadro 33](#).

Cuadro 33 Ciclo Operacional Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

Ratios - Reales	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2020	Tendencia
Razón de Actividad							
Ciclo Operacional del negocio	123,51	112,42	113,61	122,28	123,81	167,75	

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

En cuarta instancia, tenemos el ROA y el ROE, como indicadores de rentabilidad. Por el lado del ROA, Grupo Nutresa S.A., tiene retornos sobre los Activos positivos, entre un 5% y un 6% anual (a septiembre de 2020, es de 5,17% pero se debe tener en cuenta que sólo se tienen datos de 3

trimestres). Esto quiero decir, que la empresa tiene Activos que generan Flujos, sin considerar los resultados no operacionales. Por su parte, el ROE de Nutresa, está entre un 4% y un 6% anual (a septiembre de 2020, es de 5,95% pero se debe tener en cuenta que sólo se tienen datos de 3 trimestres). De esto se deduce que dichas rentabilidades sobre el Patrimonio, es el retorno que perciben los accionistas por los recursos invertidos en el Grupo.

Cuadro 34 ROA y ROE Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

Ratios - Reales	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2020	Tendencia
Índices de Rentabilidad							
Rentabilidad sobre Activos (ROA)	5,94%	5,95%	5,41%	6,28%	6,13%	5,17%	
Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE)	5,42%	4,77%	4,74%	6,10%	5,91%	5,95%	

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Con todo lo antes mencionado, se puede concluir que Grupo Nutresa S.A. cuenta con una notable sanidad financiera, al revisar sus cifras e indicadores financieros. Además, al pertenecer a la industria de fabricación y comercialización de productos de consumo básico, no se ha visto afectado su ciclo normal del negocio, siendo aún en tiempos de la crisis sanitaria y económica como consecuencia del virus COVID-19, una compañía estable.

5. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1. Deuda Financiera

En este ítem se expone de manera general la Deuda Financiera del Grupo Nutresa S.A., cuyo principal acreedor son entidades bancarias.

Cuadro 35 Obligaciones Financieras Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)							
Concepto	T1 2015	T2 2016	T3 2017	T4 2018	T5 2019	sep 2019	sep 2020
Préstamos	\$ 2.564.628	\$ 2.591.529	\$ 2.390.201	\$ 2.200.763	\$ 2.613.087	\$ 2.678.096	\$ 2.845.594
Bonos	\$ 510.924	\$ 359.714	\$ 345.818	\$ 239.322	\$ 115.727	\$ 116.322	\$ 114.636
Arrendamientos	\$ 18.712	\$ 14.112	\$ 12.019	\$ 10.708	\$ 8.672	\$ 7.649	\$ 8.437
Total Deuda Financiera (B)	\$ 3.094.264	\$ 2.965.355	\$ 2.748.039	\$ 2.450.793	\$ 2.737.487	\$ 2.802.067	\$ 2.968.667
Corriente	\$ 1.059.660	\$ 804.353	\$ 505.086	\$ 459.122	\$ 449.984	\$ 471.388	\$ 544.905
No corriente	\$ 2.034.604	\$ 2.161.002	\$ 2.242.952	\$ 1.991.670	\$ 2.287.503	\$ 2.330.679	\$ 2.423.762
Préstamos/Deuda Financiera	82,88%	87,39%	86,98%	89,80%	95,46%	95,58%	95,85%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Al culminar el año 2019 el 95,46% de la Deuda Financiera es con bancos.

Cuadro 36 Obligaciones Financieras Grupo Nutresa S.A. (Año 2019).

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)			
Concepto	2019	%	Descripción
Préstamos	\$ 2.613.087	95,46%	Principalmente en USD; tasa variable (IBR y DTF)
Bonos	\$ 115.727	4,23%	Bonos emitidos en Colombia agosto de 2009; tasa variable
Arrendamientos	\$ 8.672	0,32%	
Total	\$ 2.737.487	100,00%	

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Con respecto al plazo de la Deuda Financiera de Grupo Nutresa S.A., se presenta el siguiente

Cuadro con la maduración de este concepto:

Cuadro 37 Maduración Obligaciones Financieras Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)			
Período	dic 2019	sep 2019	sep 2020
1 año (*)	\$ 449.984	\$ 471.388	\$ 544.905
2 a 5 años	\$ 1.697.994	\$ 2.009.366	\$ 1.831.985
Más de 5 años	\$ 589.510	\$ 321.313	\$ 591.777
	\$ 2.737.487	\$ 2.802.067	\$ 2.968.667

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

*Incluye Intereses por Pagar.

Las variaciones en las tasas de interés pueden afectar el Gasto por Intereses de los Pasivos Financieros referenciados a una tasa de interés variable. Para el Grupo, el riesgo de tasas de interés proviene principalmente de las operaciones de Deuda, incluyendo los títulos representativos de Deuda, el otorgamiento de Créditos Bancarios y Arrendamientos. Estos están expuestos a los cambios en las tasas base (IPC – IBR- DTF – TAB [Chile] – LIBOR) que son utilizadas para determinar la tasa aplicable sobre los Bonos y Préstamos.

Cuadro 38 Tasas de Interés Promedio de Obligaciones Financieras Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)			
Tasa	dic 2019	sep 2019	sep 2020
Deuda a tasa de interés variable	\$ 2.697.563	\$ 2.762.152	\$ 2.656.734
Deuda a tasa de interés fijo	\$ 39.924	\$ 39.915	\$ 311.933
Total	\$ 2.737.487	\$ 2.802.067	\$ 2.968.667
Tasa promedio	2,89%	3,05%	1,15%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.
*Más adelante se explicará cómo se halló la tasa promedio.

Cuadro 39 Detalle montos de Obligaciones Financieras indexados a tasas de referencia Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)			
Tasa	dic 2019	sep 2019	sep 2020
Deuda indexada IBR	\$ 1.021.769	\$ 1.029.185	\$ 1.347.992
Deuda indexada DTF	\$ 955.846	\$ 960.500	\$ 898.477
Deuda indexada IPC	\$ 294.836	\$ 295.958	\$ 114.646
Deuda indexada TAB(Chile)	\$ 125.389	\$ 163.823	\$ 124.267
Deuda indexada LIBOR	\$ 299.724	\$ 312.687	\$ 148.801
Deuda indexada BCCR (Costa Rica)	\$ 0	\$ 0	\$ 22.550
Total deuda a tasa de interés variable	\$ 2.697.563	\$ 2.762.152	\$ 2.656.734
Deuda a tasa de interés fijo	\$ 39.924	\$ 39.915	\$ 311.933
Total deuda	\$ 2.737.487	\$ 2.802.067	\$ 2.968.667
Tasa promedio*	2,89%	3,05%	1,15%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.
*Más adelante se explicará cómo se halló la tasa promedio.

Ahora bien, considerando las cifras expuestas recientemente con las que se da a conocer qué tipo de Deuda Financiera posee Grupo Nutresa S.A., la maduración de las Obligaciones, la proporción de la Deuda con tasas variables y tasas fijas, y finalmente, los montos de sus Obligaciones Financieras que están indexados a ciertas tasas de referencia, se procede a presentar los cálculos de las tasas promedio:

Cuadro 40 Detalle Tasas de Interés Promedio de Obligaciones Financieras Grupo Nutresa S.A.

Tasa Cierre	Reales		
	dic 2019	sep 2019	sep 2020
IPC*	3,24%	3,28%	1,67%
IBR (3 meses) *	3,53%	3,55%	1,44%
DTF EA (3 meses) *	3,82%	3,87%	1,97%
DTF TA (3 meses) *	3,72%	3,77%	1,94%
TAB Chile (3 meses) **	1,95%	1,88%	0,21%
LIBOR (3 meses) *	1,63%	1,79%	0,19%
BCCR***	2,35%	3,22%	0,64%
Tasa promedio	2,89%	3,05%	1,15%

Fuente: *Banco de la República de Colombia, **Banco Central de Chile, *** Banco Central de Costa Rica.

5.1.1 Bonos

A continuación, se detallan las emisiones de bonos realizadas por Grupo Nutresa S.A., hasta la fecha contemplada para la valoración de la compañía (septiembre 2020):

- En julio de 2008, Compañía Nacional de Chocolates de Perú S.A. realizó una emisión de bonos corporativos garantizados, teniendo a Grupo Nutresa como garante. La emisión se realizó por 118.520.000 soles con vencimiento a 10 años (2018) a una tasa de interés fija de 8,84% E.A. pagaderos semestre vencido y amortización al vencimiento (Cabe decir, que la información de estos bonos a un nivel más específico, no se considera relevante para el objetivo de este trabajo, pues como se mencionó, los bonos vencieron en el año 2018).

- Debidamente autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia, la Compañía a través del Fideicomiso Grupo Nacional de Chocolates, realizó en el mes de agosto de 2009 una emisión de 500.000.000 de bonos ordinarios a un valor nominal de \$1.000 (pesos) por bono, los cuales fueron colocados en su totalidad en el mercado y tienen una calificación “AAA” (TRIPLE A) por parte de la calificadora Fitch Ratings Colombia S.A. Los bonos cuentan con 100% de aval de la Compañía.

Cuadro 41 Detalle Bonos emitidos Año 2009 Grupo Nutresa S.A.

Serie	Capital	Tasa IPC +	Modalidad	Agentes Colocadores
C5	\$ 98.541	4,19%	T.V.	Banca de Inversión Bancolombia S.A.; Valores Bancolombia S.A.; Serfinco S.A.; Interbolsa S.A.; Correval S.A.; Corredores Asociados S.A.
C7	\$ 131.815	4,96%	T.V.	
C10	\$ 135.482	5,33%	T.V.	
C12	\$ 134.162	5,59%	T.V.	
Total	\$ 500.000			

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Ahora bien, se debe tener en cuenta que a la fecha de valoración (septiembre 2020), el único bono vigente de los emitidos en el año 2009 es el de la serie C12. A septiembre del 2020, se causó Gastos por concepto de Intereses por \$8.890 (septiembre 2019: \$16.037). La emisión tiene un saldo a septiembre de 2020, incluyendo Intereses causados, de \$135.295 (diciembre 2019: \$135.585), con las siguientes características:

Cuadro 42 Saldo a septiembre de 2020, 2019; y diciembre de 2019 de Bonos emitidos en agosto de 2009 en Colombia por Grupo Nutresa S.A. (Fideicomiso Grupo Nacional de Chocolates).

		(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)		
Duración	Tasa de Interés	dic 2019	sep 2019	sep 2020
2021	IPC + 5,75%	\$ 115.727	\$ 116.322	\$ 114.636
Total		\$ 115.727	\$ 116.322	\$ 114.636

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Cuadro 43 Bono Colombia año 2009 - C12, Grupo Nutresa S.A. (Fideicomiso Grupo Nacional de Chocolates).

Antecedentes	Bono
Bono	Fideicomiso Grupo Nacional de Chocolates - C12
Nemotécnico	NUTRSA F 08/20/21 C12
Fecha de emisión	20 de agosto de 2009
Valor nominal (VN o D)	\$ 134.162
Moneda	COP (Millones)
Tipo de colocación	Nacional, Colombia
Fecha de vencimiento	20 de agosto de 2021
Tipo de bono	Bullet
Tasa cupón	7,670123%
Periodicidad	Trimestre vencido
Número de pagos (N)	48 (12 años equivale a 48 trimestres)
Periodo de gracia	No tiene
Motivo de la emisión	Sustitución de Pasivos.
Clasificación de riesgo	AAA, Fitch Ratings Colombia S.A.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión	IPC +5,59% (Fuente: Bolsa de Valores de Colombia - BVC)
Valor de mercado	\$ 195.812,706

Valoración Bono - C12 Bullet	
Valor nominal	\$ 134.162
Tasa cupón	1,425031%
Nº trimestres	48
Capitalización	Trimestre vencido
Tasa mercado	1,397500%
Cupón	\$ 1.911,8
Valor de mercado	\$ 195.812,706

Sobre la par

Fuente: Datos extraídos de Excel “Bonos emitidos 2009 de Bolsa de Valores de Colombia”⁴¹ y “Informe anual 2009” Grupo Nutresa S.A.⁴² Elaboración propia.

A nivel global, se aprecia que el bono tiene una calificación AAA, otorgada por Fitch Ratings, reflejando la robustez de su perfil financiero, soportado por la posición competitiva sólida que mantiene en sus mercados relevantes, impulsada por la fortaleza y el reconocimiento de sus marcas, la diversificación geográfica en países con un ambiente operativo favorable y su sistema

⁴¹ (BVC, 2020)

⁴² (G. Nutresa S.A., 2020)

de distribución robusto, todo lo cual favorece sus márgenes de rentabilidad y la generación de Flujo de Caja Operativo (FCO) a través del ciclo económico. Además, por tener una estructura adecuada de capital, caracterizada por un nivel de apalancamiento moderado que ha soportado su estrategia de crecimiento inorgánico sin afectar sus métricas crediticias⁴³.

5.2. Patrimonio Económico

Considerando el total de acciones suscritas y pagadas de la compañía, y teniendo en cuenta el último precio de la acción de cada año y del último día al tercer trimestre del año 2020, se determinó que el Patrimonio económico es el siguiente:

Cuadro 44 Capital emitido por Grupo Nutresa S.A.

En millones COP\$ Reales	T1 2015	T2 2016	T3 2017	T4 2018	T5 2019	T6 sep 2020
Precio de la acción	\$ 0,022620	\$ 0,023627	\$ 0,025221	\$ 0,020657	\$ 0,021680	\$ 0,019200
Número de acciones	460,123458	460,123458	460,123458	460,123458	460,123458	460,123458
Total Patrimonio económico (P)	10.407.992,6	10.871.362,6	11.604.817,6	9.504.932,6	9.975.455,2	8.834.339,5

Fuente: Informe anual 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020; Página oficial de Nutresa.

Cabe mencionar, que las acciones de Grupo Nutresa S.A. son de tipo ordinarias, y como se observa en el horizonte de tiempo registrado en el [Cuadro 44](#), su precio se ha mantenido relativamente estable, por sobre los \$20.000/Acción, exceptuando los precios a septiembre de 2020, en el cual dicho “piso” del precio cayó a \$19.200/Acción, debido al inicio en Latinoamérica de la crisis sanitaria mundial de la pandemia del COVID-19, que de cierta manera provocó una alta volatilidad en los mercados en lo transcurrido del año 2020 a la fecha de valoración, sin

⁴³ (Fitch Ratings, 2020)

embargo, se puede decir, que Grupo Nutresa S.A., no se ha visto afectado en gran magnitud por dicho evento inesperado.

5.3. Valor de la empresa

Teniendo en cuenta los literales 5.1. y 5.2., se procede a obtener el Valor de Grupo Nutresa S.A.:

Cuadro 45 Valor económico Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – 2019; a septiembre 2020).

En millones COP\$ <i>Reales</i>	T1 2015	T2 2016	T3 2017	T4 2018	T5 2019	T6 sep 2020
Patrimonio económico (P)	\$ 10.407.993	\$ 10.871.363	\$ 11.604.818	\$ 9.504.933	\$ 9.975.455	\$ 8.834.340
Deuda Financiera (B)	\$ 3.094.264	\$ 2.965.355	\$ 2.748.039	\$ 2.450.793	\$ 2.737.487	\$ 2.968.667
Valor económico de la empresa (V)	\$ 13.502.257	\$ 13.836.718	\$ 14.352.856	\$ 11.955.725	\$ 12.712.942	\$ 11.803.007

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

5.4. Estructura de Capital Objetivo

A continuación, se presentan las razones de Endeudamiento y Patrimonio de Grupo Nutresa S.A. desde el año 2015 hasta el tercer trimestre del año 2020, determinando así la Estructura de Capital Objetivo, compuesta por un 78,89% de Patrimonio; y un 21,11% de Deuda (promedio de 5 años). Adicionalmente, se presentan una serie de datos estadísticos descriptivos, tales como, mínimo, máximo, mediana, media, y desviación estándar.

Cuadro 46 Estructura de Capital Grupo Nutresa S.A.

En (%) <i>Reales</i>	T1 2015	T2 2016	T3 2017	T4 2018	T5 2019	Estructura de Capital Objetivo (Promedio T1-T5)	T6 sep 2020
B/V	22,92%	21,43%	19,15%	20,50%	21,53%	21,11%	25,15%
P/V	77,08%	78,57%	80,85%	79,50%	78,47%	78,89%	74,85%
B/P	0,30	0,27	0,24	0,26	0,27	0,27	0,34

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Cuadro 47 Estadística Descriptiva de Estructura de Capital Grupo Nutresa S.A.

En (%) Reales	Mínimo	Máximo	Mediana	Media	Desv. Estándar
B/V	19,15%	22,92%	21,43%	21,11%	1,4%
P/V	77,08%	80,85%	78,57%	78,89%	1,4%
B/P	23,68%	29,73%	27,28%	0,27	2,2%

* Cálculos realizados con datos anuales de los años 2015 - 2019.

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

6. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

6.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Para el cálculo del Beta Patrimonial de la empresa, se descargaron los precios de cierre ajustados semanales de Grupo Nutresa S.A. desde su sitio web oficial⁴⁴; y los del índice COLCAP⁴⁵ desde la página oficial de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC)⁴⁶, desde el intervalo de fechas disponibles para completar 5 años (desde el primer día del mes de octubre del 2014, hasta el último día del mes de septiembre de 2020 disponibles en los sitios web). En primera instancia, se calcularon los retornos semanales, tanto para la acción de Nutresa, como para el índice COLCAP, utilizando el precio de cierre ajustado del día viernes de cada semana, con la finalidad de utilizar dichos retornos para hallar el beta de la acción para los años 2016 al 2020 (al tercer trimestre, es decir, hasta septiembre), utilizando dos años de retornos semanales (aprox. 100 retornos) a través del modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$), al último viernes del mes de septiembre de cada año, disponible en la data. De lo anteriormente descrito, se obtuvieron los siguientes resultados:

⁴⁴ (Detalle de la Acción, Nutresa , 2020)

⁴⁵ COLCAP es el índice bursátil de referencia de la Bolsa de Valores de Colombia desde noviembre de 2013, cuando reemplazó el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia como el principal índice bursátil del país. Está compuesto por las 20 acciones más tranzadas en el mercado.

⁴⁶ (BVC, Índice COLCAP , 2020)

Cuadro 48 Beta Patrimonial Grupo Nutresa S.A.

	2016	2017	2018	2019	2020
Beta de la Acción	0,67	0,67	0,45	0,55	0,62
p-value (significancia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia.

Del Cuadro anterior, se puede observar que el Beta de la Acción de Nutresa para todos los años es menor a 1, es decir, esta acción, tiene menor riesgo sistemático que el mercado, en otras palabras, es menos volátil que la tendencia general y posee un valor defensivo. Además, al obtener un p-value igual a 0,00 del año 2016 al 2020, podemos afirmar que tenemos un resultado estadísticamente significativo, que permite rechazar la Hipótesis Nula (H_0) de un Beta igual a 0.

Para ver el comportamiento de los precios y lo retornos de la acción de Nutresa e Índice COLCAP, se graficaron dichos datos. Además, el cálculo del Beta a través de las regresiones del modelo de mercado, se llevaron a cabo en Python ([Ver Anexos del 9 al 15](#)).

6.2. Estimación del Costo de Capital de la empresa

1-Costo de la Deuda (k_b)

Dado que el mayor porcentaje de endeudamiento que presenta Grupo Nutresa S.A. en sus Estados Financieros corresponde a Préstamos, es que se consideran estos Intereses como representativos para calcular el Costo de la Deuda. Hay que recordar que este porcentaje de Deuda rondó entre un 82% y 96% aproximadamente, desde el año 2015 al 2019 (82,88%; 87,39%; 86,98%; 89,80%; 95,46%) por sobre Bonos y Arrendamientos.

Por lo recién comentado, se halló en primera instancia el valor de la Tasa Libre de Riesgo (R_f), la que se obtuvo luego de utilizar la Ecuación de Fisher, promediando la rentabilidad de 18 meses del Bono Colombiano a 10 años, dando como resultado un 5,95%⁴⁷, aproximadamente 6% (tasa nominal desde abril de 2019 a septiembre 2020), y usando la inflación esperada igual a un 3%⁴⁸, lo que da finalmente una (R_f) igual a 2,95%, aproximadamente un 3%.

Teniendo entonces ya el valor de la (R_f), se procede a tomar el valor de la DTF e IBR⁴⁹ (a septiembre 2020), debido a que la mayoría de la Deuda Financiera de Grupo Nutresa S.A. está indexada a estas tasas, y se promedia con la tasa cupón del bono igual a 7,67% ([Ver Cuadro 43](#)), que en términos reales equivale a 6,50% aproximadamente. Dicha tasa promedio, se suma con la (R_f) ya encontrada, obteniendo así el (K_b).

Cuadro 49 Cuadro resumen (K_b) Grupo Nutresa S.A.

Tasa	sep 2020
IBR (3 meses)	1,44%
DTF EA (3 meses)	1,97%
DTF TA (3 meses)	1,94%
Tasa Cupón Bono C12	6,50%
Tasa Promedio Real	2,96%
$K_b = R_f + 0,0296$	0,0591

Fuente: Elaboración propia.

⁴⁷ (Investing, 2020)

⁴⁸ (Banrep, 2020)

⁴⁹ La DTF es el promedio ponderado de las tasas efectivas de captación de los CDT a 90 días que reconoce el sistema financiero a sus clientes y sirve como indicador de referencia relacionado con el costo del dinero en el tiempo en Colombia. El IBR, es una tasa de interés de referencia de corto plazo denominada en pesos colombianos, que refleja el precio al que los bancos están dispuestos a ofrecer o a captar recursos en el mercado monetario. El IBR se calcula a partir de las cotizaciones de los participantes del esquema. Las tasas cotizadas corresponden al interés nominal al cual estas entidades son indiferentes entre prestar y recibir recursos para el respectivo plazo (Banco de la República de Colombia).

El procedimiento de cálculo fue el siguiente:

$$k_b = R_f + 0,030$$

$$k_b = 0,029 + 0,030$$

$$k_b = 0,059$$

2-Beta de la deuda (β_b)

El Beta de la Deuda se calcula por medio de la ecuación de CAPM, y para esto, se utiliza la Tasa Libre de Riesgo (R_f) y Costo de la Deuda (K_b) vistos en el punto 1. Además, a esto se le agrega una “Prima por Riesgo de Mercado (PRM)” a enero 2020 (fecha más cercana a la valoración disponible), la cual se obtuvo de la página oficial del Profesor Damodaran⁵⁰, siendo de un 7,08% para Colombia. Esto da como resultado un Beta de la Deuda de 0,418. El procedimiento de cálculo fue el siguiente:

$$k_b = R_f + PRM * \beta_b$$

$$0,059 = 0,029 + 0,071 * \beta_b$$

$$\beta_b = \frac{0,059 - 0,029}{0,071}$$

$$\beta_b = 0,418$$

3-Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)

Para la obtención del Beta Ajustado, se utiliza el Beta estimado a septiembre 2020 calculado en la sección 6.1 ([Cuadro 48](#)), y se le aplica el Ajuste de Bloomberg (basado en la evidencia

⁵⁰ (Damodaran, 2020)

Blume,1975)⁵¹, obteniendo un Beta Ajustado de 0,743. El procedimiento de cálculo fue el siguiente:

$$\beta_p^{C/D} = 0,33 + 0,67 * \beta_{MCO}$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,33 + 0,67 * 0,62$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,743$$

4-Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Para desapalancar el Beta de la Acción 2020, y dado que la Deuda es riesgosa, se utiliza Rubinstein. Además, para el cálculo de la Tasa de Impuesto (t_c), se calculó el promedio de las tasas impositivas de los años 2018 y 2019⁵², ya que estos fueron los años que se consideraron para el cálculo del Beta. Por otro lado, para la razón Deuda-Patrimonio, se utilizó la estructura de capital promedio correspondiente a los mismos años antes mencionados más el año 2020 al 30 de septiembre (ya que también se considera para el cálculo del Beta), es decir, del [Cuadro 46](#) se tomó el $\frac{B}{P}$ del año 2018, 2019 y a septiembre 2020, equivalentes a 0,26; 0,27; y 0,34, respectivamente, hallando un promedio con dichos datos, obteniendo así la razón $\frac{B}{P} = 0,289$. La ecuación da como resultado un Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$) de 0,690 y el procedimiento de cálculo se muestra a continuación:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} * \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) * \beta_b * \frac{B}{P}$$

$$0,743 = \beta_p^{S/D} * [1 + (1 - 0,33) * 0,289] - (1 - 0,33) * 0,418 * 0,289$$

$$\beta_p^{S/D} = \frac{0,743 + (1 - 0,33) * 0,418 * 0,289}{[1 + (1 - 0,33) * 0,289]}$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,690$$

⁵¹ (Bloomberg, 2020)

⁵² (KPMG, 2020).

5-Beta Patrimonial Con Deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Para apalancar el Beta Patrimonial sin deuda, se utiliza el ratio Deuda-Patrimonio calculado en la estructura de capital objetivo de la empresa. Este ratio consideraba el promedio de los ratios B/P desde el año 2015 al 2019 y daba un promedio de 0,27. Además, se usó una Tasa Impositiva de largo plazo igual a 0,32 (la que registra como (t_c) para el año 2020).

La ecuación da como resultado un Beta Patrimonial Con Deuda de 0,739 y el procedimiento de cálculo se muestra a continuación:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} * \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) * \beta_b * \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,690 * [1 + (1 - 0,32) * 0,27] - (1 - 0,32) * 0,418 * 0,27$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,739$$

6-Costo Patrimonial (k_p)

Para este cálculo, volvemos a utilizar la ecuación de CAPM y para esto, se utiliza el Beta Patrimonial con Deuda calculado anteriormente de 0,739. Además, se utilizan los mismos valores para la Prima por Riesgo de Mercado (PRM) y la Tasa Libre de Riesgo (R_f) utilizados en las ecuaciones anteriores. Esto da como resultado un Costo Patrimonial de 0,082 y el procedimiento para llegar a este resultado fue el siguiente:

$$k_p = R_f + PRM * \beta_p^{C/D}$$

$$k_p = 0,029 + 0,071 * 0,739$$

$$k_p = 0,082$$

7-Costo de Capital (k_0)

Finalmente, para el cálculo del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se utilizan el Costo Patrimonial ($k_p=0,082$) y Costo de Deuda ($k_b = 0,059$) calculados anteriormente. Además, los ratios Patrimonio-Valor y Deuda-Valor de la empresa, usados en esta ecuación, son los mismos que se calcularon anteriormente en la estructura de capital objetivo de la empresa.

Esta ecuación da como resultado una WACC igual a 0,073 y el procedimiento de cálculo para llegar a esto, es el siguiente:

$$k_0 = k_p * \left(\frac{P}{V}\right) + k_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V}\right)$$

$$k_0 = 0,082 * 0,789 + 0,059 * (1 - 0,32) * 0,211$$

$$k_0 = 0,073$$

Esta tasa se utilizará más adelante para realizar la valoración económica del precio de la acción de Grupo Nutresa S.A. con base al método de Flujos de Caja Descontados.

7. ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS Y PROYECCIÓN DE EERR

7.1. Análisis operacional del negocio y la industria

7.1.1. Estados Financieros

A continuación, se presenta un análisis operacional de Grupo Nutresa S.A. y la industria a la que esta compañía pertenece. Dado lo anterior, se tomaron como base los Estados Financieros del Grupo del año 2015 al tercer trimestre del año 2020, en términos reales, es decir, considerando la

variación que presentó el Índice de Precios al Consumidor (IPC) en Colombia, teniendo en cuenta que las cifras consolidadas de la compañía en sus Estados Financieros están expresadas en millones de pesos colombianos ([Ver Anexos del 2 al 8](#)).

Para mantener la consistencia en el tratamiento del dinero, la variación del IPC se expone de manera acumulada al término de cada periodo, tomando como base el año 2015 ([Ver Anexo 16](#)).

Cuadro 50 Variación IPC de Colombia.

Fecha	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sept-19	sept-20
% IPC	0,00%	5,39%	10,30%	13,76%	17,16%	16,46%	18,02%
Factor	1,00	1,05	1,10	1,14	1,17	1,16	1,18

Fuente: Elaboración propia.
Se consideró diciembre 31 de 2015 como año base. Datos extraídos del DANE.⁵³

7.1.2. Análisis de Crecimiento

7.1.2.1. Tasas de crecimiento reales de las Ventas de Grupo Nutresa S.A.

En los Cuadros que se muestran a continuación, se evidencian los crecimientos reales anuales de las Ventas de Grupo Nutresa S.A. por productos; segmentos; y países ([Ver Anexo del 17 al 19](#)).

⁵³ (DANE, IPC , 2020)

Cuadro 51 Tasas de crecimiento reales de las Ventas por tipo de producto Grupo Nutresa S.A.

	VAR (%) DE VENTAS REALES EN MM\$ COP				
	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	sep 2019 - sep 2020
Alimentos	2,56%	-4,54%	-0,06%	3,94%	9,09%
Bebidas	3,68%	-2,91%	-3,27%	6,39%	22,89%
Golosinas y snacks	1,38%	1,02%	2,72%	7,29%	-7,32%
Otros	21,32%	-20,38%	17,06%	40,24%	48,22%
Total productos	3,62%	-4,25%	0,54%	7,25%	12,08%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Cuadro 52 Tasas de crecimiento reales de las Ventas por segmento Grupo Nutresa S.A.

	VAR (%) DE VENTAS REALES EN MM\$ COP				
	Total				
	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	sep 2019 - sep 2020
Galletas	5,15%	-2,95%	-0,09%	8,01%	11,71%
Cárnicos	-0,15%	-12,02%	-1,12%	0,63%	11,62%
Chocolates	6,69%	-1,51%	3,30%	4,97%	1,83%
Café	2,23%	0,34%	-4,56%	19,05%	37,32%
TMLUC	3,97%	-4,62%	-1,50%	1,82%	7,92%
Alimentos al consumidor	14,96%	1,35%	2,76%	7,12%	-26,17%
Helados	-6,40%	-7,13%	1,46%	3,82%	-1,23%
Pastas	5,36%	-2,12%	-0,29%	10,68%	19,02%
Otros	16,24%	12,13%	28,92%	35,81%	74,75%
Total segmentos	3,94%	-4,12%	0,70%	7,29%	11,78%
Consolidado (Después de Ajuste y Eliminaciones)	3,62%	-4,25%	0,54%	7,25%	12,08%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Cuadro 53 Tasas de crecimiento reales de las Ventas por país Grupo Nutresa S.A.

	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	sep 2019 - sep 2020
Colombia	3,51%	-2,09%	1,23%	4,99%	7,00%
Estados Unidos	3,39%	-4,30%	-9,32%	34,58%	55,93%
Centroamérica	7,45%	-4,57%	1,25%	10,00%	16,67%
Chile	16,83%	-4,78%	-0,23%	0,17%	8,51%
México	-5,13%	0,37%	0,14%	4,01%	-14,36%
República Dominicana y Caribe	8,70%	3,03%	3,18%	8,59%	-1,82%
Perú	4,17%	4,94%	0,62%	7,23%	4,66%
Ecuador	1,30%	-1,50%	4,51%	4,08%	8,06%
Venezuela	-22,25%	-99,83%	-100,00%	0,00%	0,00%
Otros	-8,00%	15,35%	14,50%	1,61%	39,36%
Total países	3,62%	-4,25%	0,54%	7,25%	12,08%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.
La información de las Ventas se realiza considerando la ubicación geográfica del cliente final.

Se puede observar que el total de las tasas de crecimiento reales de las Ventas de la empresa son consistentes si se calculan ya sea por productos; segmentos; o países. Además, es notable que el mayor crecimiento se observa al comparar el acumulado al tercer trimestre del año 2020, con el mismo periodo del año inmediatamente anterior, 2019, con un 12,08%. Anualmente hablando, se presenta un decrecimiento del año 2016 al 2017 del (4,25%), esto debido principalmente al efecto de dejar de considerar las Ventas en Venezuela como parte de sus ganancias, en octubre del año 2016, reflejado en una disminución del 99,83% de los ingresos de Grupo Nutresa S.A. para el año 2017 en ese país, como se observa en el [Cuadro 53](#)⁵⁴. Por su parte, el mayor crecimiento anual en Ventas se da del 2018 al 2019, como reflejo de la aplicación de un nuevo estándar de contabilización para Arriendos en los Estados Financieros del Grupo, denominado NIIF16 Arrendamientos, eliminando la distinción entre los contratos de Arrendamiento Operativo y Financiero. Además, por un incremento en las Ventas en Colombia y a nivel internacional.

⁵⁴ (Portafolio, Diario Financiero , 2019)

7.1.2.3 Tasas de crecimiento reales de la industria

El crecimiento de la industria se puede observar mediante el PIB a precios constantes, en el concepto de “Elaboración de productos alimenticios; elaboración de bebidas; elaboración de productos de tabaco”, calculado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), de Colombia⁵⁵. Esta clasificación del PIB de Colombia incluye desde bebidas, hasta alimentos cárnicos, chocolates, panadería, confitería, frutas, entre otros productos, los cuales se relacionan con el core del negocio de Grupo Nutresa S.A., constituyéndose entonces, como una buena proxy para la industria de alimentos ([Ver Cuadros 54 y 55](#)).

Cuadro 54 PIB a precios constantes: “Elaboración de productos alimenticios; elaboración de bebidas; elaboración de productos de tabaco”.

Tasas de crecimiento reales Industria Alimentos y Bebidas Colombia - PIB				
2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	sep 2019 - sep 2020
2,40%	0,19%	2,70%	2,88%	-2,76%
PIB a precios constantes. Tasa de crecimiento año corrido. 2015 - 2020 Tercer Trimestre: Miles de millones de pesos.				

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del DANE.

Cuadro 55 Tasas de crecimiento reales PIB Industria en Colombia Vs Grupo Nutresa S.A.

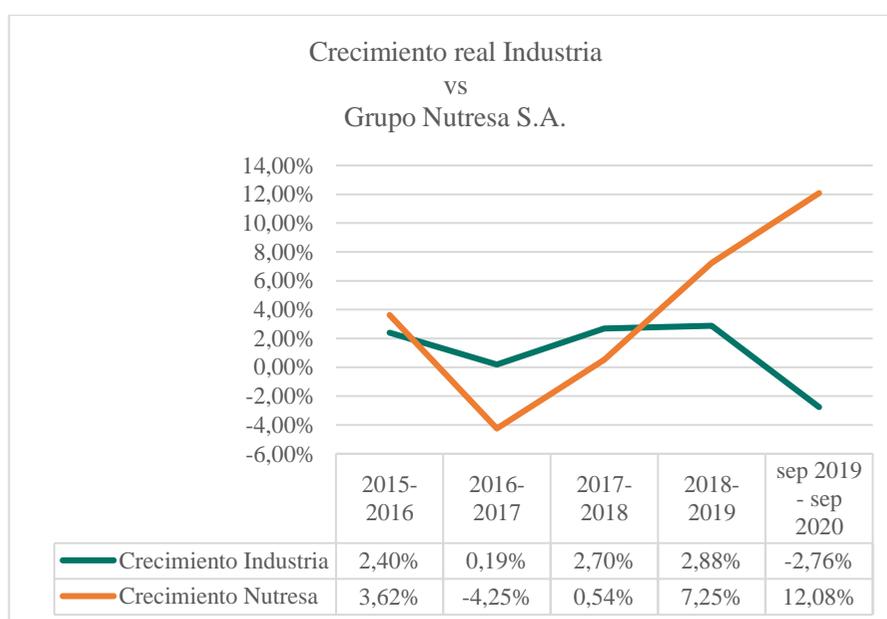
Tasas de crecimiento reales Industria Alimentos y Bebidas Colombia - PIB					
Período de tiempo	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	sep 2019 - sep 2020
Industria	2,40%	0,19%	2,70%	2,88%	-2,76%
Grupo Nutresa S.A.	3,62%	-4,25%	0,54%	7,25%	12,08%

Fuente: Elaboración propia.

⁵⁵ (DANE, Cuentas Nacionales , 2020)

En el anterior Cuadro, se aprecia que, para todos los años en el horizonte de tiempo contemplado, la compañía supera el crecimiento de sus Ventas, con respecto al comportamiento de la industria, a excepción del año 2017 y 2018, por el tema de Venezuela, comentado anteriormente, y tal como se ilustra de manera gráfica en la siguiente Figura.

Figura 13 Tasas de crecimiento reales PIB Industria en Colombia Vs Grupo Nutresa S.A.



Fuente: Elaboración propia.

7.1.2.4 Perspectiva de crecimiento de la industria

Las perspectivas de crecimiento de los próximos años, no sólo para la industria de alimentos, sino a nivel global, estará marcada por los efectos a largo plazo que tendrá la crisis sanitaria que comenzó desde fines del año 2019 con el virus COVID-19; que no sólo ha contagiado y matado a miles de personas, sino que también, contagió a todo el gremio empresarial, golpeando fuertemente al comercio, debido a las medidas de distanciamiento y demás restricciones que los

Estados han impuesto, con el fin de cuidar la salud de los ciudadanos, alterando fuertemente los procesos de las distintas cadenas de suministro de las empresas de todo tipo; la demanda y oferta de bienes y servicios en términos generales; y consecuentemente, los precios de títulos valores en los mercados bursátiles, debido a la incertidumbre que causa esta situación en los inversionistas.

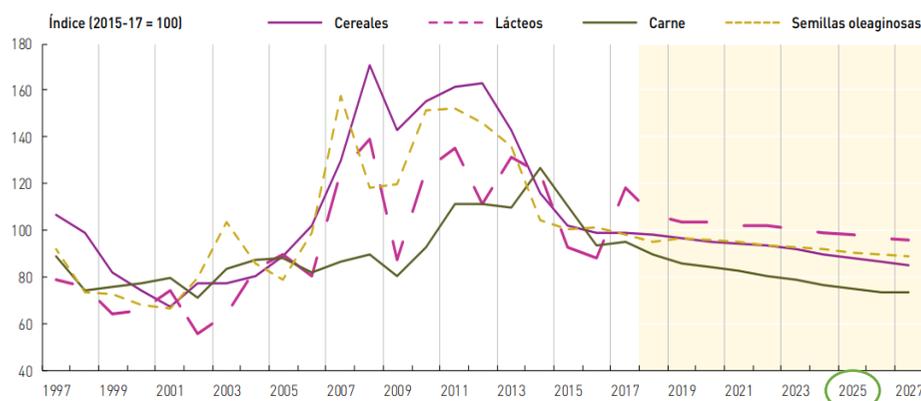
Ahora bien, con un mayor enfoque en el sector de alimentos, al cual pertenece Grupo Nutresa S.A., presentan una ventaja del resto del grupo, al brindar bienes de consumo básico. Por otro lado, es relevante considerar el crecimiento de la población y de los ingresos, así como los cambios de preferencias alimentarias, aspectos que determinarán los hábitos futuros de consumo de alimentos.

Las más recientes proyecciones llevadas a cabo por las Naciones Unidas (ONU), registran una reducción constante del crecimiento de la población mundial. En la previsión media de la ONU, la población de 6.100 millones crecería hasta alcanzar 7.200 millones en 2015; y 8.300 millones en 2030, avanzando hacia 9.300 millones en 2050. Las especulaciones de una explosión demográfica sostenida no son del todo certeras. Incluso, hace más de treinta años que el mundo alcanzó una tasa de crecimiento de la población del 2,04 % anual, a finales de los años sesenta. Desde ese periodo de tiempo, la tasa de crecimiento ha venido decayendo hasta el 1,35%, estimándose que dicha tasa siga disminuyendo hasta llegar a un 0,8% en 2025 a 2030, lo que causará una ralentización leve del crecimiento de la demanda de alimentos.⁵⁶

⁵⁶ (FAO, Demografía , 2020)

Por su parte, la OCDE – FAO⁵⁷, prevén que los precios de los productos básicos se mantengan en general en niveles constantes, con alzas y bajas moderadas en el intervalo de tiempo que va del año 2020 al año 2025, tal como se evidencia en la siguiente Figura.

Figura 14 Evolución a mediano plazo de los precios de los productos básicos en cifras reales.



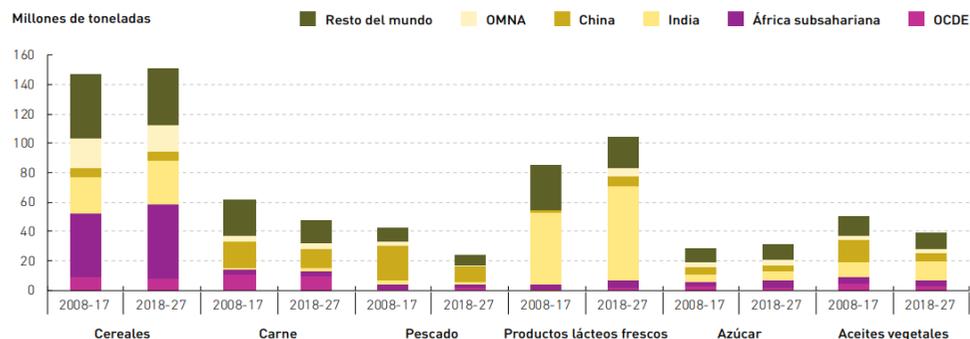
Fuente: OCDE – FAO.

Nota: Los índices de precios para los grupos de productos básicos se han calculado usando una ponderación constante en cada agregado, usando el promedio del valor de la producción de 2015-17 como valor de ponderación.

En cuanto a los cereales y las semillas oleaginosas, la primera fuente de incremento de la demanda serán los pulsos y habas. En gran medida, la demanda adicional a la de China de alimentos, se dará en regiones con un alto crecimiento de la población, como África subsahariana, la India y la región de Oriente Medio y África del Norte. Por su lado, el aumento de la demanda de productos de tipo cárnicos se está desacelerando, ya que, se ha presentado una variación regional en las preferencias y las limitaciones de la renta disponible, por el contrario, la demanda de productos de origen animal como los lácteos se expandirá más rápidamente en el próximo decenio. En la siguiente Figura, se evidencia de manera más dinámica las Contribuciones regionales al crecimiento de la demanda de alimentos, 2008-17 y 2018-27.

⁵⁷ (FAO, Precios, 2018)

Figura 15 Contribuciones regionales al crecimiento de la demanda de alimentos, 2008-17 y 2018-27.



Fuente: OCDE – FAO.

De igual manera, cabe mencionar, que la FAO también afirma en su informe llamado “El futuro de la alimentación y la agricultura: Tendencias y desafíos” publicado en el año 2017⁵⁸, que el crecimiento económico acelera los cambios en la dieta e impulsa la demanda agrícola, puesto que dicho crecimiento ha sido significativo en las últimas décadas. El PIB mundial aumentó en un 2,6% anual entre 1990 y 2014, motivado sobre todo por los países de ingresos medianos y bajos, donde el PIB creció alrededor de un 5,1% anual. El acelerado incremento de los ingresos en los países emergentes ha impulsado el auge de una clase media a nivel mundial, que a su vez está promoviendo los cambios dietéticos, lo que se refleja en el hecho de que la demanda de alimentos está cambiando hacia un mayor consumo de productos lácteos, así como otros alimentos de producción intensiva.

Según la FAO, el PIB per cápita de países de ingresos bajos y medianos se multiplicaría por más de tres, desde los 2.400 a los 7.500 dólares, reflejando un índice de crecimiento anual medio del

⁵⁸ (FAO, 2017)

2,7%, mientras que, por el contrario, el crecimiento en los países de altos ingresos sería mucho menor, en torno al 1,2% anual. Pese a esta diferencia en el crecimiento hasta 2050, los ingresos medios de la población en los países de ingresos medianos y bajos seguirían siendo una mínima parte de estos en países de ingresos altos, pasando del 8,5% en 2005-2007 al 16% en 2050. Todo lo anterior se traduce en que las proyecciones más recientes de la FAO en cuanto a la oferta y demanda agrícola en el futuro se sustentan en un crecimiento económico mundial moderado hasta 2050, con una cierta reducción en la brecha de ingresos (o convergencia económica) entre los países de ingresos medianos y bajos y los países de ingresos altos. Eso sí, no se debe dejar de lado, que dichas proyecciones pueden ir variando de acuerdo con el contexto económico que se vaya presentando al transcurrir del tiempo por variables no controlables, tal como lo es el COVID-19.

Ahora bien, revisando el panorama más local de Grupo Nutresa S.A., las expectativas mundiales en lo que se refiere a la demanda, como sinónimo de Ventas, se puede contrastar con el consumo de los hogares de Colombia⁵⁹ (país en el que el Grupo fue fundado; en donde tiene una participación de mercado mayor al 50%; y es donde se ubica su sede principal). Según un informe del área de Investigaciones Económicas del Grupo Bancolombia⁶⁰, en el corto plazo, el fenómeno del coronavirus impone un reto transitorio al sector de alimentos procesados, de seguir creciendo ante un entorno y consumidor cambiantes, tal como se ha referido antes, sin embargo, es claro que la gente deberá seguir consumiendo alimentos bajo cualquier contexto, pero sería de esperarse que productos de consumo discrecional disminuya sus ventas dado que se priorizaría la compra

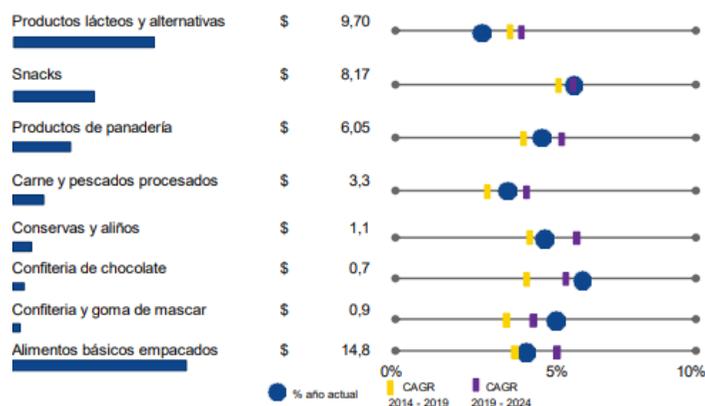
⁵⁹ (Banco de la República de Colombia, Consumo Hogares , 2020)

⁶⁰ El Grupo Bancolombia, es un grupo financiero líder en Colombia, con filiales y unidades de negocios principalmente en el continente americano.

de alimentos de la canasta básica, y que alimentos que sean consumidos en primera instancia en establecimientos comerciales, se vean perjudicados debido a las medidas de aislamiento preventivo.

La analítica del Grupo Bancolombia resalta que este sector industrial tuvo un crecimiento superior al del agregado del país durante dos años consecutivos. La elaboración de productos alimenticios (sin incluir la elaboración de grasas, aceites, azúcar y panela) aumentó en términos reales un 4,4% durante 2019. Solo la fabricación de conservas y aliños disminuyó 2%, las demás agrupaciones estuvieron en terreno positivo. Dentro de esas agrupaciones se distinguen el crecimiento de la elaboración de productos derivados de la molinería en un 7% y la elaboración de carnes y pescados procesados en un 6%.

Figura 16 Ventas de alimentos procesados por categoría (% var. anual y CAGR).



Fuente: Grupo Bancolombia, Euromonitor International.

Por su parte, continuando con el análisis del Grupo Bancolombia, las exportaciones de este sector colombiano continúan concentradas en más del 80% en el continente americano en productos como confitería, chocolatería, molinería y derivados, panadería, conservas y aliños. Además, no se puede perder de vista que el incremento en el tipo de cambio (resultado de la caída del precio del petróleo y la incertidumbre por el COVID-19 en la economía a nivel mundial y nacional) viene contribuyendo a que se incrementen las exportaciones a Estados Unidos (crecimiento del 8% en el año 2019), pero para el caso de Latinoamérica las exportaciones se han desacelerado debido al mal desempeño económico de la región.

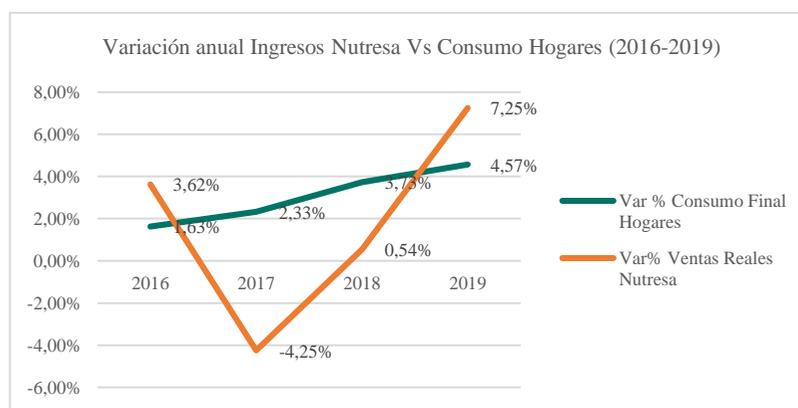
Las economías latinoamericanas en el agregado solo crecieron un 0,8% durante 2019, y con esto también cayó la importación de alimentos procesados colombianos. Según Bancolombia, previo al coronavirus se esperaba el doble de este crecimiento para dichos países, es por ello que, superada la crisis sanitaria actual, las exportaciones a esta región deberían comenzar a acelerarse de manera notable. Adicionalmente, el sector se enfrenta al desafío de suplir las necesidades de un nuevo perfil de consumidor más consciente, que busca más practicidad y cuidado de su salud y bienestar, lo que también representa una oportunidad para transformar e innovar la industria.⁶¹

En la [Figura 17](#), se puede apreciar, un repunte del consumo real de los hogares colombianos en el año 2018, de alrededor de un 3,73%; y para el 2019, un incremento al 4,57% del consumo, siendo superado por la variación en Ventas de Grupo Nutresa S.A., al ser de 7,25%, resultado que apoya el prever estimaciones futuras positivas para el Grupo, asumiendo una visión conservadora de

⁶¹ (Grupo Bancolombia, Sector Alimentos , 2020)

crecimiento en Ventas constante para Nutresa, considerando que es una de las compañías más sostenibles del mundo con enfoque hacia la innovación y proyecciones hacia la globalización, para no quedarse rezagada en los cambios y mejoras que su mercado objetivo demanda diariamente.

Figura 17



Fuente: Elaboración propia. Con información extraída del Banco de la República de Colombia, con cifras en miles de millones de pesos colombianos.

7.1.3. Análisis de Costos de Operación⁶²

7.1.3.1. Costos de Operación Grupo Nutresa S.A.

Los Costos de Operación de Grupo Nutresa S.A., se componen de las cuentas Costos de Ventas, Gastos de Administración, Gastos de Venta, y Gastos de Producción, las que a su vez se componen de las siguientes subcuentas contables:

⁶² (Plan Único de Cuentas, PUC , 2020)

- Consumo de inventarios y otros costos: Consumo de artículos, materiales, suministros, productos, y recursos renovables y no renovables, para ser utilizados en procesos de transformación, consumo, alquiler o venta dentro de las actividades propias del giro ordinario del negocio de Grupo Nutresa S.A. Los inventarios se valoran utilizando el método del promedio ponderado y su costo incluye los costos directamente relacionados con la adquisición y aquellos incurridos para darles su condición y ubicación actual. El costo de los productos terminados y de productos en proceso comprende materia prima, mano de obra directa, otros costos directos y gastos indirectos de fabricación.
- Beneficios de empleados: Grupo Nutresa S.A., brinda bonificaciones de corto plazo; y beneficios post-empleo, que básicamente tienen que ver con las prestaciones sociales que por ley deben cubrirse para con el trabajador, por concepto de pensiones; cesantías retroactivas; y otros planes de beneficios definidos; y en algunos casos, prima de antigüedad.
- Otros servicios: Incluyen mercadeo, aseo y vigilancia, espacios en canales, alimentación, servicios públicos, plan de acción comercial, software y bodegaje.
- Otros gastos: Incluyen repuestos, gastos de viaje, envases y empaques, combustibles y lubricantes, contribuciones y afiliaciones, comisiones, taxis y buses, suministros de edificaciones, papelería y útiles de oficina, suministros de aseo y laboratorio, gastos legales y licencias y premios.
- Servicios de transporte: Principalmente, los transportes de ventas. En esta cuenta se debe considerar que “Transportes a cargo de la empresa realizados por terceros, cuando no proceda incluirlos en el precio de adquisición del inmovilizado o de las existencias. En esta cuenta se incluirán entre otros, los transportes de ventas”.

- Depreciaciones y amortizaciones: Registra los valores calculados por el ente económico sobre la base del costo ajustado por inflación, de acuerdo con las instrucciones señaladas en la cuenta 1592 -depreciación acumulada-, de acuerdo con el Plan Único de Cuentas.
- Servicios de maquila: Costos de empresa contratista, que produce elementos para el proceso del producto de Grupo Nutresa S.A. A su vez, se constituye como un sistema de producción que permite a Nutresa aprovechar los menores costos de la mano de obra del país donde se establece, sin tener que someterse al sistema de aranceles vigente, esto, considerando que el Grupo tiene presencia en varios países, principalmente en Latinoamérica.
- Energía y gas: Pago por concepto de servicios públicos.
- Servicios temporales: Registra el valor de los gastos pagados o causados por el Grupo Nutresa S.A. por concepto de servicios tales como aseo y vigilancia, asistencia técnica, procesamiento electrónico de datos, servicios públicos, transportes, fletes y acarreos.
- Material publicitario: publicidad, propaganda y promoción.
- Depreciaciones por derechos de uso: Costos respecto a activos en arriendo, es por ello que, en la fecha de comienzo, un arrendatario medirá un activo por derecho de uso al costo.
- Mantenimiento: Concepto de mantenimiento y reparaciones de instalaciones, maquinarias, equipos, etc.
- Honorarios: Registra los gastos ocasionados por concepto de honorarios por servicios recibidos. Para el caso de Grupo Nutresa S.A., pueden señalarse el tema de la revisoría fiscal; auditoría externa; avalúos; asesoría jurídica; asesoría financiera; asesoría técnica; etc.
- Impuestos diferentes a impuesto de renta: Otros impuestos.

- Arrendamientos: Leasing.
- Seguros: Cantidades satisfechas en concepto de primas de seguro contratadas con entidades aseguradoras y financieras.
- Deterioro de Activos: Se da cuando el valor de un activo en libros es mayor que su importe recuperable.

Dichos costos recién listados, están en términos reales en el ítem 4.2. de la sección 4 del presente documento, en el [Cuadro 27](#), como “Descomposición Costos y Gastos Operacionales Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020)”, resaltando que no se especifica una clasificación de cada subcuenta a una determinada cuenta principal, debido a que algunas de las subcuentas pertenecen a más de una cuenta principal y Grupo Nutresa S.A. no especifica el porcentaje en el que el monto de dichas subcuentas se reparte entre ya sea, Costo de Ventas, Gastos de Administración, Gastos de Ventas, y Gastos de Producción. Para efectos prácticos, se presenta en el [Cuadro 56](#), un resumen de las cuentas principales, considerando también:

- Diferencia en cambio de Activos y Pasivos Operativos: Se refieren al efecto de la variación en las tasas de cambio operativas, distribuida en clientes; proveedores; materias primas; y coberturas de Flujo de Efectivo de Grupo Nutresa.
- Otros Ingresos (Egresos) Netos Operacionales: Esta cuenta se refiere a los Ingresos (Egresos), generados por indemnizaciones y recuperaciones (recuperaciones por deudas incobrables e indemnizaciones); enajenación y retiro de propiedad planta y equipo e intangibles; subvenciones del gobierno; enajenación y retiro de derechos de uso; multas, sanciones, litigios y procesos judiciales; donaciones.

Cuadro 56 Descomposición Costos y Gastos Operacionales Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020) – Cuentas Principales.

CONCEPTO	(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Costo de Ventas	-\$ 4.507.166	-\$ 4.712.156	-\$ 4.402.029	-\$ 4.368.123	-\$ 4.750.214	-\$ 3.443.046	-\$ 4.018.343
Gastos de Ventas	-\$ 2.144.502	-\$ 2.262.946	-\$ 2.313.482	-\$ 2.330.388	-\$ 2.415.474	-\$ 1.755.544	-\$ 1.796.148
Gastos de Administración	-\$ 371.810	-\$ 380.595	-\$ 362.493	-\$ 356.939	-\$ 398.862	-\$ 278.917	-\$ 303.739
Gastos de Producción	-\$ 137.446	-\$ 140.144	-\$ 126.095	-\$ 129.188	-\$ 139.000	-\$ 97.554	-\$ 125.316
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	\$ 2.619	\$ 15.062	\$ 231	-\$ 3.745	\$ 20.196	\$ 2.836	\$ 1.452
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	-\$ 4.427	\$ 21.017	\$ 22.763	\$ 9.495	\$ 2.138	-\$ 1.350	-\$ 9.620
Total	-\$ 7.162.732	-\$ 7.459.763	-\$ 7.181.103	-\$ 7.178.887	-\$ 7.681.216	-\$ 5.573.575	-\$ 6.251.714

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

La importancia relativa que tienen dichos Costos y Gastos Operacionales con respecto a las Ventas es el siguiente:

Cuadro 57 Importancia relativa (%) de Costos Operacionales con respecto a las Ventas Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

CONCEPTO (%) - Real	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Costo de Ventas	56,73%	57,23%	55,84%	55,12%	55,88%	55,69%	57,99%
Gastos de Ventas	26,99%	27,49%	29,35%	29,40%	28,42%	28,40%	25,92%
Gastos de Administración	4,68%	4,62%	4,60%	4,50%	4,69%	4,51%	4,38%
Gastos de Producción	1,73%	1,70%	1,60%	1,63%	1,64%	1,58%	1,81%
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	0,03%	0,18%	0,00%	0,05%	0,24%	0,05%	0,02%
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	0,06%	0,26%	0,29%	0,12%	0,03%	0,02%	0,14%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Como se observa en el Cuadro anterior, históricamente el Costo de Ventas y Gastos de Ventas, son los ítems con mayor importancia relativa como porcentaje de las Ventas a lo largo de los años. Por su parte, el porcentaje más alto del Costo de Ventas se da al tercer trimestre del año 2020 con aproximadamente un 58% con respecto a las Ventas (Ingresos Operacionales), y el más bajo, en el año 2018 con un 55,12%. Por otro lado, los Gastos de Ventas tienen mayor importancia relativa en el año 2018 con un 29,40%, y menor al mes de septiembre de 2020 con aproximadamente un 26%.

7.1.3.2. Depreciaciones y Amortizaciones de Costos Operacionales.

Con respecto a las Depreciaciones y Amortizaciones, descompuestos por cada ítem de Costo y Gasto, y su participación relativa con respecto a las Ventas, se presentan en el [Cuadro 58](#):

Cuadro 58 Gastos por Depreciaciones y Amortizaciones Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

CONCEPTO	(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Costo de Ventas	\$124.014	\$132.640	\$140.567	\$139.443	\$142.796	\$105.978	\$108.756
% Ventas	1,56%	1,61%	1,78%	1,76%	1,68%	1,71%	1,57%
Gastos de Ventas	\$60.879	\$67.293	\$86.446	\$89.155	\$169.235	\$124.225	\$132.389
% Ventas	0,77%	0,82%	1,10%	1,12%	1,99%	2,01%	1,91%
Gastos de Administración	\$12.880	\$14.251	\$13.632	\$12.152	\$20.716	\$12.002	\$14.826
% Ventas	0,16%	0,17%	0,17%	0,15%	0,24%	0,19%	0,21%
Gastos de Producción	\$2.430	\$2.247	\$2.318	\$2.278	\$3.099	\$2.204	\$4.644
% Ventas	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,04%	0,04%	0,07%
Total	\$200.203	\$216.431	\$242.964	\$243.029	\$335.846	\$244.410	\$260.615
% Ventas	2,52%	2,63%	3,08%	3,07%	3,95%	3,95%	3,76%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

7.1.4. Análisis de Cuentas no Operacionales

En esta sección se analizan las Cuentas recurrentes no Operacionales anuales de Grupo Nutresa S.A. para los años 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020 (acumulado a septiembre). Para esto, primero se listan las Cuentas no Operacionales, que son todas aquellas cuentas relacionadas a transacciones diferentes a los del objeto social o giro normal de los negocios del ente económico.⁶³ Luego, se analizan las cifras de cada una de las cuentas por trimestre, para identificar si son o no

⁶³ (PUC, 2020)

recurrentes. A continuación, se adjunta Cuadro resumen con Cuentas no Operacionales anuales y su respectiva clasificación:

Cuadro 59 Cuentas no Operacionales Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)								
Cuentas no Operacionales	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020	Tipo
Ingresos financieros	\$9.828	\$10.421	\$12.639	\$13.587	\$19.029	\$13.611	\$13.002	Recurrente
Gastos financieros	-\$234.896	-\$308.041	-\$278.817	-\$217.389	-\$258.028	-\$192.151	-\$186.512	Recurrente
Dividendos	\$47.016	\$47.961	\$49.305	\$51.732	\$52.506	\$52.822	\$58.692	Recurrente
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	\$27.181	-\$8.200	-\$19.402	\$20.317	-\$3.807	\$5.790	\$5.044	Recurrente
Pérdida por la posición monetaria neta	-\$32.160	-\$31.262	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	No recurrente
Participación en asociadas y negocios conjuntos	\$4.928	\$5.791	\$5.434	-\$352	-\$1.936	-\$1.434	-\$5.103	Recurrente
Otros ingresos netos	-\$288	\$27.035	\$2.983	\$4.573	\$609	\$76	\$492	No recurrente

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

La importancia relativa que tienen dichas Cuentas no Operacionales con respecto a las Ventas es la siguiente:

Cuadro 60 Importancia relativa (%) de Cuentas no Operacionales con respecto a las Ventas Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

Cuentas no Operacionales (%) - Reales	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Ingresos financieros	0,12%	0,13%	0,16%	0,17%	0,22%	0,22%	0,19%
Gastos financieros	2,96%	3,74%	3,54%	2,74%	3,04%	3,11%	2,69%
Dividendos	0,59%	0,58%	0,63%	0,65%	0,62%	0,85%	0,85%
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	0,34%	0,10%	0,25%	0,26%	0,04%	0,09%	0,07%
Pérdida por la posición monetaria neta	0,40%	0,38%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	0,06%	0,07%	0,07%	0,00%	0,02%	0,02%	0,07%
Otros ingresos netos	0,00%	0,33%	0,04%	0,06%	0,01%	0,00%	0,01%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

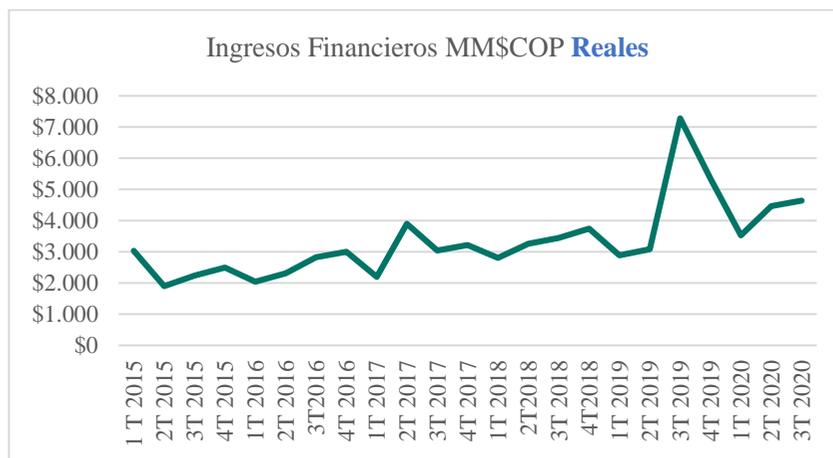
En promedio los Gastos Financieros son los que poseen una mayor importancia relativa con respecto a las Ventas, y la Participación en asociadas y negocios conjuntos posee la menor importancia.

El detalle del comportamiento de cada cuenta a través del tiempo se indica a continuación:

- **Ingresos financieros:** Registra el valor de los ingresos obtenidos por Grupo Nutresa S.A. por concepto de rendimientos de capital a través de actividades diferentes a las de su objeto social principal.

Para poder analizar si efectivamente esta cuenta es de carácter recurrente se realizó el siguiente gráfico:

Figura 18



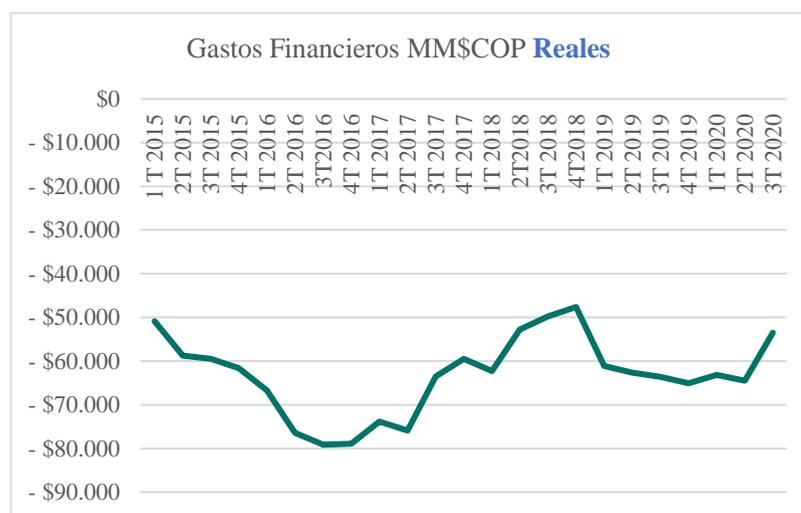
Fuente: Elaboración propia basada en datos históricos de página oficial de Grupo Nutresa S.A.

Como se puede ver en la Figura anterior, en todos los trimestres hubo presencia de “Ingresos financieros”, por lo que se rectifica que esta cuenta posee un carácter recurrente.

- Gastos financieros: Según los informes anuales de Grupo Nutresa S.A., esta cuenta incluye los intereses de préstamos y sobregiros, intereses de bonos, intereses por arrendamientos financieros y otros intereses.⁶⁴

Para poder analizar si efectivamente esta cuenta es de carácter recurrente se realizó el siguiente gráfico:

Figura 19



Fuente: Elaboración propia basada en datos históricos de página oficial de Grupo Nutresa S.A.

Como se puede ver en la Figura anterior, en todos los trimestres hubo presencia de “Gastos financieros”, por lo que se rectifica que esta cuenta posee un carácter recurrente.

⁶⁴ (PUC, 2020)

- Dividendos de portafolio: El resultado del período incluye los ingresos por los dividendos sobre dichos instrumentos y que son reconocidos por Nutresa en la fecha en que se establece el derecho a recibir los pagos futuros, que es la fecha del decreto de dividendos por parte de la compañía emisora⁶⁵.

Para poder analizar si efectivamente esta cuenta es de carácter recurrente se realizó el siguiente gráfico:

Figura 20



Fuente: Elaboración propia basada en datos históricos de página oficial de Grupo Nutresa S.A.

Como se puede ver en la Figura anterior, a diferencia de las cuentas anteriormente mencionadas, esta cuenta llega a 0 en el tercer trimestre de cada año. Sin embargo, este comportamiento es constante en todos los trimestres, por lo que de igual manera se rectifica que esta cuenta posee un carácter recurrente.

- Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos: Grupo Nutresa, ocasionalmente, recurre al endeudamiento en dólares con el fin de obtener tasas de interés más competitivas en el

⁶⁵ (G. Nutresa S.A, 2020)

mercado, y utiliza derivados financieros para mitigar el riesgo de la tasa de cambio en estas operaciones; estos derivados son designados como coberturas contables, lo que implica que la medición al valor razonable del instrumento derivado se reconoce como un ajuste al costo amortizado de la obligación financiera designada como partida cubierta⁶⁶.

Para poder analizar si efectivamente esta cuenta es de carácter recurrente se realizó el siguiente gráfico:

Figura 21



Fuente: Elaboración propia basada en datos históricos de página oficial de Grupo Nutresa S.A.

Como se puede ver en la Figura anterior, en todos los trimestres hubo variación en la cuenta de Diferencia de cambio, por lo que se rectifica que esta cuenta posee un carácter recurrente.

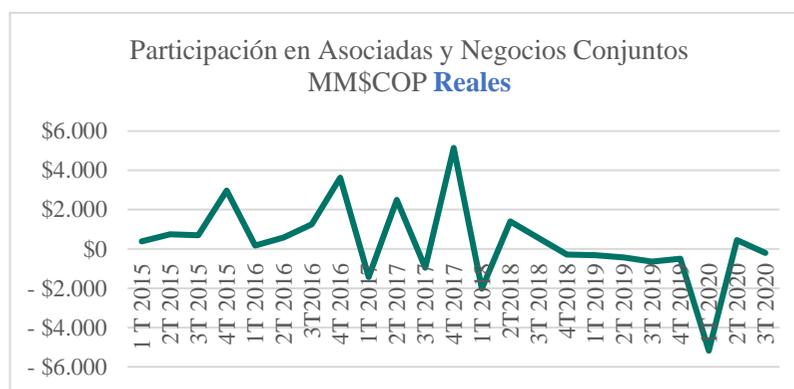
- Participación en asociadas y negocios conjuntos: Una asociada es una entidad sobre la cual Grupo Nutresa S.A. posee influencia significativa sobre las decisiones de política financiera y de operación, sin llegar a tener control o control conjunto. Un negocio conjunto es una entidad que

⁶⁶ (Grupo Nutresa, 2017)

Grupo Nutresa controla de forma conjunta con otros participantes, donde éstos mantienen un acuerdo contractual que establece el control conjunto sobre las actividades relevantes de la entidad⁶⁷ (se verá de manera más detallada esta cuenta en la siguiente sección).

Para poder analizar si efectivamente esta cuenta es de carácter recurrente se realizó el siguiente gráfico:

Figura 22



Fuente: Elaboración propia basada en datos históricos de página oficial de Grupo Nutresa S.A.

Con la Figura anterior, se rectifica que esta cuenta posee un carácter recurrente.

7.1.5. Análisis de Activos

7.1.5.1. Clasificación Activos de Grupo Nutresa S.A.

Para poder analizar la clasificación de los Activos de la empresa, entre Activos Operacionales y no Operacionales, se realiza un Cuadro con la sección de Activos del Estado de Situación Financiera.

⁶⁷ (Grupo Nutresa S.A., 2017)

En éste se puede ver el tipo de Activo, ya sea Corriente o no Corriente, con su respectiva clasificación. El Cuadro de clasificación es la siguiente:

Cuadro 61 Activos Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – Acumulado a III Trim 2020).

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)								
ACTIVO MM\$ COP Reales	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020	Tipo
Activo Corriente								
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$286.064	\$208.110	\$394.946	\$305.483	\$425.018	\$311.448	\$751.593	No operacionales
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	\$878.280	\$843.739	\$868.113	\$897.126	\$995.441	\$1.033.410	\$1.087.883	Operacionales
Inventarios	\$1.032.969	\$975.842	\$891.003	\$975.623	\$1.065.329	\$1.075.529	\$1.229.413	Operacionales
Activos biológicos	\$53.119	\$71.808	\$73.903	\$83.130	\$82.479	\$71.306	\$94.495	Operacionales
Otros activos	\$220.762	\$234.213	\$200.785	\$212.486	\$214.578	\$325.750	\$335.646	No operacionales
Activos no corrientes mantenidos para la venta	\$71.679	\$95.201	\$5.944	\$5.957	\$2.228	\$2.783	\$2.211	Operacionales
Activo no Corriente								
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	\$26.729	\$22.294	\$24.033	\$24.670	\$21.688	\$22.202	\$20.912	Operacionales
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	\$109.021	\$156.100	\$163.594	\$169.474	\$165.041	\$167.460	\$169.852	No operacionales
Otros activos financieros no corrientes	\$3.418.149	\$3.686.586	\$3.747.774	\$2.920.769	\$2.997.440	\$2.905.824	\$1.866.734	No operacionales
Propiedades, planta y equipo, neto	\$3.389.421	\$3.217.593	\$3.078.452	\$2.967.946	\$2.902.090	\$2.932.929	\$2.939.167	Operacionales
Activos por derechos de uso	\$0	\$0	\$0	\$0	\$749.881	\$769.957	\$698.707	Operacionales
Propiedades de inversión	\$82.393	\$68.169	\$65.551	\$67.740	\$67.847	\$65.944	\$9.006	No operacionales
Plusvalía	\$2.033.403	\$1.930.448	\$1.920.344	\$1.833.589	\$1.971.458	\$2.050.485	\$2.105.517	No operacionales
Otros activos intangibles	\$1.179.957	\$1.104.182	\$1.070.990	\$1.026.307	\$1.066.050	\$1.097.291	\$1.130.851	Operacionales
Activo por impuesto diferido	\$355.461	\$338.744	\$376.297	\$333.817	\$558.639	\$571.731	\$603.741	Operacionales
Otros activos	\$40.645	\$46.173	\$90.977	\$63.705	\$68.655	\$67.166	\$73.083	No operacionales

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

7.1.5.2. Activos no Operacionales

- Efectivo y equivalentes de efectivo: Comprende las cuentas que registran los recursos de liquidez inmediata, total o parcial con que cuenta el ente económico y puede utilizar para fines

generales o específicos, dentro de los cuales podemos mencionar la Caja, los Depósitos en Bancos y Otras Entidades Financieras, las Remesas en Tránsito y los Fondos.⁶⁸

- Otros activos corrientes: Cuentas de activos líquidos (susceptibles a convertirse en dinero en un tiempo menor a un año aproximadamente) que no se incorporan en la operación de Grupo Nutresa S.A. Ejemplo de estos son gastos pagados por anticipado que corresponden principalmente a seguros, arrendamientos y contratistas.

- Inversiones en asociadas y negocios conjuntos: A septiembre de 2020 Grupo Nutresa tiene inversiones en tres asociadas y un negocio conjunto, las cuales son nombradas a continuación:

- Bimbo de Colombia S. A. (Asociada): Es una sociedad anónima con domicilio en Tenjo, Cundinamarca, dedicada principalmente a elaboración de productos de panadería.
- Estrella Andina S. A. S. (Asociada): Es una sociedad simplificada por acciones dedicada a la comercialización de comidas preparadas en cafeterías, en la cual Nutresa tiene una participación del 30%, teniendo como socio mayoritario, con una participación del 70%, al Grupo Alsea.
- Wellness Food Company S. A. S. (Asociada): Es una sociedad simplificada por acciones dedicada a la elaboración de productos lácteos y otros tipos de expendio de comidas preparadas n.c.p. en la cual Nutresa tiene una participación del 20%.⁶⁹

⁶⁸ (PUC, 2020)

⁶⁹ (G. Nutresa S.A, 2020)

- Dan Kaffe Sdn. Bhd (Asociada): Es una sociedad con domicilio en Johor Bahru - Malasia dedicada a la producción de extracto congelado de café y café instantáneo seco. Es un aliado estratégico para el negocio de café por sus altos estándares de producción, ubicación ideal y potencial de crecimiento.
- Oriental Coffee Alliance Sdn. Bhd (Negocio conjunto): Es una sociedad con domicilio en Kuala Lumpur – Malasia dedicada a la venta de productos de Dan Kaffe Malaysia (DKM), así como la de algunos productos de Colcafé y del Grupo en el continente asiático. Esta asociación con Mitsubishi Corporation le permite a Grupo Nutresa avanzar en los objetivos inicialmente trazados con la adquisición de DKM, de ampliar su papel en la industria global del café, diversificar la producción y el origen de sus cafés solubles, e incursionar en el mercado de rápido crecimiento de café en Asia.
- Oriental Coffe Alliance Inc.: Es una sociedad con domicilio en Taguig – Filipinas, conformada con el objetivo de participar, realizar y desarrollar los negocios de compra, venta, distribución, comercialización, celebrar todo tipo de contratos de exportación, importación, compra, adquisición, venta y demás disposiciones por cuenta propia como principal o representativo como representantes de manufactura, intermediario de mercancías, indentador, comerciante a comisión, factores o agentes en el envío de productos relacionados con el café, incluyendo pero no limitado a café instantáneo, productos listos para beber, extracto de café y café tostado y molido, pero excluyendo granos verdes para proporcionar dirección, supervisión y apoyo, incluidos, entre otros, marketing y ventas, a las afiliadas y/o subsidiarias incorporadas, incluidas las futuras afiliadas y/o subsidiarias que puedan

incorporarse, que realizarán los negocios de fabricación y comercialización; y desarrollar oportunidades comerciales relacionadas con el café y otros productos alimenticios en países asiáticos y en otros lugares.

- Otros activos financieros no corrientes: Grupo Nutresa clasifica como instrumentos financieros medidos a valor razonable con cargo a los otros resultados integrales las inversiones de portafolio que no son mantenidas para negociar. El resultado del período incluye los ingresos por los dividendos sobre dichos instrumentos que son reconocidos por Nutresa en la fecha en que se establece el derecho a recibir los pagos futuros, que es la fecha del decreto de dividendos por parte de la compañía emisora. Las acciones de cada compañía obtenidas incluyen a Grupo de Inversiones Suramericana S.A. y Grupo Argos S.A.⁷⁰
- Propiedades de inversión: Las propiedades de inversión se miden inicialmente al costo. El costo de adquisición de una propiedad de inversión comprende su precio de compra y cualquier desembolso directamente atribuible a ella. El costo de una propiedad de inversión autoconstruida es su costo a la fecha en que la construcción o desarrollo estén terminados. Con posterioridad al reconocimiento inicial, las propiedades de inversión se miden al costo neto de la depreciación acumulada y de pérdidas por deterioro del valor acumuladas, si las hubiera.⁷¹
- Plusvalía: Grupo Nutresa reconoce este concepto contable como los beneficios obtenidos de una diferencia positiva entre el precio al que se compra un bien y al que se vende en una determinada transacción, sin embargo, cabe resaltar que el incremento de valor de dicho bien es causado por diversas variables no controlables por los propietarios. Este concepto se presenta en Nutresa, principalmente con las edificaciones y propiedades de inversión como acciones en

⁷⁰ (Grupo Nutresa S.A., 2017)

⁷¹ (Grupo Nutresa S.A, Informe primer trimestre 2016, 2016)

asociadas y participaciones en negocios conjuntos que posee, y que no tienen relación con el core del negocio de la compañía.⁷²

- Otros activos no corrientes: Cuentas de activos poco líquidos (susceptibles a convertirse en dinero en un período de largo plazo) que no se incorporan en la operación de Grupo Nutresa S.A.

7.2. Proyección de EERR

7.2.1. Proyección de Ingresos de Operación

Para las proyecciones de las Ventas de Grupo Nutresa S.A., se consideraron las proyecciones en consumo por tipo de productos a nivel mundial:

Cuadro 62 Proyección del crecimiento anual del consumo de alimentos en porcentaje.

% PROYECCIÓN CRECIMIENTO ANUAL	2020 - Últimos 3 meses	2021	2022	2023	2024	2025
Alimentos	1,29%	1,42%	1,40%	1,41%	1,35%	1,34%
Bebidas	3,77%	4,00%	3,54%	4,52%	3,83%	3,74%
Golosinas y snacks	4,47%	4,52%	4,55%	4,53%	4,51%	4,52%
Otros	3,18%	3,32%	3,16%	3,49%	3,23%	3,20%

Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO)⁷³, Research and Markets (R & M)⁷⁴, y Euromonitor Internacional⁷⁵.

Los porcentajes de variación de un año a otro se hallaron como la diferencia en el consumo en toneladas anuales de alimentos (cereales, raíces y tubérculos, pulsos, semillas oleaginosas, carnes,

⁷² (G. Nutresa S.A, 2020)

⁷³ (FAO, Consumo Toneladas, 2020)

⁷⁴ (R&M, proyecciones, 2020)

⁷⁵ (Euromonitor Internacional, 2020)

pescado, productos lácteos menos la leche, entre otros); bebidas (leche desnatada en polvo, leche entera en polvo, café, té, otras bebidas calientes); golosinas y snacks (azúcar, helados, galletas, chocolates); otros (considerados como el promedio de los productos antes mencionados). Todos estos datos, tal como se había comentado, fueron extraídos principalmente de la página oficial de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO); Research and Markets (R&M); y Euromonitor Internacional. Cabe destacar que el incremento o decrecimiento de las Ventas proyectadas de un año a otro, se hicieron no sólo considerando las estimaciones de consumo de las instituciones de investigación nombradas. En cuanto a la participación de cada línea de producto, se consideró la participación histórica de cada una de ellas para Nutresa S.A. en el mercado (año 2015 a 2019), los que equivalen a 54,04%; 23,09%; 16,78%; 6,09%, de alimentos; bebidas; golosinas y snacks; y otros, respectivamente ([Ver Anexos 20 y 21](#)). De acuerdo con el análisis anterior, los resultados obtenidos son los siguientes:

Cuadro 63 Proyecciones de Ventas Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)

Ingresos de Operación	2020 - Últimos 3 meses	2021	2022	2023	2024	2025
Alimentos	\$989.159	\$4.778.083	\$4.903.811	\$5.028.496	\$5.165.050	\$5.297.272
Bebidas	\$206.082	\$2.093.183	\$2.139.144	\$2.214.175	\$2.260.647	\$2.316.753
Golosinas y snacks	\$525.040	\$1.528.490	\$1.569.390	\$1.608.775	\$1.653.330	\$1.695.821
Otros	\$67.030	\$548.461	\$562.174	\$578.220	\$592.826	\$607.867
Total productos	\$1.787.311	\$8.948.217	\$9.174.519	\$9.429.665	\$9.671.854	\$9.917.713

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 64 Proyecciones de Ventas Grupo Nutresa S.A – Año 2020 completo.

Ingresos de Operación	Proyección año completo 2020
Alimentos	\$4.506.598
Bebidas	\$1.988.118
Golosinas y snacks	\$1.534.863
Otros	\$687.221
Total productos	\$8.716.800

Fuente: Elaboración propia.

Para calcular la proyección de los últimos tres meses del año 2020 (III Trimestre), primero se aplicaron las tasas de crecimiento planteadas en los supuestos del [Cuadro 62](#) a las cifras históricas del año 2019. Luego con eso, se halla la proyección del año completo 2020 en Ventas, la cual dio \$8.716.800 en términos reales (\$10.287.676 en términos nominales), con esta proyección de los 12 meses del año 2020 se le restó el acumulado al tercer trimestre de este mismo año, considerando que ya se cuenta con los datos históricos de este tercer trimestre. De los años 2021 a 2025, se toman las proyecciones anuales del año anterior, aplicándoles también las tasas de los supuestos calculadas con anterioridad. Cabe destacar que esta metodología de cálculo se repite para las proyecciones de las cuentas halladas en los siguientes ítems.

7.2.2. Proyección de Costos de Operación

Con respecto a los Costos de Operación, se consideraron los siguientes supuestos:

- Costo de Ventas: Se tomaron los datos del año 2017 al 2019 del análisis vertical con base en las Ventas, hallando un promedio, que en este caso fue de 55,61% (Costo de Ventas/ Ventas). No se consideró el acumulado a septiembre 2020, por efecto COVID-19.
- Gastos de Ventas: Se tomaron los datos del año 2015 al 2019 del análisis vertical con base en las Ventas, hallando un promedio, que en este caso fue de 28,33% (Gastos de Ventas/ Ventas). No se consideró el acumulado a septiembre 2020, por efecto COVID-19.
- Gastos de Administración: Se tomaron los datos del año 2017 al 2019 del análisis vertical con base en las Ventas, hallando un promedio, que en este caso fue de 4,60% (Gastos de

Administración / Ventas). No se consideró el acumulado a septiembre 2020, por efecto COVID-19.

- Gastos de Producción: Se tomaron los datos del año 2017 al 2019 del análisis vertical con base en las ventas, hallando un promedio, que en este caso fue de 1,62% (Gastos de Producción / Ventas). No se consideró el acumulado a septiembre 2020, por efecto COVID-19.
- Diferencia en cambio de Activos y Pasivos Operativos: Al no tener una tendencia definida, y variar de manera muy brusca de un año a otro, se considera el promedio de los montos registrados del año 2015 al 2019, y se establece de manera fija en la proyección. Este promedio da como resultado un total de \$6.873.
- Otros Ingresos (Egresos) Netos Operacionales: Se considera el monto registrado en el último año contable 2019 de manera fija en la proyección, cuyo monto es \$2.138.

Por su parte, la Depreciación y Amortización, se halló como el porcentaje de cada uno de los Costos de Depreciación y Amortización, sobre el Costo Operacional de la respectiva cuenta, esto considerando el [Cuadro 58](#) del ítem 7.1.3.2.⁷⁶, y las cifras registradas en el Estado de Resultados en términos reales del año 2015 al 2019. No se consideró el acumulado a septiembre 2020 en el cálculo, por el tema de la crisis sanitaria con el COVID-19, tal como se muestra en el siguiente Cuadro:

⁷⁶ Se debe tener presente que dichos Costos por Depreciación y Amortización en términos absolutos, ya están calculados en las Notas de los Estados Financieros Consolidados, y que reflejan un % de las Propiedades, Plantas y Equipos, las cuales se miden al Costo Neto de la Depreciación Acumulada y de Pérdidas por Deterioro del valor acumuladas, si las hubiera. El Costo incluye el precio de adquisición, los costos directamente relacionados a la ubicación del activo en el lugar y las condiciones necesarias para que opere en la forma prevista por Grupo Nutresa. Al igual reflejan un % de Amortización de Activos Intangibles.

Cuadro 65 Cifras supuesto de Depreciación y Amortización de Costos Operacionales.

CONCEPTO	(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)							
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020	Promedio
Costo de Ventas	2,75%	2,81%	3,19%	3,19%	3,01%	3,08%	2,71%	2,99%
Gastos de Ventas	2,84%	2,97%	3,74%	3,83%	7,01%	7,08%	7,37%	4,08%
Gastos de Administración	3,46%	3,74%	3,76%	3,40%	5,19%	4,30%	4,88%	3,91%
Gastos de Producción	1,77%	1,60%	1,84%	1,76%	2,23%	2,26%	3,71%	1,84%

Fuente: Elaboración propia.

*Aquí se divide el monto de la Depreciación del Cuadro 58 del ítem 7.1.3.2., por cada concepto "Costo de Ventas", "Gastos de Ventas", "Gastos de Administración", "Gastos de Producción" registrados en el Estado de Resultados en términos reales.

De acuerdo con el análisis anterior, los resultados obtenidos son los siguientes:

Cuadro 66 Proyección de Costos y Gastos Operacionales Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
Costos Operacionales	2020 - Últimos 3 meses	2021	2022	2023	2024	2025
Costos de Ventas*	-\$ 993.972	-\$ 4.976.349	-\$ 5.102.201	-\$ 5.244.095	-\$ 5.378.783	-\$ 5.515.512
Gastos de Venta*	-\$ 506.322	-\$ 2.534.912	-\$ 2.599.020	-\$ 2.671.300	-\$ 2.739.909	-\$ 2.809.558
Gastos de Administración*	-\$ 82.182	-\$ 411.448	-\$ 421.853	-\$ 433.585	-\$ 444.721	-\$ 456.026
Gastos de Producción*	-\$ 28.983	-\$ 145.104	-\$ 148.774	-\$ 152.912	-\$ 156.839	-\$ 160.826
Depreciación y Amortización	-\$ 54.124	-\$ 270.974	-\$ 277.827	-\$ 285.554	-\$ 292.888	-\$ 300.333
Costos de Ventas	-\$ 29.736	-\$ 148.872	-\$ 152.637	-\$ 156.882	-\$ 160.911	-\$ 165.002
Gastos de Venta	-\$ 20.639	-\$ 103.329	-\$ 105.943	-\$ 108.889	-\$ 111.685	-\$ 114.525
Gastos de Administración	-\$ 3.216	-\$ 16.102	-\$ 16.509	-\$ 16.968	-\$ 17.404	-\$ 17.847
Gastos de Producción	-\$ 533	-\$ 2.671	-\$ 2.738	-\$ 2.814	-\$ 2.887	-\$ 2.960

* Las cuentas incluyen los costos de depreciación.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
Otros Costos Operacionales	2020 - Últimos 3 meses	2021	2022	2023	2024	2025
Diferencia en cambio de Activos y Pasivos Operativos	-\$ 6.873	-\$ 6.873	-\$ 6.873	-\$ 6.873	-\$ 6.873	-\$ 6.873
Otros Ingresos (Egresos) Netos Operacionales	-\$ 2.138	-\$ 2.138	-\$ 2.138	-\$ 2.138	-\$ 2.138	-\$ 2.138

Fuente: Elaboración propia.

(Para ver resumen de supuestos puntualmente, [Ver Anexo 22](#)).

7.2.3. Proyección Resultado No Operacional

Debido a que el comportamiento de las cuentas no operacionales no sigue patrones constantes y por lo tanto son muy irregulares, es que se realizó tanto un análisis vertical como horizontal para cada una. Con la ayuda de ambos análisis se observó si existían cifras similares en algunos períodos o si efectivamente existía una tendencia, ya sea al alza o a la baja, aunque esta fuera irregular. Esto permitió descartar algunos datos muy alejados para el supuesto o simplemente calcular promedios. A continuación, el detalle de supuestos de cada cuenta:

- **Ingresos Financieros:** Para esta cuenta se observan tanto las cifras reales como el análisis vertical con respecto a las Ventas. Los valores se adjuntan en el Cuadro siguiente:

Cuadro 67 Cifras reales y análisis vertical de Ingresos Financieros.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)							
Concepto	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Ingresos Financieros	\$9.828	\$10.421	\$12.639	\$13.587	\$19.029	\$13.611	\$13.002
Análisis Vertical	0,12%	0,13%	0,16%	0,17%	0,22%	0,22%	0,19%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Como se puede ver en el Cuadro anterior, los ingresos tienen una tendencia al alza y esto se ve también reflejado en el análisis vertical. Es por esta misma razón que no se calcula un promedio, ya que, se pretende incluir esta tendencia en la proyección.

Para poder corroborar si este “alza” sigue un patrón, se procede a calcular la diferencia entre las cifras del análisis vertical y ver si esta es constante a través del tiempo:

Cuadro 68 Diferencia análisis vertical entre años Ingresos Financieros.

Concepto	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	Promedio
Diferencia análisis vertical entre períodos	0,003%	0,034%	0,011%	0,052%	0,025%

Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en el Cuadro, los aumentos entre cada período son distintos, pero no extremos, por lo que se realizó un promedio de estos para obtener un valor de “aumento” razonable entre períodos. En otras palabras, se plantea el supuesto de que la proporción “Ingresos Financieros/Ventas” presenta una variación positiva de 0,025% cada año.

- **Gastos Financieros:** Para obtener el supuesto de Gastos Financieros, se realizó el análisis vertical de la empresa que se muestra a continuación:

Cuadro 69 Análisis vertical de Gastos Financieros.

Concepto	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	sep 2019	sep 2020
Análisis Vertical Gastos Financieros	-2,96%	-3,74%	-3,54%	-2,74%	-3,04%	-3,20%	-3,11%	-2,69%

Fuente: Elaboración propia.

Dado que las cifras del análisis rondan entre un rango muy pequeño a través del tiempo, es que se decide calcular un promedio desde el año 2015 a 2019. Esto arroja un promedio de -3,20%, por lo que esta será la cifra utilizada para el supuesto.

- Dividendos de Portafolio (Ingresos no Operacionales obtenidos de las rentabilidades de las acciones que se poseen de otras empresas). Para la cuenta “Dividendos” se optó por observar el análisis vertical mostrado en el Cuadro siguiente:

Cuadro 70 Análisis vertical de Dividendos.

Concepto	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	sep 2019	sep 2020
Análisis Vertical Dividendos	0,59%	0,58%	0,63%	0,65%	0,62%	0,63%	0,85%	0,85%

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar entre los años 2015 a 2016, el porcentaje está por debajo del 0,6%. Luego desde el año 2017 hasta el 2019, este porcentaje ronda entre un 0,62% y 0,65%, lo que es bastante constante. Es por esta razón que, para formular el supuesto, se tomaron en cuenta solo estos tres últimos años, calculando un promedio entre ellos igual a 0,63%.

- Diferencia en cambio de Activos y Pasivos no Operativos: Para la formulación del supuesto en esta cuenta, a diferencia de las cuentas nombradas anteriormente, se consideró el análisis horizontal (con el año 2015 como base) en vez del análisis vertical. La razón principal de esta elección es que los resultados de este último análisis eran extremadamente irregulares como para encontrar un patrón o tendencia. Los datos del análisis horizontal se presentan a continuación:

Cuadro 71 Análisis Horizontal Diferencia en Cambio de Activos y Pasivos no Operativos.

Concepto	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	Promedio	sep 2019 - sep 2020
Análisis Horizontal Diferencia en Cambio	-130,169%	136,601%	-204,718%	-118,74%	-151,21%	-12,88%

Fuente: Elaboración propia.

Tal como se ve en el Cuadro anterior, el porcentaje obtenido entre el año 2016 y 2017 es el que más se escapa del rango en que se ubican las demás variaciones relativas. Es por esto por lo que se decidió quitar del análisis y para el supuesto se consideró solo el promedio de los valores de los años 2015 a 2016, 2017 a 2018 y 2018 a 2019. El cálculo de este promedio da un valor de -151,21%, por lo que este es el valor utilizado para el supuesto.

- Pérdida por la Posición Monetaria Neta: Para el caso de esta cuenta se notó que en el Cuadro de valores reales (y nominales), al término de los últimos tres años, no existían cifras. Para un análisis más claro de esto, se adjunta el Cuadro a continuación:

Cuadro 72 Cifras reales Pérdida por la Posición Monetaria Neta.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)							
Concepto	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Pérdida por la Posición Monetaria Neta	- \$32.160	- \$31.262	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0

Fuente: Elaboración propia.

Debido a que la cuenta está en \$0 en los últimos 3 años (además del acumulado a septiembre 2020), se decidió considerar como supuesto que la cuenta permanecerá en \$0 en los próximos años.

- Participación en Asociadas y Negocios Conjuntos: En este caso luego de hacer un análisis vertical y horizontal, y debido a la irregularidad extrema en las cifras del análisis horizontal, se decide que el más adecuado a utilizar es el vertical. Este se muestra a continuación:

Cuadro 73 Análisis vertical de Participación en Asociadas y Negocios Conjuntos.

Concepto	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	sep 2019	sep 2020
Análisis Vertical Participación en Asociadas y Negocios Conjuntos	0,06%	0,07%	0,07%	0,00%	-0,02%	0,03%	-0,02%	-0,07%

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede ver en el Cuadro, entre los años 2015 y 2017 los porcentajes fueron muy estables, entre un 0,06% y 0,07%. Sin embargo, luego de este período se comienza a ver una tendencia a la baja, llegando incluso a un porcentaje negativo. Por esta razón, se decide considerar solo el valor del año 2019, ya que según la evolución de los últimos 5 años no debería esperarse un aumento y si se calcula el promedio, entonces dará como resultado un número mayor a -0,02%, en este caso 0,03%. En resumen, para el supuesto se tomará en cuenta un -0,02% para la proyección de esta cuenta.

- **Otros Ingresos Netos:** Para la obtención del valor que se utilizará en el supuesto de esta cuenta, se procede a observar el comportamiento de los valores del análisis vertical. Este se muestra a continuación:

Cuadro 74 Análisis vertical de Otros Ingresos Netos.

Concepto	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	sep 2019	sep 2020
Análisis Vertical Otros Ingresos Netos	0,00%	0,33%	0,04%	0,06%	0,01%	0,03%	0,00%	0,01%

Fuente: Elaboración propia.

Debido a que no se puede identificar una tendencia, ya que los valores aumentan y luego disminuyen, es que se procede a calcular un promedio. Para este, se consideran solo los valores de los años 2017, 2018 y 2019, ya que para el año 2015 el valor es de un 0%, lo que es muy bajo.

Además, en el año 2016 el porcentaje se aleja bastante del rango de la ubicación de los demás valores con un 0,33%. El resultado del cálculo del promedio da un valor de 0,03%, por lo que este

será el valor considerado para el supuesto de la proyección. La proyección de los resultados considerando los supuestos antes mencionados, da como resultado lo siguiente:

Cuadro 75 Proyección Cuentas No Operacionales Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
Cuentas no Operacionales	2020 - Últimos 3 meses	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Financieros	\$ 4.449	\$ 24.513	\$ 27.431	\$ 30.555	\$ 33.762	\$ 37.103
Gastos Financieros	-\$ 57.241	-\$ 286.578	-\$ 293.826	-\$ 301.997	-\$ 309.754	-\$ 317.628
Dividendos	\$ 11.295	\$ 56.549	\$ 57.979	\$ 59.592	\$ 61.122	\$ 62.676
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	-\$ 3.095	-\$ 998	\$ 511	-\$ 262	\$ 134	-\$ 69
Pérdida por la posición monetaria neta	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Participación en asociadas y negocios conjuntos	-\$ 407	-\$ 2.038	-\$ 2.089	-\$ 2.147	-\$ 2.203	-\$ 2.259
Otros Ingresos Netos	\$ 612	\$ 3.063	\$ 3.141	\$ 3.228	\$ 3.311	\$ 3.395

Fuente: Elaboración propia.

7.2.4. Cálculo de la Ganancia antes de Impuestos

Según lo planteado anteriormente, se esperan Ganancias antes de Impuestos que van desde los \$449.055 a los \$503.793 millones de manera ascendente a través del tiempo (anualmente). A continuación, se adjunta el Cuadro con los resultados respectivos:

Cuadro 76 Cálculo de Ganancia antes de Impuestos Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
	2020 - Últimos 3 meses	2021	2022	2023	2024	2025
Ganancia antes de impuesto	\$ 122.454	\$ 449.055	\$ 463.103	\$ 476.302	\$ 490.201	\$ 503.793

Fuente: Elaboración propia.

7.2.5. Cálculo del Pago de Impuestos

Debido a que el Impuesto a las Ganancias a las empresas para el año 2020 es del 32%, se procede a utilizar esta tasa impositiva para el cálculo de Impuestos hasta el año 2025. Los resultados para cada año son los siguientes:

Cuadro 77 Cálculo del Pago de Impuestos de Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
	2020 - Últimos 3 meses	2021	2022	2023	2024	2025
Impuestos	-\$ 39.185	-\$ 143.698	-\$ 148.193	-\$ 152.417	-\$ 156.864	-\$ 161.214

Fuente: Elaboración propia.

7.2.6. Cálculo de la Ganancia o Pérdida

Finalmente aplicando el Pago de Impuestos, se obtienen las siguientes Ganancias:

Cuadro 78 Cálculo de la Ganancia de Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
	2020 - Últimos 3 meses	2021	2022	2023	2024	2025
Ganancia	\$ 83.269	\$ 305.358	\$ 314.910	\$ 323.885	\$ 333.337	\$ 342.579

Fuente: Elaboración propia.

7.2.7. Estado de Resultados proyectados

Una vez hecho los cálculos de las proyecciones para cada uno de los ítems antes mencionados, se procede a realizar el Estado de Resultados del año 2020 a 2025.

Cuadro 79 Estado de Resultados Proyectado Grupo Nutresa S.A. (Años 2020 – 2025).

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)

CLASIFICACIÓN	2020 - Últimos 3 meses	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos por Ventas	\$ 1.787.311	\$ 8.948.217	\$ 9.174.519	\$ 9.429.665	\$ 9.671.854	\$ 9.917.713
Costo de Venta	-\$ 964.237	-\$ 4.946.613	-\$ 5.072.465	-\$ 5.214.359	-\$ 5.349.047	-\$ 5.485.776
Margen de Explotación	\$ 823.074	\$ 4.001.604	\$ 4.102.053	\$ 4.215.306	\$ 4.322.807	\$ 4.431.937
Depreciaciones y Amortizaciones	-\$ 54.124	-\$ 270.974	-\$ 277.827	-\$ 285.554	-\$ 292.888	-\$ 300.333
Gastos Administración y Ventas	-\$ 564.649	-\$ 2.922.505	-\$ 2.997.018	-\$ 3.081.030	-\$ 3.160.775	-\$ 3.241.728
Gastos de Administración	-\$ 78.966	-\$ 408.231	-\$ 418.637	-\$ 430.369	-\$ 441.505	-\$ 452.810
Gastos de Venta	-\$ 485.683	-\$ 2.514.273	-\$ 2.578.381	-\$ 2.650.661	-\$ 2.719.270	-\$ 2.788.919
Gastos de producción	-\$ 28.450	-\$ 144.571	-\$ 148.241	-\$ 152.378	-\$ 156.305	-\$ 160.292
Otros Gastos de Operación	-\$ 9.011	-\$ 9.011	-\$ 9.011	-\$ 9.011	-\$ 9.011	-\$ 9.011
Diferencia en cambio de Activos y Pasivos Operativos	-\$ 6.873	-\$ 6.873	-\$ 6.873	-\$ 6.873	-\$ 6.873	-\$ 6.873
Otros Ingresos (Egresos) Netos Operacionales	-\$ 2.138	2.138	2.138	2.138	2.138	2.138
Resultado Operacional Neto	\$ 166.841	\$ 654.544	\$ 669.957	\$ 687.334	\$ 703.828	\$ 720.573
Ingresos Financieros	\$ 4.449	\$ 24.513	\$ 27.431	\$ 30.555	\$ 33.762	\$ 37.103
Gastos Financieros	-\$ 57.241	-\$ 286.578	-\$ 293.826	-\$ 301.997	-\$ 309.754	-\$ 317.628
Dividendos	\$ 11.295	\$ 56.549	\$ 57.979	\$ 59.592	\$ 61.122	\$ 62.676
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	-\$ 3.095	-\$ 998	\$ 511	-\$ 262	\$ 134	-\$ 69
Pérdida por la posición monetaria neta	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Participación en asociadas y negocios conjuntos	-\$ 407	-\$ 2.038	-\$ 2.089	-\$ 2.147	-\$ 2.203	-\$ 2.259
Otros ingresos netos	\$ 612	\$ 3.063	\$ 3.141	\$ 3.228	\$ 3.311	\$ 3.395
Utilidad Antes de Impuestos	\$ 122.454	\$ 449.055	\$ 463.103	\$ 476.302	\$ 490.201	\$ 503.793
Impuestos	-\$ 39.185	-\$ 143.698	-\$ 148.193	-\$ 152.417	-\$ 156.864	-\$ 161.214
Utilidad Neta	\$ 83.269	\$ 305.358	\$ 314.910	\$ 323.885	\$ 333.337	\$ 342.579

Fuente: Elaboración propia.

8. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS, Y ANÁLISIS.

Considerando la proyección del Estado de Resultados recientemente expuesta, se procede a presentar las estimaciones necesarias para proyectar el Flujo de Caja Libre.

8.1. Inversión de Reposición

Para estimar la Inversión en Reposición, se compara el Activo Fijo que posee Grupo Nutresa al finalizar cada periodo, respecto a la Depreciación y Amortización del mismo periodo.

Cuadro 80 Inversión de Reposición Grupo Nutresa S.A. (Años 2015 – 2019).

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
Inversión en Reposición	2015	2016	2017	2018	2019	Prom. 2015 - 2019
Propiedades, Planta, y Equipo, neto	\$3.389.421	\$3.217.593	\$3.078.452	\$2.967.946	\$2.902.090	\$3.111.101
Activo Fijo neto	\$3.389.421	\$3.217.593	\$3.078.452	\$2.967.946	\$2.902.090	\$3.111.101
Compras en Propiedades, Planta, y Equipo, neto	\$399.387	\$382.457	\$221.228	\$206.380	\$217.222	\$285.335
Depreciaciones y Amortizaciones	\$200.203	\$216.431	\$242.964	\$243.029	\$335.846	\$247.695
Depreciación neta	\$200.203	\$216.431	\$242.964	\$243.029	\$335.846	\$247.695
Inversión en Reposición (%)	199,49%	176,71%	91,05%	84,92%	64,68%	123,37%

Fuente: Elaboración propia.

Considerando lo expuesto en el anterior Cuadro, en promedio, históricamente las Compras en Activo Fijo han sido superiores a la Depreciación de cada año. Aunque dicha Depreciación en los último tres años tenga una tendencia al alza, inclusive alcanzando a ser mayor a las Compras en PPE, se debe también mencionar, que Nutresa tiene dentro de sus planes de negocio, potenciar proyectos productivos inclusivos, principalmente a través de las plantaciones de cacao propias, las cuales son experimentales y tienen como finalidad fomentar el desarrollo del cultivo de cacao a través de sistemas agroforestales (Cacao – Maderables) con los agricultores, inicialmente de Colombia, pero con proyecciones de este tipo de proyectos en otros países, principalmente de Latinoamérica, para lo cual se hará necesario la adquisición de nuevos Activos Fijos.

Teniendo en cuenta lo recién mencionado, para la Inversión en Reposición, se supondrá que será de un 100% de la Depreciación del Ejercicio. A continuación, se proyecta dicho concepto:

Cuadro 81 Proyección Inversión de Reposición Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
Costos Operacionales	2020 - Últimos 3 meses	2021	2022	2023	2024	2025
Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 54.124	\$ 270.974	\$ 277.827	\$ 285.554	\$ 292.888	\$ 300.333
Inversión de Reposición	-\$ 54.124	-\$ 270.974	-\$ 277.827	-\$ 285.554	-\$ 292.888	-\$ 300.333
% Inversión de Reposición	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia.

*Recordar: el monto de Depreciaciones y Amortizaciones corresponde al monto proyectado en el Estado de Resultados, el cual proviene de la depreciación de terrenos, edificios, maquinaria y equipo de producción, equipo de transporte, equipo de cómputo, equipo de oficina, mejoras en propiedad ajena, Activos en curso, y plantaciones en desarrollo; y las amortizaciones de Activos Intangibles tales como marcas, software y licencias, concesiones y franquicias, y otros.

8.2. Nuevas Inversiones en Activos Fijos

Para precisar las Nuevas Inversiones en Activos Fijos, se consideró el fortalecimiento de la cultura de disciplina en CAPEX con un indicador de CAPEX/Ingresos Operacionales de 2,8%, sin dejar de lado, que más del 30% de dichas inversiones tienen como principal foco, el potenciar las capacidades diferenciadas de llegada al mercado que generan claras ventajas competitivas para Grupo Nutresa S.A., dicho indicador es el establecido por el área de Investor Relations de la compañía.⁷⁷

Cuadro 82 Proyección Inversión en Activos Fijos Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
Concepto	2020 - Últimos 3 meses	2021	2022	2023	2024	2025
Alimentos	\$ 4.506.598	\$ 4.778.083	\$ 4.903.811	\$ 5.028.496	\$ 5.165.050	\$ 5.297.272
Bebidas	\$ 1.988.118	\$ 2.093.183	\$ 2.139.144	\$ 2.214.175	\$ 2.260.647	\$ 2.316.753
Golosinas y snacks	\$ 1.534.863	\$ 1.528.490	\$ 1.569.390	\$ 1.608.775	\$ 1.653.330	\$ 1.695.821
Otros	\$ 687.221	\$ 548.461	\$ 562.174	\$ 578.220	\$ 592.826	\$ 607.867
Total Ingresos Operacionales	\$ 8.716.800	\$ 8.948.217	\$ 9.174.519	\$ 9.429.665	\$ 9.671.854	\$ 9.917.713
CAPEX	-\$ 244.070	-\$ 250.550	-\$ 256.887	-\$ 264.031	-\$ 270.812	-\$ 277.696

Fuente: Elaboración propia.

⁷⁷ (Investor Relations, Nutresa, 2019)

En este caso, se puede ver que la Nueva Inversión en Activos Fijos anual, corresponde al 2,8% de los Ingresos Operacionales proyectados para cada año (2020-2025).

8.3. Inversión en Capital de Trabajo

Para la proyección de la Inversión en CTON, se calcula el Capital de Trabajo Neto Operativo al término de cada periodo entre los años 2015-2019, determinando así su relación histórica respecto a los Ingresos Operacionales, obteniéndose así la importancia relativa del CTON como porcentaje de las Ventas de Grupo Nutresa S.A., y como días de Venta, que en promedio de todos los años antes mencionados, son 11,95% y 43 días.

A continuación, se presentan los resultados obtenidos en el [Cuadro 82](#):

Cuadro 83 Inversión en CTON Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos – COP Reales)						
Capital de Trabajo Neto Operativo	2015	2016	2017	2018	2019	
+ Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	\$ 878.280	\$ 843.739	\$ 868.113	\$ 897.126	\$ 995.441	
+ Inventarios	\$ 1.032.969	\$ 975.842	\$ 891.003	\$ 975.623	\$ 1.065.329	
- Proveedores y Cuentas por Pagar	\$ 825.435	\$ 843.400	\$ 900.454	\$ 962.510	\$ 1.054.237	
= CTON (\$)	\$ 1.085.814	\$ 976.181	\$ 858.662	\$ 910.239	\$ 1.006.533	
Ingresos Operacionales	\$ 7.945.417	\$ 8.233.071	\$ 7.883.273	\$ 7.925.449	\$ 8.500.292	
CTON (% de ventas)	13,67%	11,86%	10,89%	11,49%	11,84%	
CTON (Días de ventas)	49,20	42,68	39,21	41,35	42,63	

Fuente: Elaboración propia.

Considerando lo recién expuesto, la proyección en Inversión en CTON equivale en promedio al 11,95% del total de los Ingresos Operacionales anuales.

Cuadro 84 Proyección en Inversión en CTON Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)						
Estado de Resultados Integrales	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Alimentos	\$ 4.506.598	\$ 4.778.083	\$ 4.903.811	\$ 5.028.496	\$ 5.165.050	\$ 5.297.272
Bebidas	\$ 1.988.118	\$ 2.093.183	\$ 2.139.144	\$ 2.214.175	\$ 2.260.647	\$ 2.316.753
Golosinas y snacks	\$ 1.534.863	\$ 1.528.490	\$ 1.569.390	\$ 1.608.775	\$ 1.653.330	\$ 1.695.821
Otros	\$ 687.221	\$ 548.461	\$ 562.174	\$ 578.220	\$ 592.826	\$ 607.867
Total Ingresos Operacionales	\$ 8.716.800	\$ 8.948.217	\$ 9.174.519	\$ 9.429.665	\$ 9.671.854	\$ 9.917.713
Proyección CTON	\$ 1.041.503	\$ 1.069.153	\$ 1.096.192	\$ 1.126.678	\$ 1.155.615	\$ 1.184.991
Inversión en CTON	-\$ 27.650	-\$ 27.039	-\$ 30.485	-\$ 28.937	-\$ 29.376	\$ -

Fuente: Elaboración propia.

En este caso, se puede ver que la Inversión adicional en CTON en cada año, corresponde a la diferencia de la proyección del siguiente periodo de tiempo con el actual.

8.4. Proyección del Flujo de Caja Libre

A continuación, se expone en términos reales el Flujo de Caja Libre proyectado para los años 2020-2025, además del primer año de la proyección implícita (año 2026):

Cuadro 85 Proyección Flujo de Caja Libre Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)

Flujo de Caja	2020 - Últimos 3 meses	2021	2022	2023	2024	2025	2026 Perpetuidad
Utilidad Neta	\$83.269	\$305.358	\$314.910	\$323.885	\$333.337	\$342.579	\$342.579
Depreciaciones y amortizaciones	\$54.124	\$270.974	\$277.827	\$285.554	\$292.888	\$300.333	\$300.333
Ingresos por dividendos y financieros (después de Impuestos)	-\$10.706	-\$55.122	-\$58.079	-\$61.300	-\$64.521	-\$67.850	-\$67.850
Gastos financieros (después de Impuestos)	\$38.924	\$194.873	\$199.802	\$205.358	\$210.632	\$215.987	\$215.987
Otros ingresos y egresos, neto (después de Impuestos)	\$1.454	\$1.454	\$1.454	\$1.454	\$1.454	\$1.454	\$1.454
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	\$6.873	\$6.873	\$6.873	\$6.873	\$6.873	\$6.873	\$6.873
Pérdida por la posición monetaria neta	-	-	-	-	-	-	-
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos (después de Impuestos)	\$277	\$1.386	\$1.421	\$1.460	\$1.498	\$1.536	\$1.536
Flujo de Caja Bruto	\$174.214	\$725.795	\$744.207	\$763.284	\$782.160	\$800.911	\$800.911
Inversión en Reposición	-\$54.124	-\$270.974	-\$277.827	-\$285.554	-\$292.888	-\$300.333	-\$300.333
Nueva Inversión en Activo Fijo	-\$61.018	-\$250.550	-\$256.887	-\$264.031	-\$270.812	-	-
Inversión en Capital de Trabajo	-\$27.650	-\$27.039	-\$30.485	-\$28.937	-\$29.376	-	-
Flujo de Caja Libre	\$31.422	\$177.232	\$179.008	\$184.763	\$189.085	\$500.578	\$500.578
Valor terminal						\$6.856.820	
FCL + Valor terminal	\$31.422	\$177.232	\$179.008	\$184.763	\$189.085	\$7.357.398	
Flujos de Caja Descontados	\$29.284	\$153.935	\$144.900	\$139.382	\$132.938	\$4.820.757	

Fuente: Elaboración propia.

Para determinar el Flujo de Caja Libre, se llevó a cabo en primera instancia el Flujo de Caja Bruto, considerando el ajuste por la Depreciación y Amortización del acumulado al 30 de septiembre del año 2020, con los supuestos respectivos para la proyección de estos conceptos contables que se describieron en detalle anteriormente, al igual que las cuentas de Diferencia en Cambio de Activos y Pasivos no Operativos, y Pérdida por la Posición Monetaria Neta. Adicionalmente, se incorporaron ajustes después de Impuestos, tales como Ingresos por Dividendos y Financieros, Gastos Financieros, Otros Ingresos y Egresos Neto, y Participación en el Resultado de las Asociadas y Negocios Conjuntos. Por otro lado, se consideraron también los ajustes de Inversión en Reposición, Nueva Inversión en Activo Fijo e Inversión en CTON. Basándose en el método de Flujos de Caja Descontados, teniendo en cuenta el WACC ($K_0 = 7,30\%$), trayendo los Flujos

de Caja y el valor terminal sin crecimiento al 30 de septiembre de 2020, se obtuvo como resultado el valor de los Activos Operacionales por \$5.421.197.

8.5. Valoración Económica de la empresa y de su precio de acción

Teniendo entonces el valor de los Activos Operacionales, con el objetivo de determinar el valor económico del Patrimonio, se incorporan los Activos Prescindibles, el exceso en CTON, y la Deuda Financiera de la compañía al 30 de septiembre de 2020. El exceso en CTON, se halló a través de la diferencia en CTON de lo registrado a septiembre menos lo proyectado para todo el año 2020, es decir, $\$1.256.891 - \$1.041.503 = \$215.388$. En otras palabras, el CTON a septiembre 2020, es mayor al proyectado a diciembre 31 del mismo año, por lo que a la fecha de valoración hay un superávit en este concepto. Ya con esto, se obtiene lo siguiente:

Cuadro 86 Valoración Acción Grupo Nutresa S.A.

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - COP Reales)	
Conceptos al 30 de septiembre de 2020	
Valor Activos Operacionales	\$5.421.197
Activos Prescindibles (No Operacionales)	\$5.311.431
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	\$751.593
Otros Activos Corrientes	\$335.646
Inversiones en Asociadas y Negocios Conjuntos	\$169.852
Otros Activos Financieros no Corrientes	\$1.866.734
Propiedades de Inversión	\$9.006
Plusvalía	\$2.105.517
Otros Activos no Corrientes	\$73.083
Exceso (déficit) en CTON	\$215.388
Valor total de Grupo Nutresa S.A.	\$10.948.015
Deuda Financiera	-\$2.968.667
Valor Patrimonio Económico	\$7.979.348
N acciones en circulación	460,12
Precio estimado de la acción	\$17.342
Precio de mercado de la acción (BVC)	\$19.200

Fuente: Elaboración propia.

Para finalizar, el precio de la acción corresponde al valor del Patrimonio Económico dividido por el total de acciones suscritas y pagadas de la compañía, obteniéndose así un precio por acción de \$17.342 al 30 de septiembre de 2020, lo cual hace creer que la acción de Grupo Nutresa S.A. se encuentra un 9,68% por debajo del precio de mercado establecido a esa fecha.

9. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Actualmente, el mundo entero se encuentra en una situación de muchas expectativas e incertidumbre a raíz del COVID-19, referente a las repercusiones que esta crisis tiene en todos los ámbitos de la vida, tal como en la economía y en los negocios en general. Considerando este contexto, es interesante realizar un análisis de sensibilidad para tener a la vista varios escenarios posibles que pueden darse para Grupo Nutresa S.A. En este caso, se hace un análisis de sensibilidad bidimensional, en el cual se hará énfasis a la variación relativa del crecimiento en Ventas de un periodo de tiempo a otro, pues tal como se comentó en el ítem 7 del presente documento, esta es de las variables más susceptible a cambiar, ya sea por la variación en los precios de los productos, en los hábitos de consumo del mercado objetivo (público en general), planes de innovación por parte de la compañía, entre otros factores tanto internos como externos para Grupo Nutresa S.A. Adicional, también se enfatiza en los cambios que puedan presentarse en la tasa de descuento.

En la valoración principal realizada en este trabajo, se tuvo un enfoque moderado, en el cual el crecimiento en Ingresos Operacionales de Nutresa es de en promedio un 3%, con una tasa de

descuento de 7,30% obteniendo un precio de la acción de \$17.342. A continuación, se observará el precio estimado de la acción a septiembre 2020 con enfoques pesimistas, moderados y optimistas, en lo que se refiere al crecimiento en Ventas y tasas de descuento (WACC) de la compañía:

Cuadro 87 Análisis de Sensibilidad Grupo Nutresa S.A.

		VENTAS				
		\$17.342	1%	5%	7%	10%
WACC	6,5%	\$18.786	\$21.189	\$22.567	\$24.878	\$26.598
	8%	\$15.929	\$17.677	\$18.679	\$20.359	\$21.608
	8,5%	\$15.207	\$16.791	\$17.699	\$19.221	\$20.352
	9%	\$14.568	\$16.008	\$16.833	\$18.216	\$19.244
	9,5%	\$13.999	\$15.311	\$16.063	\$17.323	\$18.260

Fuente: Elaboración propia.

Del anterior Cuadro, se puede deducir principalmente que a medida que va incrementando la tasa de descuento (WACC), el precio de la acción disminuye, mientras que, por el contrario, al aumentar el crecimiento en los Ingresos Operacionales (Ventas), la acción de Nutresa tiene un precio más elevado. En términos generales, se puede decir que la compañía en los escenarios contemplados obtiene su precio más bajo a un WACC de 9,5% y un crecimiento en Ventas del 1%, mientras que, por el contrario, al tener un WACC de 6,5% y un aumento de las Ventas en un 12%, se obtiene el precio más alto de la acción a septiembre 2020 de \$13.999 y \$26.598, respectivamente.

10. CONCLUSIONES

El presente informe tuvo como objetivo principal el conocer de manera más profunda de Grupo Nutresa S.A, para poder valorarla adecuadamente. Inicialmente, se comenzó abarcando temas como el análisis de la industria en la cual opera la compañía, para determinar las principales características del entorno que pueden jugar a favor o en contra de los resultados de Nutresa, tales como la importancia que está tomando el tema de la salud, lo que hace que los consumidores estén cambiando ciertas tendencias en lo que compran por sus nuevas preferencias en hábitos alimenticios, influyendo así en que los alimentos y sus derivados, que se comercializan (consumo básico) estén siendo más regulados (uso de sellos informativos).

Además, analizando más en detalle los Estados Financieros de la compañía de los años 2015 – 2019, se concluyeron aspectos como que las Propiedades, Plantas, y Equipos (PPE) e Inventarios, se constituyen como unos de los principales Activos del Grupo, lo que es consistente con el tipo de empresa y sector en el que se ubica Nutresa. En cuanto al Patrimonio y Pasivo, se ve con claridad, que, en términos generales, el Patrimonio siempre es superior al Pasivo, lo que da a entender que Nutresa posee una estructura de Capital con apalancamiento que tiende a ser conservador.

En lo referente a la estructura de capital, al hallar las razones de Endeudamiento y Patrimonio de Grupo Nutresa S.A. desde el año 2015 hasta el 2019, se determinó que la estructura de capital objetivo está compuesta por un 78,89% de Patrimonio; y un 21,11% de Deuda.

Para el tema de la estimación del Costo de Capital, se consideró el Costo de la Deuda y el Costo Patrimonial, obteniendo como resultado un WACC (K_0) de 7,30%.

Finalmente, se hicieron las debidas proyecciones del Estado de Resultados de la compañía, con el objetivo de determinar a partir de los supuestos utilizados en dichas proyecciones, los **Flujos de Caja Descontados** para valorar el precio de la acción de Nutresa, obteniendo un total de COP \$17.342 al 30 de septiembre de 2020, mientras que, en el mercado la acción tenía un valor de COP \$19.200, lo que quiere decir, que el precio de la acción está levemente por encima de lo que debería ser, según la presente valoración.

Bibliografía

- Alicorp. (2019). *EEFF*. Obtenido de https://www.alicorp.com.pe/media/investor_kit/alicorp_earnings_report_4q2019_espanol_vf.pdf
- Alicorp. (2020). *Alicorp, Quiénes Somos*. Obtenido de <https://www.alicorp.com.pe/es/nosotros/>
- Alicorp. (2020). *Informes Financieros*. Obtenido de <https://www.alicorp.com.pe/es/inversionistas/informacion-financiera/>
- Alpina. (2020). *Informes Trimestrales*. Obtenido de https://www.alpina.com/Portals/_default/informacion-financiera/informes-trimestrales/resultados-financieros-septiembre-2020-3Q.pdf
- Alpina S.A. (2020). *Esencia de Alpina: Alpina alimenta tu vida*. Obtenido de <https://www.alpina.com/corporativo/somos-alpina/quienes-somos/proposito-superior>
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, A. (2020). *Acerca de Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia*. Obtenido de <https://www.amvcolombia.org.co/acerca-de-amv/>
- Banco de la República de Colombia, Consumo Hogares . (2020). *BanRep*. Obtenido de <https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/bie.pdf>
- Banrep. (2020). *Banco de la República de Colombia*. Obtenido de <https://www.banrep.gov.co/>
- Bloomberg . (2020). *Bloomberg* . Obtenido de <https://www.bloomberg.com/latam/blog/bloomberg-comienza-a-publicar-calculos-de-ajuste-de-ibo/>
- Bolsa de Valores de Colombia, B. (2020). *Perfil Bolsa de Valores de Colombia*. Obtenido de <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC/Perfil?action=dummy>
- BVC. (2020). *Resultados de las emisiones*. Obtenido de https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Resultados_Emisiones
- BVC, Índice COLCAP . (2020). Obtenido de https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/indicesbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.renderParams.sub45d083c1_14321f5c9c5_-78350a0a600b=action%3Ddetallar%26org.springframework.web.portlet.mvc.ImplicitModel%3Dtrue%26
- Cámara de comercio de Bogotá, C. (2020). *Conozca la clasificación de alimentos según la normatividad vigente*. Obtenido de <https://www.ccb.org.co/Sala-de-prensa/Noticias->

sector-agricola-y-agroindustrial/Noticias-2017/Conozca-la-clasificacion-de-alimentos-segun-la-normatividad-vigente

- Cámara de Industria de alimentos, A. (2019). *Una industria que innova y construye país*.
Obtenido de <http://www.andi.com.co/Uploads/ANDIAAlimentos.pdf>
- Castrillón. (2018). Obtenido de Estudio sobre Bioeconomía: como fuente de nuevas industrias basadas en el capital natural de Colombia Fase II”:
https://www.dnp.gov.co/Crecimiento-Verde/Documents/ejestematicos/Bioeconomia/Informe%202/ANEXO%202_An%C3%A1lisis%20sector%20alimentos%20y%20bebidas.pdf
- Colombina. (2020). *Información Financiera Consolidada*. Obtenido de
https://colombina.com/uploads/investors/resultados_financieros_trimestrales_diciembre_2019.pdf
- Colombina S.A. (2020). *Quiénes Somos*. Obtenido de
<https://www.colombina.com/corporativo/acerca.php>
- Comité de emisores BVC. (2015). *Adopción de normas internacionales de contabilidad en Colombia*. Obtenido de https://www.enel.com.co/content/dam/enel-co/espaa%20B1ol/accionistas_e_inversionistas/generaci%C3%B3n1/proyectos_especiales/normas_niff/Adopci%C3%B3n%20de%20normas%20internacionales%20de%20contabilidad%20en%20Colombia.pdf
- Conagra Brands, S. (2020). *Nuestras marcas*. Obtenido de
<http://www.conagrabrands.com.mx/brands>
- Damodaran. (2020). *Damodaran online*. Obtenido de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (2002). "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset" . Second Edition .
- DANE. (4 de febrero de 2020). *Boletín Técnico Exportaciones diciembre 2019*. Obtenido de
https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/exportaciones/bol_exp_dic19.pdf
- DANE, Cuentas Nacionales . (2020). Obtenido de
<https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-trimestrales>
- DANE, IPC . (2020). *DANE* . Obtenido de <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc/ipc-informacion-tecnica>
- Detalle de la Acción, Nutresa . (2020). *Grupo Nutresa S.A.* . Obtenido de
<https://gruponutresa.com/inversionistas/perfil-de-la-compania/detalle-de-la-accion/>
- Euromonitor Internacional . (2020). *Euromonitor Internacional* . Obtenido de
<https://www.euromonitor.com/>

- FAO. (2017). *El futuro de la alimentación y la agricultura: Tendencias y desafíos*. Obtenido de <http://www.fao.org/3/i6881s/i6881s.pdf>
- FAO, Consumo Toneladas. (2020). *FAO*. Obtenido de https://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=HIGH_AGLINK_2020&lang=en
- FAO, Demografía . (2020). *FAO* . Obtenido de <http://www.fao.org/3/Y3557S/y3557s06.htm#TopOfPage>
- FAO, Precios. (2018). *FAO*. Obtenido de http://www.agri-outlook.org/Outlook_flyer_ES.pdf
- Fernandez, P. (2005). "*Valoración de Empresas*". Tercera Edición, Gestión 2000.
- Fitch Ratings, F. (2020). *Grupo Nutresa S.A Rating Report*. Obtenido de <https://www.fitchratings.com/research/es/corporate-finance/grupo-nutresa-sa-06-07-2020>
- G. Nutresa S.A. (2020). *Estados financieros historicos*. Obtenido de <https://gruponutresa.com/inversionistas/resultados-y-publicaciones/resultados-trimestrales/>
- Grupo Bancolombia, Sector Alimentos . (2020). *Bancolombia* . Obtenido de <https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/actualidad-economica-sectorial/sector-alimentos-procesados-colombia-retos-actualidad>
- Grupo Nutresa. (2017). *Informe Anual 2017*. Obtenido de <https://s3.amazonaws.com/grupo-nutresa/wp-content/uploads/2015/10/13150624/Estados-financieros-consolidados-2017-2T-web.pdf>
- Grupo Nutresa S.A. (2016). *Informe primer trimestre 2016*. Obtenido de <https://s3.amazonaws.com/grupo-nutresa/wp-content/uploads/2015/10/13151237/grupo-nutresa-s-a-estados-financieros-intermedios-condensados.pdf>
- Grupo Nutresa S.A. (2018). *Informe anual 2018*. Obtenido de <http://informe2018.gruponutresa.com/pdf/consolidados.pdf>
- Grupo Nutresa S.A. (2017). *Informe tercer Trimestre 2017*. Obtenido de <https://s3.amazonaws.com/grupo-nutresa/wp-content/uploads/2015/10/13150437/Grupo-Nutresa-Estados-financieros-consolidados-2017-3T-WEB-1.pdf>
- Inversores, N. (21 de agosto de 2020). *Grupo Nutresa, un futuro para todos* . Obtenido de <https://gruponutresa.com/#>
- Investing. (2020). *Bonos de Colombia*. Obtenido de <https://es.investing.com/rates-bonds/colombia-government-bonds>
- Investor Relations, Nutresa . (2019). *Grupo Nutresa S.A.* . Obtenido de <https://s3.amazonaws.com/grupo-nutresa/wp-content/uploads/2020/04/16234646/informeintegrado2019gruponutresa.pdf>

- KPMG. (2020). *Tasas Impositivas por País*. Obtenido de <https://home.kpmg/co/es/home/services/enterprise/tasas-de-impuestos-en-linea/tabla-de-tasas-de-impuestos-corporativos.html>
- Maquieira, C. (2015). *Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica*. Santiago: Editorial Andrés Bello.
- MarketWatch, H. p. (2020). Obtenido de <https://www.marketwatch.com/>
- Ministerio de Salud de Colombia, M. (2020). *Colombia tendrá etiquetado universal en los alimentos envasados*. Obtenido de <https://www.minsalud.gov.co/Paginas/Colombia-tendra-etiquetado-nutricional-en-los-alimentos-ensados.aspx#:~:text=para%20alimentos%20ensados-.El%20principal%20objetivo%20es%20que%20la%20informaci%C3%B3n%20nutricional%20que%20est%C3%A1,y%20comprensible%20>
- MSC. (2020). *Minsalud*. Obtenido de <https://www.minsalud.gov.co/salud/publica/HS/Paginas/salud-nutricional.aspx>
- Nestlé S.A. (2020). *Nestlé en Colombia*. Obtenido de <https://www.nestle.com.co/conocenos/historia>
- Nutresa. (2011). *Nutresa*. Obtenido de <https://s3.amazonaws.com/grupo-nutresa/wp-content/uploads/2015/12/13151249/prospecto-de-informacion-emision-y-colocacion-de-acciones-ordinarias-de-grupo-nutresa-s-a.pdf>
- Nutresa. (2020). *Accionistas*. Obtenido de https://s3.amazonaws.com/grupo-nutresa/wp-content/uploads/2020/08/03155114/Primeros_25_accionistas_Junio_2020.pdf
- Nutresa. (2020). *Nutresa, Principales Accionistas*. Obtenido de <https://s3.amazonaws.com/grupo-nutresa/wp-content/uploads/2021/01/29115231/25-PRINCIPALES-ACCIONISTAS-DIC-2020.pdf>
- Nutresa, G. (2020). *Grupo Nutresa, Quienes somos*. Obtenido de <https://gruponutresa.com/quienes-somos/>
- Plan Único de Cuentas, PUC . (2020). Obtenido de <https://puc.com.co/>
- Portafolio, Diario Financiero . (2019). *Portafolio*. Obtenido de <https://www.portafolio.co/negocios/empresas/grupo-nutresa-ve-un-buen-futuro-en-el-mercado-venezolano-526565>
- PUC. (2020). *PUC definiciones*. Obtenido de <https://puc.com.co/>
- Quala S.A. (2020). *Bienvenidos a Quala; marcas*. Obtenido de <http://www.quala.com.co/>
- R&M, proyecciones . (2020). *Research and Markets*. Obtenido de <https://www.researchandmarkets.com/>

S.A., G. N. (21 de Agosto de 2020). *Grupo Nutresa, un futuro entre todos* . Obtenido de <https://gruponutresa.com/#>

Superintendencia de Industria y Comercio, S. (2020). *Misión y Visión de la Superintendencia de Industria y Comercio*. Obtenido de <https://www.sic.gov.co/mision-y-vision>

Superintendencia Financiera de Colombia, S. (2020). Obtenido de Acerca de la Superintendencia Financiera de Colombia:
<https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/nuestra-entidad/acerca-de-la-sfc-60607>

SVS, E. f. (2020). *Acciones de sociedades anónimas abiertas*. Obtenido de <https://www.svs.cl/educa/600/w3-printer-505.html>

Anexos

Anexo 1. Principales filiales de Grupo Nutresa S.A.

1-Colombia

Nombre Empresa	Actividad principal	Moneda	Participación 2019
Industria Colombiana de Café S. A. S.	Producción de café y productos relacionados.	COP	100,00%
Compañía Nacional de Chocolates S. A. S.	Producción de chocolates, sus derivados y otros productos relacionados.	COP	100,00%
Compañía de Galletas Noel S. A. S.	Producción de galletas, cereales, entre otros.	COP	100,00%
Industria de Alimentos Zenú S. A. S.	Producción y comercialización de carnes y sus derivados.	COP	100,00%
Productos Alimenticios Doria S. A. S.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	COP	100,00%
Molinos Santa Marta S. A. S.	Molituración de granos.	COP	100,00%
Alimentos Cárnicos S. A. S.	Producción de carnes y sus derivados.	COP	100,00%
Tropical Coffee Company S. A. S.	Montaje y explotación de industrias de café.	COP	100,00%
Inverlogy S. A. S.	Producción o fabricación de material de empaque.	COP	100,00%
Pastas Comarrico S. A. S.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	COP	100,00%
Novaventa S. A. S.	Comercialización de alimentos y otros artículos mediante canal de venta directa.	COP	100,00%
La Recetta Soluciones Gastronómicas Integradas S. A. S.	Distribución de alimentos mediante canal institucional.	COP	70,00%
Meals Mercadeo de Alimentos de Colombia S. A. S.	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros.	COP	100,00%
Servicios Nutresa S. A. S.	Prestación de servicios empresariales especializados.	COP	100,00%
Setas Colombianas S. A.	Producción, procesamiento y comercialización de champiñones.	COP	99,50%
Gestión Cargo Zona Franca S. A. S.	Prestación de servicios logísticos.	COP	100,00%
Comercial Nutresa S. A. S.	Comercialización de productos alimenticios.	COP	100,00%
Industrias Aliadas S. A. S.	Prestación de servicios relacionados con el café.	COP	100,00%
Opperar Colombia S. A. S.	Prestación de servicios de transporte y logística.	COP	100,00%
Fideicomiso Grupo Nutresa	Gestión de recursos financieros.	COP	100,00%
Fondo de Capital Privado "Cacao para el Futuro" – Compartimento A	Inversión en producción de cacao.	COP	83,41%
IRCC S. A. S. - Industria de Restaurantes Casuales S. A. S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	100,00%
LYC S. A. S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	100,00%
PJ COL S. A. S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	100,00%
New Brands S. A.	Producción de lácteos y helados.	COP	100,00%
Schadel Ltda. Schalin Del Vecchio Ltda.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	99,88%
Tabelco S. A. S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	100,00%
Productos Naturela S. A. S.	Producción y comercialización de alimentos saludables y funcionales.	COP	60,00%
Atlantic Food Service S. A. S.	Comercialización de productos alimenticios	COP	51,00%
Procesos VA S. A. S.	Procesamiento de productos cárnicos	COP	100,00%

Fuente: Página oficial Grupo Nutresa S.A.

2-Chile

Nombre Empresa	Actividad principal	Moneda	Participación 2019
Tresmontes Lucchetti S. A.	Prestación de servicios empresariales especializados.	CLP	100,00%
Nutresa Chile S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	CLP	100,00%
Tresmontes Lucchetti Agroindustrial S. A.	Producción agrícola e industrial.	CLP	100,00%
Tresmontes Lucchetti Servicios S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	CLP	100,00%
Tresmontes S. A.	Producción y comercialización de alimentos.	CLP	100,00%
Lucchetti Chile S. A.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	CLP	100,00%
Novaceites S. A.	Producción y comercialización de aceites vegetales.	CLP	50,00%
Tresmontes Lucchetti Inversiones S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%

Fuente: Página oficial Grupo Nutresa S.A.

3-Costa Rica

Nombre Empresa	Actividad principal	Moneda	Participación 2019
Compañía Nacional de Chocolates DCR, S. A.	Producción de chocolates y sus derivados.	CRC	100,00%
Compañía de Galletas Pozuelo DCR S. A.	Producción de galletas y otros relacionados.	CRC	100,00%
Compañía Americana de Helados S. A.	Producción y venta de helados.	CRC	100,00%
Servicios Nutresa CR S. A.	Prestación de servicios empresariales especializados.	CRC	100,00%

Fuente: Página oficial Grupo Nutresa S.A.

4-Guatemala

Nombre Empresa	Actividad principal	Moneda	Participación 2019
Comercial Pozuelo Guatemala S. A.	Distribución y comercialización de productos alimenticios.	QTZ	100,00%
Distribuidora POPS S. A.	Comercialización de helados.	QTZ	100,00%

Fuente: Página oficial Grupo Nutresa S.A.

5-México

Nombre Empresa	Actividad principal	Moneda	Participación 2019
Nutresa S. A. de C.V.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	MXN	100,00%
Serer S. A. de C.V.	Servicios de personal.	MXN	100,00%
Servicios Tresmontes Lucchetti S. A. de C. V.	Prestación de servicios empresariales especializados.	MXN	100,00%
Tresmontes Lucchetti México S. A. de C. V.	Producción y comercialización de alimentos.	MXN	100,00%
TMLUC Servicios Industriales, S. A. de C. V.	Prestación de servicios empresariales especializados.	MXN	100,00%

Fuente: Página oficial Grupo Nutresa S.A.

6-Panamá

Nombre Empresa	Actividad principal	Moneda	Participación 2019
Promociones y Publicidad Las Américas S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	PAB	100,00%
Alimentos Cárnicos de Panamá S. A.	Producción de carnes y sus derivados.	PAB	100,00%
Comercial Pozuelo Panamá S. A.	Producción de galletas y otros relacionados.	PAB	100,00%
American Franchising Corp. (AFC)	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%
Aldage, Inc.	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%
LYC Bay Enterprise Inc.	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%
Sun Bay Enterprise Inc.	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%
El Corral Capital Inc.	Gestión de franquicias de la industria alimenticia.	USD	100,00%

Fuente: Página oficial Grupo Nutresa S.A.

7-Estados Unidos

Nombre Empresa	Actividad principal	Moneda	Participación 2019
Abimar Foods Inc.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	USD	100,00%
Cordialsa USA, Inc.	Comercialización de productos alimenticios.	USD	100,00%
Kibo Foods LLC	Producción y comercialización de productos alimenticios.	USD	100,00%
Cameron's Coffee & Distribution Company	Producción de café y productos relacionados.	USD	100,00%
CCDC OPCO Holding Corporation	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%

Fuente: Página oficial Grupo Nutresa S.A.

8-Otros países

Nombre Empresa	Actividad principal	País	Moneda	Participación 2019
TMLUC Argentina S. A.	Producción y comercialización de alimentos.	Argentina	ARS	100,00%
Corporación Distribidora de Alimentos S. A. (Cordialsa)	Comercialización de productos alimenticios.	Ecuador	USD	100,00%
Comercial Pozuelo El Salvador S. A. de C. V.	Distribución y comercialización de productos alimenticios.	El Salvador	USD	100,00%
Americana de Alimentos S. A. de C. V.	Comercialización de productos alimenticios.	El Salvador	USD	100,00%
Comercial Pozuelo Nicaragua S. A.	Comercialización de productos alimenticios.	Nicaragua	NIO	100,00%
Industrias Lácteas Nicaragua S. A.	Comercialización y gestión logística.	Nicaragua	NIO	100,00%
Compañía Nacional de Chocolates del Perú S. A.	Producción de bebidas y alimentos.	Perú	PEN	100,00%
Helados Bon S. A.	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros.	República Dominicana	DOP	81,18%
Compañía de Galletas Pozuelo de República Dominicana S. R. L.	Gestión financiera y de inversiones.	República Dominicana	DOP	100,00%
Gabon Capital Ltd.	Gestión financiera y de inversiones.	BVI	USD	100,00%
Perlita Investments Ltd.	Gestión financiera y de inversiones.	BVI	USD	100,00%

Fuente: Página oficial Grupo Nutresa S.A.

Anexo 2. Estado de Situación Financiera Grupo Nutresa S.A.

- Términos Nominales

Estado de Situación Financiera Consolidado

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - Nominal)

	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
ACTIVO							
Activo Corriente							
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$286.064	\$219.322	\$435.643	\$347.520	\$497.947	\$362.711	\$887.040
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	\$878.280	\$889.197	\$957.568	\$1.020.579	\$1.166.248	\$1.203.505	\$1.283.933
Inventarios	\$1.032.969	\$1.028.417	\$982.816	\$1.109.878	\$1.248.128	\$1.252.556	\$1.450.968
Activos biológicos	\$53.119	\$75.677	\$81.518	\$94.569	\$96.632	\$83.043	\$111.524
Otros activos	\$220.762	\$246.832	\$221.475	\$241.726	\$251.397	\$379.367	\$396.133
Activos no corrientes mantenidos para la venta	\$71.679	\$100.330	\$6.557	\$6.777	\$2.610	\$3.241	\$2.610
Total Activo corriente	\$2.542.873	\$2.559.775	\$2.685.577	\$2.821.049	\$3.262.962	\$3.284.423	\$4.132.208
Activo no corriente							
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	\$26.729	\$23.495	\$26.509	\$28.065	\$25.409	\$25.856	\$24.681
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	\$109.021	\$164.510	\$180.451	\$192.795	\$193.360	\$195.023	\$200.462
Otros activos financieros no corrientes	\$3.418.149	\$3.885.206	\$4.133.963	\$3.322.694	\$3.511.768	\$3.384.110	\$2.203.143
Propiedades, planta y equipo, neto	\$3.389.421	\$3.390.946	\$3.395.671	\$3.376.364	\$3.400.057	\$3.415.677	\$3.468.841
Activos por derechos de uso	\$0	\$0	\$0	\$0	\$878.552	\$896.689	\$824.623
Propiedades de inversión	\$82.393	\$71.842	\$72.306	\$77.062	\$79.489	\$76.798	\$10.629
Plusvalía	\$2.033.403	\$2.034.454	\$2.118.226	\$2.085.908	\$2.309.739	\$2.387.986	\$2.484.957
Otros activos intangibles	\$1.179.957	\$1.163.671	\$1.181.350	\$1.167.536	\$1.248.973	\$1.277.900	\$1.334.645
Activo por impuesto diferido	\$355.461	\$356.994	\$415.072	\$379.753	\$654.496	\$665.835	\$712.543
Otros activos	\$40.645	\$48.661	\$100.352	\$72.471	\$80.436	\$78.221	\$86.253
Total Activo no corriente	\$10.635.179	\$11.139.779	\$11.623.900	\$10.702.648	\$12.382.279	\$12.404.095	\$11.350.777
TOTAL ACTIVOS	\$13.178.052	\$13.699.554	\$14.309.477	\$13.523.697	\$15.645.241	\$15.688.518	\$15.482.985
PASIVO							
Pasivo corriente							
Obligaciones financieras	\$1.059.660	\$847.689	\$557.133	\$522.302	\$527.196	\$548.976	\$643.104
Pasivos por derechos de uso	\$0	\$0	\$0	\$0	\$147.242	\$0	\$129.569
Proveedores y cuentas por pagar	\$825.435	\$888.840	\$993.241	\$1.094.960	\$1.235.133	\$1.110.887	\$1.251.503
Impuesto sobre la renta e impuestos por pagar	\$172.323	\$163.362	\$207.776	\$228.841	\$214.542	\$286.329	\$377.326
Pasivo por beneficios a empleados	\$160.628	\$161.592	\$172.730	\$165.833	\$191.864	\$214.960	\$248.565
Provisiones	\$4.415	\$2.734	\$9.820	\$4.118	\$1.948	\$1.981	\$3.473
Otros pasivos	\$26.641	\$49.746	\$14.261	\$26.676	\$29.912	\$26.576	\$58.153
Total pasivo corriente	\$2.249.102	\$2.113.963	\$1.954.961	\$2.042.730	\$2.347.837	\$2.189.709	\$2.711.693
Pasivos no corriente							
Obligaciones financieras	\$2.034.604	\$2.277.429	\$2.474.077	\$2.265.743	\$2.680.014	\$2.714.299	\$2.860.554
Pasivos por derechos de uso	\$0	\$0	\$0	\$0	\$745.313	\$893.964	\$731.022
Proveedores y cuentas por pagar	\$159	\$158	\$158	\$158	\$158	\$158	\$158
Pasivo por beneficios a empleados	\$211.533	\$216.744	\$226.574	\$175.036	\$189.295	\$185.118	\$194.646
Pasivo por impuesto diferido	\$727.692	\$705.700	\$702.967	\$704.763	\$984.035	\$989.205	\$1.012.651
Provisiones	\$0	\$0	\$0	\$0	\$13.238	\$23.075	\$13.110
Otros pasivos	\$0	\$600	\$559	\$536	\$487	\$514	\$0
Total pasivo no corriente	\$2.973.988	\$3.200.631	\$3.404.335	\$3.146.236	\$4.612.540	\$4.806.333	\$4.812.141
TOTAL PASIVO	\$5.223.090	\$5.314.594	\$5.359.296	\$5.188.966	\$6.960.377	\$6.996.042	\$7.523.834
PATRIMONIO							
Capital emitido	\$2.301	\$2.301	\$2.301	\$2.301	\$2.301	\$2.301	\$2.301
Prima en emisión de capital	\$546.832	\$546.832	\$546.832	\$546.832	\$546.832	\$546.832	\$546.832
Reservas y utilidades acumuladas	\$3.373.840	\$3.655.280	\$3.396.462	\$3.552.827	\$3.802.402	\$3.802.806	\$4.006.713
Otro resultado integral acumulado	\$3.569.478	\$3.746.572	\$4.541.854	\$3.683.175	\$3.770.027	\$3.883.422	\$2.878.012
Utilidad del período	\$428.152	\$395.734	\$420.207	\$505.308	\$506.388	\$412.373	\$469.467
Patrimonio atribuible a las participaciones controladoras	\$7.920.603	\$8.346.719	\$8.907.656	\$8.290.443	\$8.627.950	\$8.647.734	\$7.903.325
Participaciones no controladoras	\$34.359	\$38.241	\$42.525	\$44.288	\$56.914	\$44.742	\$55.826
TOTAL PATRIMONIO	\$7.954.962	\$8.384.960	\$8.950.181	\$8.334.731	\$8.684.864	\$8.692.476	\$7.959.151
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$13.178.052	\$13.699.554	\$14.309.477	\$13.523.697	\$15.645.241	\$15.688.518	\$15.482.985

Fuente: Memorias anuales de Grupo Nutresa S.A.

- Términos Reales

Estado de Situación Financiera Consolidado
(Valores expresados en millones de pesos colombianos - Reales)

	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
ACTIVO							
Activo Corriente	MMS COP Reales						
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$286.064	\$208.110	\$394.946	\$305.483	\$425.018	\$311.448	\$751.593
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	\$878.280	\$843.739	\$868.113	\$897.126	\$995.441	\$1.033.410	\$1.087.883
Inventarios	\$1.032.969	\$975.842	\$891.003	\$975.623	\$1.065.329	\$1.075.529	\$1.229.413
Activos biológicos	\$53.119	\$71.808	\$73.903	\$83.130	\$82.479	\$71.306	\$94.495
Otros activos	\$220.762	\$234.213	\$200.785	\$212.486	\$214.578	\$325.750	\$335.646
Activos no corrientes mantenidos para la venta	\$71.679	\$95.201	\$5.944	\$5.957	\$2.228	\$2.783	\$2.211
Total Activo corriente	\$2.542.873	\$2.428.914	\$2.434.694	\$2.479.804	\$2.785.073	\$2.820.226	\$3.501.241
Activo no corriente							
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	\$26.729	\$22.294	\$24.033	\$24.670	\$21.688	\$22.202	\$20.912
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	\$109.021	\$156.100	\$163.594	\$169.474	\$165.041	\$167.460	\$169.852
Otros activos financieros no corrientes	\$3.418.149	\$3.686.586	\$3.747.774	\$2.920.769	\$2.997.440	\$2.905.824	\$1.866.734
Propiedades, planta y equipo, neto	\$3.389.421	\$3.217.593	\$3.078.452	\$2.967.946	\$2.902.090	\$2.932.929	\$2.939.167
Activos por derechos de uso	\$0	\$0	\$0	\$0	\$749.881	\$769.957	\$698.707
Propiedades de inversión	\$82.393	\$68.169	\$65.551	\$67.740	\$67.847	\$65.944	\$9.006
Plusvalía	\$2.033.403	\$1.930.448	\$1.920.344	\$1.833.589	\$1.971.458	\$2.080.485	\$2.105.517
Otros activos intangibles	\$1.179.957	\$1.104.182	\$1.070.990	\$1.026.307	\$1.066.050	\$1.097.291	\$1.130.851
Activo por impuesto diferido	\$355.461	\$338.744	\$376.297	\$333.817	\$558.639	\$571.731	\$603.741
Otros activos	\$40.645	\$46.173	\$90.977	\$63.705	\$68.655	\$67.166	\$73.083
Total Activo no corriente	\$10.635.179	\$10.570.288	\$10.538.012	\$9.408.016	\$10.568.789	\$10.650.988	\$9.617.571
TOTAL ACTIVOS	\$13.178.052	\$12.999.202	\$12.972.706	\$11.887.820	\$13.353.862	\$13.471.214	\$13.118.812
PASIVO							
Pasivo corriente							
Obligaciones financieras	\$1.059.660	\$804.353	\$505.086	\$459.122	\$449.984	\$471.388	\$544.905
Pasivos por derechos de uso	\$0	\$0	\$0	\$0	\$125.677	\$0	\$109.784
Proveedores y cuentas por pagar	\$825.435	\$843.400	\$900.454	\$962.510	\$1.054.237	\$953.882	\$1.060.405
Impuesto sobre la renta e impuestos por pagar	\$172.323	\$155.011	\$188.366	\$201.160	\$183.120	\$245.861	\$319.710
Pasivo por beneficios a empleados	\$160.628	\$153.331	\$156.594	\$145.773	\$163.764	\$184.579	\$210.610
Provisiones	\$4.415	\$2.594	\$8.903	\$3.620	\$1.663	\$1.701	\$2.943
Otros pasivos	\$26.641	\$47.203	\$12.929	\$23.449	\$25.531	\$22.820	\$49.273
Total pasivo corriente	\$2.249.102	\$2.005.892	\$1.772.331	\$1.795.634	\$2.003.976	\$1.880.231	\$2.297.631
Pasivos no corriente							
Obligaciones financieras	\$2.034.604	\$2.161.002	\$2.242.952	\$1.991.670	\$2.287.503	\$2.330.679	\$2.423.762
Pasivos por derechos de uso	\$0	\$0	\$0	\$0	\$636.156	\$767.617	\$619.399
Proveedores y cuentas por pagar	\$159	\$150	\$143	\$139	\$135	\$136	\$134
Pasivo por beneficios a empleados	\$211.533	\$205.664	\$205.408	\$153.863	\$161.571	\$158.955	\$164.925
Pasivo por impuesto diferido	\$727.692	\$669.623	\$637.297	\$619.512	\$839.915	\$849.398	\$858.024
Provisiones	\$0	\$0	\$0	\$0	\$11.299	\$19.814	\$11.108
Otros pasivos	\$0	\$569	\$507	\$471	\$416	\$441	\$0
Total pasivo no corriente	\$2.973.988	\$3.037.008	\$3.086.307	\$2.765.656	\$3.936.994	\$4.127.040	\$4.077.351
TOTAL PASIVO	\$5.223.090	\$5.042.900	\$4.858.638	\$4.561.289	\$5.940.970	\$6.007.271	\$6.374.983
PATRIMONIO							
Capital emitido	\$2.301	\$2.183	\$2.086	\$2.023	\$1.964	\$1.976	\$1.950
Prima en emisión de capital	\$546.832	\$518.877	\$495.748	\$480.685	\$466.744	\$469.547	\$463.334
Reservas y utilidades acumuladas	\$3.373.840	\$3.468.414	\$3.079.169	\$3.123.064	\$3.245.508	\$3.265.344	\$3.394.908
Otro resultado integral acumulado	\$3.569.478	\$3.555.039	\$4.117.560	\$3.237.644	\$3.217.874	\$3.334.567	\$2.438.554
Utilidad del período	\$428.152	\$375.503	\$380.952	\$444.184	\$432.223	\$354.091	\$397.782
Patrimonio atribuible a las participaciones controladoras	\$7.920.603	\$7.920.016	\$8.075.516	\$7.287.600	\$7.364.313	\$7.425.525	\$6.696.527
Participaciones no controladoras	\$34.359	\$36.286	\$38.552	\$38.931	\$48.578	\$38.418	\$47.302
TOTAL PATRIMONIO	\$7.954.962	\$7.956.302	\$8.114.068	\$7.326.531	\$7.412.892	\$7.463.943	\$6.743.829
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$13.178.052	\$12.999.202	\$12.972.706	\$11.887.820	\$13.353.862	\$13.471.214	\$13.118.812

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Anexo 3. Análisis de Masas Patrimoniales (Estado de Situación Financiera en % - Real) Grupo Nutresa S.A.

ACTIVO	Análisis de Masas Patrimoniales						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Efectivo y equivalentes de efectivo	2,17%	1,60%	3,04%	2,57%	3,18%	2,31%	5,73%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	6,66%	6,49%	6,69%	7,55%	7,45%	7,67%	8,29%
Inventarios	7,84%	7,51%	6,87%	8,21%	7,98%	7,98%	9,37%
Activos biológicos	0,40%	0,55%	0,57%	0,70%	0,62%	0,53%	0,72%
Otros activos	1,68%	1,80%	1,55%	1,79%	1,61%	2,42%	2,56%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,54%	0,73%	0,05%	0,05%	0,02%	0,02%	0,02%
Total Activo corriente	19,30%	18,69%	18,77%	20,86%	20,86%	20,94%	26,69%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	0,20%	0,17%	0,19%	0,21%	0,16%	0,16%	0,16%
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	0,83%	1,20%	1,26%	1,43%	1,24%	1,24%	1,29%
Otros activos financieros no corrientes	25,94%	28,36%	28,89%	24,57%	22,45%	21,57%	14,23%
Propiedades, planta y equipo, neto	25,72%	24,75%	23,73%	24,97%	21,73%	21,77%	22,40%
Activos por derechos de uso	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,62%	5,72%	5,33%
Propiedades de inversión	0,63%	0,52%	0,51%	0,57%	0,51%	0,49%	0,07%
Plusvalía	15,43%	14,85%	14,80%	15,42%	14,76%	15,22%	16,05%
Otros activos intangibles	8,95%	8,49%	8,26%	8,63%	7,98%	8,15%	8,62%
Activo por impuesto diferido	2,70%	2,61%	2,90%	2,81%	4,18%	4,24%	4,60%
Otros activos	0,31%	0,36%	0,70%	0,54%	0,51%	0,50%	0,56%
Total Activo no corriente	80,70%	81,31%	81,23%	79,14%	79,14%	79,06%	73,31%
TOTAL ACTIVOS	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
PASIVO							
Obligaciones financieras	8,04%	6,19%	3,89%	3,86%	3,37%	3,50%	4,15%
Pasivos por derechos de uso	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,94%	0,00%	0,84%
Proveedores y cuentas por pagar	6,26%	6,49%	6,94%	8,10%	7,89%	7,08%	8,08%
Impuesto sobre la renta e impuestos por pagar	1,31%	1,19%	1,45%	1,69%	1,37%	1,83%	2,44%
Pasivo por beneficios a empleados	1,22%	1,18%	1,21%	1,23%	1,23%	1,37%	1,61%
Provisiones	0,03%	0,02%	0,07%	0,03%	0,01%	0,01%	0,02%
Otros pasivos	0,20%	0,36%	0,10%	0,20%	0,19%	0,17%	0,38%
Total pasivo corriente	17,07%	15,43%	13,66%	15,10%	15,01%	13,96%	17,51%
Obligaciones financieras	15,44%	16,62%	17,29%	16,75%	17,13%	17,30%	18,48%
Pasivos por derechos de uso	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,76%	5,70%	4,72%
Proveedores y cuentas por pagar	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pasivo por beneficios a empleados	1,61%	1,58%	1,58%	1,29%	1,21%	1,18%	1,26%
Pasivo por impuesto diferido	5,52%	5,15%	4,91%	5,21%	6,29%	6,31%	6,54%
Provisiones	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,08%	0,15%	0,08%
Otros pasivos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Total pasivo no corriente	22,57%	23,36%	23,79%	23,26%	29,48%	30,64%	31,08%
TOTAL PASIVO	39,63%	38,79%	37,45%	38,37%	44,49%	44,59%	48,59%
PATRIMONIO							
Capital emitido	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%
Prima en emisión de capital	4,15%	3,99%	3,82%	4,04%	3,50%	3,49%	3,53%
Reservas y utilidades acumuladas	25,60%	26,68%	23,74%	26,27%	24,30%	24,24%	25,88%
Otro resultado integral acumulado	27,09%	27,35%	31,74%	27,23%	24,10%	24,75%	18,59%
Utilidad del período	3,25%	2,89%	2,94%	3,74%	3,24%	2,63%	3,03%
Patrimonio atribuible a las participaciones controladoras	60,10%	60,93%	62,25%	61,30%	55,15%	55,12%	51,05%
Participaciones no controladoras	0,26%	0,28%	0,30%	0,33%	0,36%	0,29%	0,36%
TOTAL PATRIMONIO	60,37%	61,21%	62,55%	61,63%	55,51%	55,41%	51,41%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Anexo 4. Estado de Resultados Grupo Nutresa S.A.

- Términos Nominales

Estado de Resultados Consolidado

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - Nominal)

	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Operaciones continuadas							
Ingresos operacionales provenientes de contratos con clientes	\$7.945.417	\$8.676.640	\$8.695.604	\$9.016.066	\$9.958.851	\$7.200.036	\$8.178.270
Costos de ventas	- \$4.507.166	- \$4.966.031	- \$4.855.635	- \$4.969.218	- \$5.565.300	- \$4.009.757	- \$4.742.499
Utilidad Bruta	\$3.438.251	\$3.710.609	\$3.839.969	\$4.046.848	\$4.393.551	\$3.190.279	\$3.435.771
Gastos de administración	- \$371.810	- \$401.100	- \$399.846	- \$406.057	- \$467.302	- \$324.826	- \$358.476
Gastos de venta	- \$2.144.502	- \$2.384.866	- \$2.551.874	- \$2.651.071	- \$2.829.943	- \$2.044.499	- \$2.119.836
Gastos de producción	- \$137.446	- \$147.694	- \$139.088	- \$146.966	- \$162.851	- \$113.611	- \$147.900
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	\$2.619	\$15.873	\$255	- \$4.260	\$23.661	\$3.303	\$1.714
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	- \$4.427	\$22.149	\$25.109	\$10.802	\$2.505	- \$1.572	- \$11.354
Utilidad Operativa - EBIT	\$782.685	\$814.971	\$774.525	\$849.296	\$959.621	\$709.074	\$799.919
Ingresos financieros	\$9.828	\$10.982	\$13.941	\$15.457	\$22.294	\$15.851	\$15.345
Gastos financieros	- \$234.896	- \$324.637	- \$307.548	- \$247.304	- \$302.303	- \$223.778	- \$220.124
Dividendos	\$47.016	\$50.545	\$54.386	\$58.851	\$61.516	\$61.516	\$69.269
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	\$27.181	- \$8.642	- \$21.401	\$23.113	- \$4.460	\$6.743	\$5.953
Pérdida por la posición monetaria neta	- \$32.160	- \$32.946	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Participación en asociadas y negocios conjuntos	\$4.928	\$6.103	\$5.994	- \$400	- \$2.268	- \$1.670	- \$6.023
Otros ingresos netos	- \$288	\$28.492	\$3.290	\$5.202	\$714	\$89	\$581
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	\$604.294	\$544.868	\$523.187	\$704.215	\$735.114	\$567.825	\$664.920
Impuesto sobre la renta corriente	- \$183.561	- \$172.866	- \$144.956	- \$164.423	- \$207.877	- \$143.469	- \$217.444
Impuesto sobre la renta diferido	\$16.421	\$29.533	\$47.179	- \$24.901	\$2.656	\$6.422	\$26.487
Utilidad del período de operaciones continuadas	\$437.154	\$401.535	\$425.410	\$514.891	\$529.893	\$430.778	\$473.963
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	- \$6.335	- \$1.844	- \$1.070	- \$6.135	- \$16.452	- \$14.550	- \$379
Utilidad Neta del período	\$430.819	\$399.691	\$424.340	\$508.756	\$513.441	\$416.228	\$473.584
Resultado del período atribuible a:							
Participaciones controladoras	\$428.152	\$395.734	\$420.207	\$505.308	\$506.388	\$412.373	\$469.467
Participaciones no controladoras	\$2.667	\$3.957	\$4.133	\$3.448	\$7.053	\$3.855	\$4.117
Utilidad neta del período	\$430.819	\$399.691	\$424.340	\$508.756	\$513.441	\$416.228	\$473.584
Utilidad por acción (*)							
Básica, atribuible a las participaciones controladoras (en pesos)	\$931	\$860	\$913	\$1.098	\$1.101	\$896	\$1.020
(*) Calculados sobre 460.123.458 acciones, que no han tenido modificaciones durante el período cubierto por los presentes estados financieros.							
OTRO RESULTADO INTEGRAL							
Partidas que no serán reclasificados posteriormente al resultado del período:							
Ganancias (pérdidas) actuariales de planes de beneficios definidos	\$6.727	- \$17.390	- \$2.654	- \$1.487	- \$19.195	- \$2.561	\$2.985
Instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable	- \$599.282	\$395.023	\$252.402	- \$871.316	\$186.697	\$66.620	- \$1.311.256
Impuesto diferido de los componentes que no serán reclasificados	\$2.791	\$5.119	- \$81	- \$1.863	\$6.576	\$807	- \$1.800
Total partidas que no serán reclasificados posteriormente al resultado del período	- \$589.764	\$382.752	\$249.667	- \$874.666	\$174.078	\$64.866	- \$1.310.071
Partidas que pueden ser reclasificados posteriormente al resultado del período:							
Participación en el resultado integral de asociadas y negocios conjuntos	\$5.939	- \$3.414	\$4.762	\$1.301	\$746	\$1.810	\$8.741
Diferencias en cambio por conversión de negocios en el extranjero	\$352.864	- \$202.497	\$143.782	\$8.781	- \$56.199	\$159.916	\$411.464
Cobertura de flujo de efectivo	\$0	\$0	\$0	\$7.960	- \$9.096	\$2.285	\$4.026
Impuesto diferido renta de componentes que serán reclasificados	\$0	\$176	- \$1.550	- \$3.009	\$1.651	- \$1.236	- \$5.261
Total partidas que pueden ser reclasificados posteriormente al resultado del período	\$358.803	- \$205.735	\$146.994	\$15.033	- \$62.898	\$162.775	\$418.970
Otro resultado integral, neto de impuestos	- \$230.961	\$177.017	\$396.661	- \$859.633	\$111.180	\$227.641	- \$891.101
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL PERÍODO	\$199.858	\$576.708	\$821.001	- \$350.877	\$624.621	\$643.869	- \$417.517
Resultado integral total atribuible a:							
Participaciones controladoras	\$195.269	\$572.828	\$816.026	- \$353.371	\$619.993	\$639.368	- \$425.898
Participaciones no controladoras	\$4.589	\$3.880	\$4.975	\$2.494	\$4.628	\$4.501	\$8.381
Resultado integral total	\$199.858	\$576.708	\$821.001	- \$350.877	\$624.621	\$643.869	- \$417.517

Fuente: Memorias anuales de Grupo Nutresa S.A.

- Términos Reales

Estado de Resultados Consolidado

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - Reales)

	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
	MM\$ COP Reales						
Operaciones continuadas	\$7.945.417	\$8.233.071	\$7.883.273	\$7.925.449	\$8.500.292	\$6.182.434	\$6.929.490
Ingresos operacionales provenientes de contratos con clientes							
Costos de ventas	- \$4.507.166	- \$4.712.156	- \$4.402.029	- \$4.368.123	- \$4.750.214	- \$3.443.046	- \$4.018.343
Utilidad Bruta	\$3.438.251	\$3.520.914	\$3.481.245	\$3.557.326	\$3.750.078	\$2.739.388	\$2.911.146
Gastos de administración	- \$371.810	- \$380.595	- \$362.493	- \$356.939	- \$398.862	- \$278.917	- \$303.739
Gastos de venta	- \$2.144.502	- \$2.262.946	- \$2.313.482	- \$2.330.388	- \$2.415.474	- \$1.755.544	- \$1.796.148
Gastos de producción	- \$137.446	- \$140.144	- \$126.095	- \$129.188	- \$139.000	- \$97.554	- \$125.316
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	\$2.619	\$15.062	\$231	- \$3.745	\$20.196	\$2.836	\$1.452
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	- \$4.427	\$21.017	\$22.763	\$9.495	\$2.138	- \$1.350	- \$9.620
Utilidad Operativa - EBIT	\$782.685	\$773.308	\$702.170	\$746.562	\$819.076	\$608.859	\$677.775
Ingresos financieros	\$9.828	\$10.421	\$12.639	\$13.587	\$19.029	\$13.611	\$13.002
Gastos financieros	- \$234.896	- \$308.041	- \$278.817	- \$217.389	- \$258.028	- \$192.151	- \$186.512
Dividendos	\$47.016	\$47.961	\$49.305	\$51.732	\$52.506	\$52.822	\$58.692
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	\$27.181	- \$8.200	- \$19.402	\$20.317	- \$3.807	\$5.790	\$5.044
Pérdida por la posición monetaria neta	- \$32.160	- \$31.262	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Participación en asociadas y negocios conjuntos	\$4.928	\$5.791	\$5.434	- \$352	- \$1.936	- \$1.434	- \$5.103
Otros ingresos netos	- \$288	\$27.035	2.983	\$4.573	\$609	\$76	\$492
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	\$604.294	\$517.013	\$474.312	\$619.031	\$627.450	\$487.573	\$563.390
Impuesto sobre la renta corriente	- \$183.561	- \$164.029	- \$131.414	- \$144.534	- \$177.432	- \$123.192	- \$184.241
Impuesto sobre la renta diferido	\$16.421	\$28.023	\$42.772	- \$21.889	\$2.267	\$5.514	\$22.443
Utilidad del periodo de operaciones continuadas	\$437.154	\$381.008	\$385.669	\$452.608	\$452.286	\$369.895	\$401.591
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	- \$6.335	- \$1.750	- \$970	- \$5.393	- \$14.042	- \$12.494	- \$321
Utilidad Neta del periodo	\$430.819	\$379.258	\$384.699	\$447.215	\$438.243	\$357.401	\$401.270
Resultado del periodo atribuible a:							
Participaciones controladoras	\$428.152	\$375.503	\$380.952	\$444.184	\$432.223	\$354.091	\$397.782
Participaciones no controladoras	\$2.667	\$3.755	\$3.747	\$3.031	\$6.020	\$3.310	\$3.488
Utilidad neta del periodo	\$430.819	\$379.258	\$384.699	\$447.215	\$438.243	\$357.401	\$401.270
Utilidad por acción (*)							
Básica, atribuible a las participaciones controladoras (en pesos)	\$931	\$816	\$828	\$965	\$939	\$770	\$865
(*) Calculados sobre 460.123.458 acciones, que no han tenido modificaciones durante el período cubierto por los presentes estados financieros.							
OTRO RESULTADO INTEGRAL							
Partidas que no serán reclasificados posteriormente al resultado del periodo:							
Ganancias (pérdidas) actuariales de planes de beneficios definidos	\$6.727	- \$16.501	- \$2.406	- \$1.307	- \$16.384	- \$2.199	\$2.529
Instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable	- \$599.282	\$374.829	\$228.823	- \$765.918	\$159.354	\$57.204	- \$1.111.034
Impuesto diferido de los componentes que no serán reclasificados	\$2.791	\$4.857	- \$73	- \$1.638	\$5.613	\$693	- \$1.525
Total partidas que no serán reclasificados posteriormente al resultado del periodo	- \$589.764	\$363.185	\$226.343	- \$768.863	\$148.583	\$55.698	- \$1.110.030
Partidas que pueden ser reclasificados posteriormente al resultado del periodo:							
Participación en el resultado integral de asociadas y negocios conjuntos	\$5.939	- \$3.239	\$4.317	\$1.144	\$637	\$1.554	\$7.406
Diferencias en cambio por conversión de negocios en el extranjero	\$352.864	- \$192.145	\$130.350	\$7.719	- \$47.968	\$137.315	\$348.636
Cobertura de flujo de efectivo	\$0	\$0	\$0	\$6.997	- \$7.764	\$1.962	\$3.411
Impuesto diferido renta de componentes que serán reclasificados	\$0	\$167	- \$1.405	- \$2.645	\$1.409	- \$1.061	- \$4.458
Total partidas que pueden ser reclasificados posteriormente al resultado del periodo	\$358.803	- \$195.217	\$133.262	\$13.215	- \$53.686	\$139.770	\$354.995
Otro resultado integral, neto de impuestos	- \$230.961	\$167.967	\$359.605	- \$755.649	\$94.897	\$195.468	- \$755.034
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL PERÍODO	\$199.858	\$547.225	\$744.304	- \$308.434	\$533.140	\$552.869	- \$353.764
Resultado integral total atribuible a:							
Participaciones controladoras	\$195.269	\$543.544	\$739.794	- \$310.626	\$529.190	\$549.004	- \$360.866
Participaciones no controladoras	\$4.589	\$3.682	\$4.510	\$2.192	\$3.950	\$3.865	\$7.101
Resultado integral total	\$199.858	\$547.225	\$744.304	- \$308.434	\$533.140	\$552.869	- \$353.764

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Anexo 5. Análisis vertical (Estado de Resultados en % - Real) Grupo Nutresa S.A.

Estado de Resultados Consolidado

(Valores expresados en millones de pesos colombianos - Reales)

	Análisis Vertical: Base Ventas						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Operaciones continuadas	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ingresos operacionales provenientes de contratos con clientes	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de ventas	56,73%	57,23%	55,84%	55,12%	55,88%	55,69%	57,99%
Utilidad Bruta	43,27%	42,77%	44,16%	44,88%	44,12%	44,31%	42,01%
Gastos de administración	4,68%	4,62%	4,60%	4,50%	4,69%	4,51%	4,38%
Gastos de venta	26,99%	27,49%	29,35%	29,40%	28,42%	28,40%	25,92%
Gastos de producción	1,73%	1,70%	1,60%	1,63%	1,64%	1,58%	1,81%
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	0,03%	0,18%	0,00%	0,05%	0,24%	0,05%	0,02%
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	0,06%	0,26%	0,29%	0,12%	0,03%	0,02%	0,14%
Utilidad Operativa - EBIT	9,85%	9,39%	8,91%	9,42%	9,64%	9,85%	9,78%
Ingresos financieros	0,12%	0,13%	0,16%	0,17%	0,22%	0,22%	0,19%
Gastos financieros	2,96%	3,74%	3,54%	2,74%	3,04%	3,11%	2,69%
Dividendos	0,59%	0,58%	0,63%	0,65%	0,62%	0,85%	0,85%
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	0,34%	0,10%	0,25%	0,26%	0,04%	0,09%	0,07%
Pérdida por la posición monetaria neta	0,40%	0,38%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	0,06%	0,07%	0,07%	0,00%	0,02%	0,02%	0,07%
Otros ingresos netos	0,00%	0,33%	0,04%	0,06%	0,01%	0,00%	0,01%
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	7,61%	6,28%	6,02%	7,81%	7,38%	7,89%	8,13%
Impuesto sobre la renta corriente	2,31%	1,99%	1,67%	1,82%	2,09%	1,99%	2,66%
Impuesto sobre la renta diferido	0,21%	0,34%	0,54%	0,28%	0,03%	0,09%	0,32%
Utilidad del período de operaciones continuadas	5,50%	4,63%	4,89%	5,71%	5,32%	5,98%	5,80%
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	0,08%	0,02%	0,01%	0,07%	0,17%	0,20%	0,00%
Utilidad Neta del período	5,42%	4,61%	4,88%	5,64%	5,16%	5,78%	5,79%
Resultado del período atribuible a:							
Participaciones controladoras	5,39%	4,56%	4,83%	5,60%	5,08%	5,73%	5,74%
Participaciones no controladoras	0,03%	0,05%	0,05%	0,04%	0,07%	0,05%	0,05%
Utilidad neta del período	5,42%	4,61%	4,88%	5,64%	5,16%	5,78%	5,79%
Utilidad por acción (*)							
Básica, atribuible a las participaciones controladoras (en pesos)	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
(*) Calculados sobre 460.123.458 acciones, que no han tenido modificaciones durante el período cubierto por los presentes estados financieros.							
OTRO RESULTADO INTEGRAL							
Partidas que no serán reclasificados posteriormente al resultado del período:							
Ganancias (pérdidas) actuariales de planes de beneficios definidos	0,08%	0,20%	0,03%	0,02%	0,19%	0,04%	0,04%
Instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable	7,54%	4,55%	2,90%	9,66%	1,87%	0,93%	16,03%
Impuesto diferido de los componentes que no serán reclasificados	0,04%	0,06%	0,00%	0,02%	0,07%	0,01%	0,02%
Total partidas que no serán reclasificados posteriormente al resultado del período	7,42%	4,41%	2,87%	9,70%	1,75%	0,90%	16,02%
Partidas que pueden ser reclasificados posteriormente al resultado del período:							
Participación en el resultado integral de asociadas y negocios conjuntos	0,07%	0,04%	0,05%	0,01%	0,01%	0,03%	0,11%
Diferencias en cambio por conversión de negocios en el extranjero	4,44%	2,33%	1,65%	0,10%	0,56%	2,22%	5,03%
Cobertura de flujo de efectivo	0,00%	0,00%	0,00%	0,09%	0,09%	0,03%	0,05%
Impuesto diferido renta de componentes que serán reclasificados	0,00%	0,00%	0,02%	0,03%	0,02%	0,02%	0,06%
Total partidas que pueden ser reclasificados posteriormente al resultado del período	4,52%	2,37%	1,69%	0,17%	0,63%	2,26%	5,12%
Otro resultado integral, neto de impuestos	2,91%	2,04%	4,56%	9,53%	1,12%	3,16%	10,90%
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL PERÍODO	2,52%	6,65%	9,44%	3,89%	6,27%	8,94%	5,11%
Resultado integral total atribuible a:							
Participaciones controladoras	2,46%	6,60%	9,38%	3,92%	6,23%	8,88%	5,21%
Participaciones no controladoras	0,06%	0,04%	0,06%	0,03%	0,05%	0,06%	0,10%
Resultado integral total	2,52%	6,65%	9,44%	3,89%	6,27%	8,94%	5,11%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Anexo 6. Análisis horizontal (Variación Estado de Resultados en %, año base 2015 – Real) Grupo Nutresa S.A.

Estado de Resultados Consolidado
(Valores expresados en millones de pesos colombianos - Reales)

	Análisis Horizontal: Año Base 2015						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Operaciones continuadas	0,00%	3,62%	-0,78%	-0,25%	6,98%	-22,19%	-12,79%
Ingresos operacionales provenientes de contratos con clientes	0,00%	3,62%	-0,78%	-0,25%	6,98%	-22,19%	-12,79%
Costos de ventas	0,00%	4,55%	-2,33%	-3,08%	5,39%	-23,61%	-10,85%
Utilidad Bruta	0,00%	2,40%	1,25%	3,46%	9,07%	-20,33%	-15,33%
Gastos de administración	0,00%	2,36%	-2,51%	-4,00%	7,28%	-24,98%	-18,31%
Gastos de venta	0,00%	5,52%	7,88%	8,67%	12,64%	-18,14%	-16,24%
Gastos de producción	0,00%	1,96%	-8,26%	-6,01%	1,13%	-29,02%	-8,82%
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	0,00%	475,09%	-91,17%	-242,98%	671,12%	8,29%	-44,55%
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	0,00%	-574,74%	-614,19%	-314,49%	-148,30%	-69,51%	117,31%
Utilidad Operativa - EBIT	0,00%	-1,20%	-10,29%	-4,62%	4,65%	-22,21%	-13,40%
Ingresos financieros	0,00%	6,03%	28,60%	38,25%	93,62%	38,49%	32,29%
Gastos financieros	0,00%	31,14%	18,70%	-7,45%	9,85%	-18,20%	-20,60%
Dividendos	0,00%	2,01%	4,87%	10,03%	11,68%	12,35%	24,83%
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	0,00%	-130,17%	-171,38%	-25,25%	-114,01%	-78,70%	-81,44%
Pérdida por la posición monetaria neta	0,00%	-2,79%	-100,00%	-100,00%	-100,00%	-100,00%	-100,00%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	0,00%	17,51%	10,27%	-107,14%	-139,28%	-129,10%	-203,56%
Otros ingresos netos	0,00%	-9487,30%	-1135,64%	-1687,76%	-311,61%	-126,54%	-270,93%
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	0,00%	-14,44%	-21,51%	2,44%	3,83%	-19,32%	-6,77%
Impuesto sobre la renta corriente	0,00%	-10,64%	-28,41%	-21,26%	-3,34%	-32,89%	0,37%
Impuesto sobre la renta diferido	0,00%	70,65%	160,47%	-233,30%	-86,19%	-66,42%	36,67%
Utilidad del periodo de operaciones continuadas	0,00%	-12,84%	-11,78%	3,54%	3,46%	-15,39%	-8,14%
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	0,00%	-72,38%	-84,69%	-14,87%	121,66%	97,22%	-94,93%
Utilidad Neta del periodo	0,00%	-11,97%	-10,71%	3,81%	1,72%	-17,04%	-6,86%
Resultado del periodo atribuible a:							
Participaciones controladoras	0,00%	-12,30%	-11,02%	3,74%	0,95%	-17,30%	-7,09%
Participaciones no controladoras	0,00%	40,78%	40,49%	13,65%	125,72%	24,12%	30,80%
Utilidad neta del periodo	0,00%	-11,97%	-10,71%	3,81%	1,72%	-17,04%	-6,86%
Utilidad por acción (*)							
Básica, atribuible a las participaciones controladoras (en pesos)	0,00%	-12,32%	-11,05%	3,72%	0,92%	-17,32%	-7,12%
(*) Calculados sobre 460.123.458 acciones, que no han tenido modificaciones durante el periodo cubierto por los presentes estados financieros.							
OTRO RESULTADO INTEGRAL							
Partidas que no serán reclasificados posteriormente al resultado del periodo:							
Ganancias (pérdidas) actuariales de planes de beneficios definidos	0,00%	-345,29%	-135,77%	-119,43%	-343,55%	-132,69%	-62,40%
Instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable	0,00%	-162,55%	-138,18%	27,81%	-126,59%	-109,55%	85,39%
Impuesto diferido de los componentes que no serán reclasificados	0,00%	74,03%	-102,63%	-158,68%	101,11%	-75,17%	-154,65%
Total partidas que no serán reclasificados posteriormente al resultado del periodo	0,00%	-161,58%	-138,38%	30,37%	-125,19%	-109,44%	88,22%
Partidas que pueden ser reclasificados posteriormente al resultado del periodo:							
Participación en el resultado integral de asociadas y negocios conjuntos	0,00%	-154,55%	-27,31%	-80,74%	-89,28%	-73,83%	24,71%
Diferencias en cambio por conversión de negocios en el extranjero	0,00%	-154,45%	-63,06%	-97,81%	-113,59%	-61,09%	-1,20%
Cobertura de flujo de efectivo	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	-100,00%	100,00%	100,00%
Impuesto diferido renta de componentes que serán reclasificados	0,00%	100,00%	-100,00%	-100,00%	100,00%	-100,00%	-100,00%
Total partidas que pueden ser reclasificadas posteriormente al resultado del periodo	0,00%	-154,41%	-62,86%	-96,32%	-114,96%	-61,05%	-1,06%
Otro resultado integral, neto de impuestos	0,00%	-172,73%	-255,70%	227,18%	-141,09%	-184,63%	226,91%
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL PERÍODO	0,00%	173,81%	272,42%	-254,33%	166,76%	176,63%	-277,01%
Resultado integral total atribuible a:							
Participaciones controladoras	0,00%	178,36%	278,86%	-259,08%	171,01%	181,15%	-284,80%
Participaciones no controladoras	0,00%	-19,77%	-1,72%	-52,23%	-13,92%	-15,78%	54,75%
Resultado integral total	0,00%	173,81%	272,42%	-254,33%	166,76%	176,63%	-277,01%

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Anexo 7. Análisis horizontal (Variación Estado de Resultados en %, período t y t-1 – Real) Grupo Nutresa S.A.

Estado de Resultados Consolidado
(Valores expresados en millones de pesos colombianos - Reales)

	Análisis Horizontal: Variación Anual (t y t-1)						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Operaciones continuadas							
Ingresos operacionales provenientes de contratos con clientes	0,00%	3,62%	-4,25%	0,54%	7,25%	0,00%	12,08%
Costos de ventas	0,00%	4,55%	-6,58%	-0,77%	8,75%	0,00%	16,71%
Utilidad Bruta	0,00%	2,40%	-1,13%	2,19%	5,42%	0,00%	6,27%
Gastos de administración	0,00%	2,36%	-4,76%	-1,53%	11,75%	0,00%	8,90%
Gastos de venta	0,00%	5,52%	2,23%	0,73%	3,65%	0,00%	2,31%
Gastos de producción	0,00%	1,96%	-10,02%	2,45%	7,59%	0,00%	28,46%
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	0,00%	475,09%	-98,47%	-1719,83%	-639,31%	0,00%	-48,79%
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	0,00%	-574,74%	8,31%	-58,29%	-77,48%	0,00%	612,71%
Utilidad Operativa - EBIT	0,00%	-1,20%	-9,20%	6,32%	9,71%	0,00%	11,32%
Ingresos financieros	0,00%	6,03%	21,29%	7,51%	40,05%	0,00%	-4,47%
Gastos financieros	0,00%	31,14%	-9,49%	-22,03%	18,69%	0,00%	-2,93%
Dividendos	0,00%	2,01%	2,80%	4,92%	1,50%	0,00%	11,11%
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	0,00%	-130,17%	136,60%	-204,72%	-118,74%	0,00%	-12,88%
Pérdida por la posición monetaria neta	0,00%	-2,79%	-100,00%				
Participación en asociadas y negocios conjuntos	0,00%	17,51%	-6,16%	-106,47%	450,56%	0,00%	255,89%
Otros ingresos netos	0,00%	-9487,30%	-88,97%	53,31%	-86,67%		
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	0,00%	-14,44%	-8,26%	30,51%	1,36%	0,00%	15,55%
Impuesto sobre la renta corriente	0,00%	-10,64%	-19,88%	9,98%	22,76%	0,00%	49,56%
Impuesto sobre la renta diferido	0,00%	70,65%	52,63%	-151,18%	-110,36%	0,00%	306,98%
Utilidad del período de operaciones continuadas	0,00%	-12,84%	1,22%	17,36%	-0,07%	0,00%	8,57%
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	0,00%	-72,38%	-44,56%	455,94%	160,39%	0,00%	-97,43%
Utilidad Neta del período	0,00%	-11,97%	1,43%	16,25%	-2,01%	0,00%	12,27%
Resultado del período atribuible a:							
Participaciones controladoras	0,00%	-12,30%	1,45%	16,60%	-2,69%	0,00%	12,34%
Participaciones no controladoras	0,00%	40,78%	-0,21%	-19,11%	98,62%	0,00%	5,38%
Utilidad neta del período	0,00%	-11,97%	1,43%	16,25%	-2,01%	0,00%	12,27%
Utilidad por acción (*)							
Básica, atribuible a las participaciones controladoras (en pesos)	0,00%	-12,32%	1,45%	16,60%	-2,69%	0,00%	12,34%
(*) Calculados sobre 460.123.458 acciones, que no han tenido modificaciones durante el período cubierto por los presentes estados financieros.							
OTRO RESULTADO INTEGRAL							
Partidas que no serán reclasificados posteriormente al resultado del período:							
Ganancias (pérdidas) actuariales de planes de beneficios definidos	0,00%	-345,29%	-85,42%	-45,67%	1153,42%	0,00%	-215,01%
Instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable	0,00%	-162,55%	-38,95%	-434,72%	-120,81%	0,00%	-2042,22%
Impuesto diferido de los componentes que no serán reclasificados	0,00%	74,03%	-101,51%	2130,12%	-442,74%	0,00%	-320,10%
Total partidas que no serán reclasificados posteriormente al resultado del período	0,00%	-161,58%	-37,68%	-439,69%	-119,32%	0,00%	-2092,93%
Partidas que pueden ser reclasificados posteriormente al resultado del período:							
Participación en el resultado integral de asociadas y negocios conjuntos	0,00%	-154,55%	-233,27%	-73,51%	-44,32%	0,00%	376,54%
Diferencias en cambio por conversión de negocios en el extranjero	0,00%	-154,45%	-167,84%	-94,08%	-721,44%	0,00%	153,90%
Cobertura de flujo de efectivo	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	-210,96%	0,00%	73,86%
Impuesto diferido renta de componentes que serán reclasificados	0,00%	100,00%	-941,43%	88,23%	-153,28%	0,00%	320,02%
Total partidas que pueden ser reclasificados posteriormente al resultado del período	0,00%	-154,41%	-168,26%	-90,08%	-506,26%	0,00%	153,99%
Otro resultado integral, neto de impuestos	0,00%	-172,73%	114,09%	-310,13%	-112,56%	0,00%	-486,27%
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL PERÍODO	0,00%	173,81%	36,01%	-141,44%	-272,85%	0,00%	-163,99%
Resultado integral total atribuible a:							
Participaciones controladoras	0,00%	178,36%	36,11%	-141,99%	-270,36%	0,00%	-165,73%
Participaciones no controladoras	0,00%	-19,77%	22,51%	-51,39%	80,18%	0,00%	83,74%
Resultado integral total	0,00%	173,81%	36,01%	-141,44%	-272,85%	0,00%	-163,99%

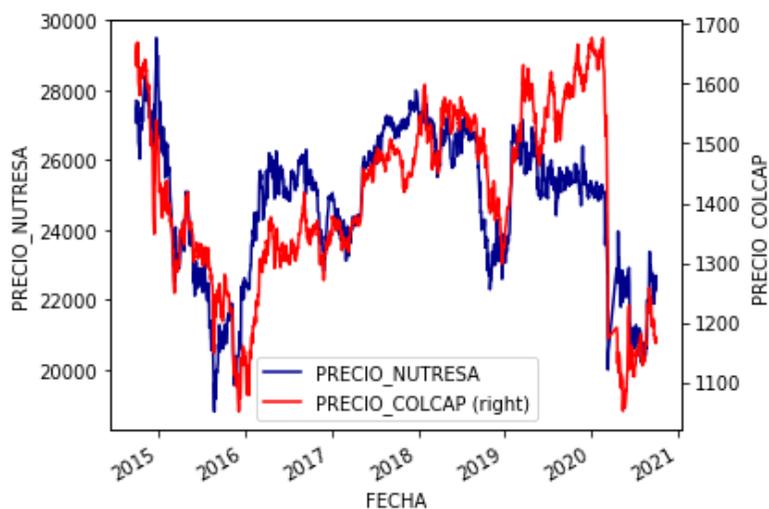
Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Anexo 8. Ratios Financieros Grupo Nutresa S.A.

Ratios - Reales	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2020	Tendencia	Promedio
Razones de Liquidez								
Capital de Trabajo	\$293.771	\$423.021	\$662.363	\$684.171	\$781.097	\$1.203.610		\$674.672
Razón Corriente	1,13	1,21	1,37	1,38	1,39	1,52		1,33 ***
Test Ácido (a)	0,52	0,52	0,71	0,67	0,71	0,80		0,66
Test Ácido (b)	0,67	0,72	0,87	0,84	0,86	0,99		0,83
Razones de Endeudamiento								
Leverage	0,66	0,63	0,60	0,62	0,80	0,95		0,71
Deuda a Activo (a)	0,40	0,39	0,37	0,38	0,44	0,49		0,41
Deuda a Activo (b)	0,40	0,39	0,37	0,38	0,44	0,49		0,41
Razón Deuda Corto Plazo a Deuda Total	0,43	0,40	0,36	0,39	0,34	0,36		0,38
Cobertura Intereses	3,33	2,51	2,52	3,43	3,17	3,63		3,10 ***
Razones de Actividad								
Rotación de CXC	8,78	9,51	8,84	8,60	8,36	6,25		8,39
PPC	41,01	37,87	40,74	41,87	43,08	57,60		43,69
Rotación de Inventario	4,36	4,83	4,94	4,48	4,46	3,27		4,39
Edad promedio del Inventario	82,51	74,55	72,87	80,41	80,74	110,14		83,54
Ciclo Operacional del negocio	123,51	112,42	113,61	122,28	123,81	167,75		127,23 ***
Rotación de Activos	0,60	0,63	0,61	0,67	0,64	0,53		0,61
Índices de Rentabilidad								
Margen de Venta a Venta	43,27%	42,77%	44,16%	44,88%	44,12%	42,01%		43,54%
Margen Operacional a Ventas	9,85%	9,39%	8,91%	9,42%	9,64%	9,78%		9,50%
Margen Neto a Ventas	5,42%	4,61%	4,88%	5,64%	5,16%	5,79%		5,25%
Rentabilidad sobre Activos (ROA)	5,94%	5,95%	5,41%	6,28%	6,13%	5,17%		5,81% ***
Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE)	5,42%	4,77%	4,74%	6,10%	5,91%	5,95%		5,48% ***

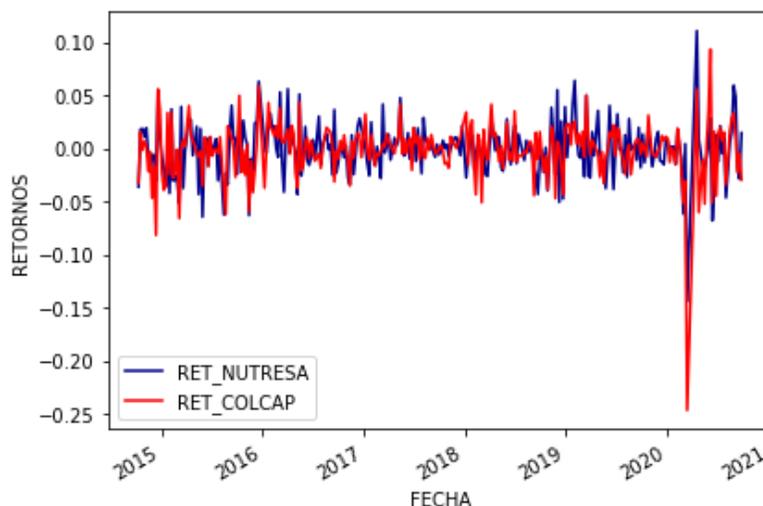
Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Anexo 9. Comportamiento de los precios Acción Nutresa Vs Índice COLCAP.



Fuente: Elaboración propia.

Anexo 10. Comportamiento de los retornos Acción Nutresa Vs Índice COLCAP.



Fuente: Elaboración propia.

Anexo 11. Estimación Beta Acción Nutresa año 2016.

```

Estimación Beta 2016:
                                OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:                RET_NUTRESA    R-squared:                0.412
Model:                        OLS           Adj. R-squared:           0.406
Method:                        Least Squares    F-statistic:              66.49
Date:                          Wed, 24 Feb 2021    Prob (F-statistic):      1.42e-12
Time:                          19:54:07        Log-Likelihood:          238.94
No. Observations:              97           AIC:                    -473.9
Df Residuals:                  95           BIC:                    -468.7
Df Model:                       1
Covariance Type:               nonrobust
=====
                                coef    std err          t      P>|t|     [0.025    0.975]
-----+-----
const                0.0008      0.002        0.391    0.697    -0.003    0.005
RET_COLCAP           0.6673      0.082        8.154    0.000     0.505    0.830
=====
Omnibus:                0.055    Durbin-Watson:           2.366
Prob(Omnibus):          0.973    Jarque-Bera (JB):        0.042
Skew:                   -0.037    Prob(JB):                0.979
Kurtosis:               2.931    Cond. No.:               38.7
=====

```

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 12. Estimación Beta Acción Nutresa año 2017.

```

Estimación Beta 2017:
=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          RET_NUTRESA    R-squared:              0.338
Model:                  OLS            Adj. R-squared:         0.331
Method:                 Least Squares  F-statistic:            49.56
Date:                   Wed, 24 Feb 2021  Prob (F-statistic):     2.76e-10
Time:                   19:54:07       Log-Likelihood:         259.28
No. Observations:      99             AIC:                   -514.6
Df Residuals:          97             BIC:                   -509.4
Df Model:               1
Covariance Type:       nonrobust
=====
                        coef      std err          t      P>|t|      [0.025    0.975]
-----+-----
const                   0.0013      0.002        0.711    0.479    -0.002    0.005
RET_COLCAP              0.6695      0.095        7.040    0.000     0.481    0.858
=====
Omnibus:                5.098      Durbin-Watson:         2.291
Prob(Omnibus):          0.078      Jarque-Bera (JB):      4.435
Skew:                   0.480      Prob(JB):               0.109
Kurtosis:               3.392      Cond. No.               53.1
=====

```

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 13. Estimación Beta Acción Nutresa año 2018.

```

Estimación Beta 2018:
=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          RET_NUTRESA    R-squared:              0.194
Model:                  OLS            Adj. R-squared:         0.186
Method:                 Least Squares  F-statistic:            23.18
Date:                   Wed, 24 Feb 2021  Prob (F-statistic):     5.49e-06
Time:                   19:54:07       Log-Likelihood:         276.01
No. Observations:      98             AIC:                   -548.0
Df Residuals:          96             BIC:                   -542.9
Df Model:               1
Covariance Type:       nonrobust
=====
                        coef      std err          t      P>|t|      [0.025    0.975]
-----+-----
const                  -0.0010      0.001       -0.680    0.498    -0.004    0.002
RET_COLCAP              0.4476      0.093        4.814    0.000     0.263    0.632
=====
Omnibus:                1.637      Durbin-Watson:         2.086
Prob(Omnibus):          0.441      Jarque-Bera (JB):      1.077
Skew:                   -0.159     Prob(JB):               0.584
Kurtosis:               3.403      Cond. No.               62.9
=====

```

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 14. Estimación Beta Acción Nutresa año 2019.

```

Estimación Beta 2019:
=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          RET_NUTRESA      R-squared:                0.226
Model:                  OLS              Adj. R-squared:           0.218
Method:                 Least Squares    F-statistic:              28.07
Date:                   Wed, 24 Feb 2021  Prob (F-statistic):       7.43e-07
Time:                   19:54:07         Log-Likelihood:           247.80
No. Observations:      98               AIC:                     -491.6
Df Residuals:          96               BIC:                     -486.4
Df Model:               1
Covariance Type:       nonrobust
=====
                        coef      std err          t      P>|t|      [0.025    0.975]
-----+-----
const                 -0.0007      0.002       -0.378     0.706     -0.005     0.003
RET_COLCAP             0.5540      0.105        5.298     0.000      0.346     0.762
=====
Omnibus:              1.749      Durbin-Watson:           2.361
Prob(Omnibus):        0.417      Jarque-Bera (JB):        1.269
Skew:                 -0.019     Prob(JB):                0.530
Kurtosis:             3.556     Cond. No.                 53.1
=====

```

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 15. Estimación Beta Acción Nutresa año 2020.

```

Estimación Beta 2020:
=====
                        OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          RET_NUTRESA      R-squared:                0.465
Model:                  OLS              Adj. R-squared:           0.459
Method:                 Least Squares    F-statistic:              81.63
Date:                   Wed, 24 Feb 2021  Prob (F-statistic):       2.07e-14
Time:                   19:54:07         Log-Likelihood:           226.59
No. Observations:      96               AIC:                     -449.2
Df Residuals:          94               BIC:                     -444.1
Df Model:               1
Covariance Type:       nonrobust
=====
                        coef      std err          t      P>|t|      [0.025    0.975]
-----+-----
const                  0.0007      0.002        0.292     0.771     -0.004     0.005
RET_COLCAP             0.6157      0.068        9.035     0.000      0.480     0.751
=====
Omnibus:              5.143      Durbin-Watson:           2.081
Prob(Omnibus):        0.076      Jarque-Bera (JB):        4.488
Skew:                 0.442     Prob(JB):                0.106
Kurtosis:             3.583     Cond. No.                 28.9
=====

```

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 16. IPC. Índice y variación mensual, año corrido y anual del IPC sin alimentos (considerando alimentos como la división 01 de la nomenclatura basada en la COICOP).

Año	Mes	IPC	Variación Mensual (%)	Variación Acumulada (%)
2015	Diciembre	87,18	0,00%	0,00%
2016	Enero	87,85	0,77%	0,77%
	Febrero	88,89	1,18%	1,95%
	Marzo	89,51	0,70%	2,65%
	Abril	89,73	0,25%	2,90%
	Mayo	90,21	0,53%	3,43%
	Junio	90,62	0,45%	3,89%
	Julio	90,87	0,28%	4,16%
	Agosto	91,12	0,28%	4,44%
	Septiembre	91,42	0,33%	4,77%
	Octubre	91,54	0,13%	4,90%
	Noviembre	91,67	0,14%	5,04%
	Diciembre	91,99	0,35%	5,39%
2017	Enero	92,86	0,95%	6,33%
	Febrero	93,9	1,12%	7,45%
	Marzo	94,48	0,62%	8,07%
	Abril	95,01	0,56%	8,63%
	Mayo	95,28	0,28%	8,92%
	Junio	95,51	0,24%	9,16%
	Julio	95,47	-0,04%	9,12%
	Agosto	95,65	0,19%	9,30%
	Septiembre	95,86	0,22%	9,52%
	Octubre	95,96	0,10%	9,63%
	Noviembre	96,17	0,22%	9,85%
	Diciembre	96,61	0,46%	10,30%
2018	Enero	97,08	0,49%	10,79%
	Febrero	97,94	0,89%	11,68%
	Marzo	98,23	0,30%	11,97%
	Abril	98,58	0,36%	12,33%
	Mayo	98,87	0,29%	12,62%
	Junio	99,07	0,20%	12,83%
	Julio	99,13	0,06%	12,89%
	Agosto	99,27	0,14%	13,03%
	Septiembre	99,38	0,11%	13,14%
	Octubre	99,56	0,18%	13,32%
	Noviembre	99,71	0,15%	13,47%
	Diciembre	100	0,29%	13,76%
2019	Enero	100,46	0,46%	14,22%
	Febrero	101,1	0,64%	14,86%
	Marzo	101,44	0,34%	15,19%
	Abril	101,84	0,39%	15,59%
	Mayo	102,1	0,26%	15,84%
	Junio	102,27	0,17%	16,01%
	Julio	102,41	0,14%	16,15%
	Agosto	102,54	0,13%	16,27%
	Septiembre	102,73	0,19%	16,46%
	Octubre	102,87	0,14%	16,60%
	Noviembre	103,09	0,21%	16,81%
	Diciembre	103,45	0,35%	17,16%
2020	Enero	103,82	0,36%	17,52%
	Febrero	104,47	0,63%	18,14%
	Marzo	104,75	0,27%	18,41%
	Abril	104,55	-0,19%	18,22%
	Mayo	104,14	-0,39%	17,83%
	Junio	103,7	-0,42%	17,41%
	Julio	103,86	0,15%	17,56%
	Agosto	103,94	0,08%	17,64%
Septiembre	104,34	0,38%	18,02%	

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 17. Ventas reales por productos Grupo Nutresa S.A.

VENTAS REALES EN MM\$ COP							
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Alimentos	\$4.374.350	\$4.486.406	\$4.282.742	\$4.280.348	\$4.449.149	\$3.224.287	\$3.517.440
Bebidas	\$1.849.510	\$1.917.613	\$1.861.797	\$1.800.830	\$1.915.861	\$1.450.090	\$1.782.037
Golosinas y snacks	\$1.301.546	\$1.319.506	\$1.333.025	\$1.369.329	\$1.469.221	\$1.089.626	\$1.009.822
Otros	\$420.011	\$509.546	\$405.709	\$474.942	\$666.061	\$418.430	\$620.191
Total productos	\$7.945.417	\$8.233.071	\$7.883.273	\$7.925.449	\$8.500.292	\$6.182.434	\$6.929.490

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Anexo 18. Ventas reales por segmentos Grupo Nutresa S.A.

VENTAS REALES EN MM\$ COP							
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Galletas	\$1.581.316	\$1.662.733	\$1.613.661	\$1.612.214	\$1.741.333	\$1.279.951	\$1.429.880
Cárnicos	\$1.909.147	\$1.906.205	\$1.677.040	\$1.658.259	\$1.668.745	\$1.194.264	\$1.332.984
Chocolates	\$1.281.989	\$1.367.811	\$1.347.102	\$1.391.495	\$1.460.614	\$1.065.827	\$1.085.333
Café	\$894.407	\$914.369	\$917.477	\$875.594	\$1.042.390	\$740.898	\$1.017.376
TMLUC	\$896.403	\$931.955	\$888.875	\$875.580	\$891.558	\$684.516	\$738.760
Alimentos al consumidor	\$542.296	\$623.445	\$631.846	\$649.281	\$695.493	\$508.303	\$375.288
Helados	\$444.489	\$416.024	\$386.360	\$392.012	\$406.975	\$300.182	\$296.481
Pastas	\$258.476	\$272.327	\$266.550	\$265.781	\$294.166	\$218.582	\$260.159
Otros	\$170.432	\$198.118	\$222.154	\$286.407	\$388.977	\$257.661	\$450.251
Total segmentos	\$7.978.955	\$8.292.987	\$7.951.065	\$8.006.623	\$8.590.251	\$6.250.184	\$6.986.513
Ajuste y eliminaciones	-\$33.538	-\$59.917	-\$67.791	-\$81.174	-\$89.959	-\$67.750	-\$57.024
Consolidado	\$7.945.417	\$8.233.071	\$7.883.273	\$7.925.449	\$8.500.292	\$ 6.182.434	\$ 6.929.490

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Anexo 19. Ventas reales por países Grupo Nutresa S.A.

	VENTAS REALES EN MM\$ COP						
	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020
Colombia	\$4.915.836	\$5.088.502	\$4.982.022	\$5.043.372	\$5.295.221	\$3.848.140	\$4.117.458
Estados Unidos	\$649.077	\$671.099	\$642.270	\$582.401	\$783.794	\$547.565	\$853.842
Centroamérica	\$731.212	\$785.681	\$749.797	\$759.152	\$835.051	\$607.613	\$708.872
Chile	\$575.927	\$672.843	\$640.702	\$639.223	\$640.336	\$479.484	\$520.277
México	\$295.659	\$280.503	\$281.550	\$281.953	\$293.254	\$230.258	\$197.186
República Dominicana y Caribe	\$126.914	\$137.952	\$142.127	\$146.647	\$159.239	\$118.780	\$116.623
Perú	\$164.377	\$171.237	\$179.692	\$180.805	\$193.874	\$130.035	\$136.088
Ecuador	\$113.475	\$114.947	\$113.223	\$118.330	\$123.162	\$90.169	\$97.434
Venezuela	\$230.108	\$178.898	\$303	\$0	\$0	\$0	\$0
Otros	\$142.832	\$131.409	\$151.587	\$173.566	\$176.360	\$130.390	\$181.710
Total países	\$7.945.417	\$8.233.071	\$7.883.273	\$7.925.449	\$8.500.292	\$6.182.434	\$6.929.490

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Anexo 20. Importancia relativa de las Ventas de cada tipo de producto con respecto al total Ventas Grupo Nutresa S.A.

	2015	2016	2017	2018	2019	sep 2019	sep 2020	prom. 2015-2019
Alimentos	55,06%	54,49%	54,33%	54,01%	52,34%	52,15%	50,76%	54,04%
Bebidas	23,28%	23,29%	23,62%	22,72%	22,54%	23,46%	25,72%	23,09%
Golosinas y snacks	16,38%	16,03%	16,91%	17,28%	17,28%	17,62%	14,57%	16,78%
Otros	5,29%	6,19%	5,15%	5,99%	7,84%	6,77%	8,95%	6,09%
Total productos	100,00%							

Fuente: Con base en memorias anuales de Grupo Nutresa S.A. Elaboración Propia.

Anexo 21. Proyecciones consumo de productos a nivel mundial.

Proyecciones en consumo de Toneladas													
Años	2019	2020	var%	2021	var%	2022	var%	2023	var%	2024	var%	2025	var%
Alimentos													
Cereales													
Trigo	756486,79	760955,12	0,59%	770696,69	1,28%	780019,89	1,21%	787599,64	0,97%	795298,67	0,98%	802869,2	0,95%
Maíz	1166975,9	1172638,8	0,49%	1193186,4	1,75%	1204590	0,96%	1222773,4	1,51%	1237419,7	1,20%	1252649,1	1,23%
Otros cereales secundarios	282897,2	290278,45	2,61%	293359,49	1,06%	295225,35	0,64%	298261,5	1,03%	299878,29	0,54%	302174,54	0,77%
Arroz	519114,65	529522,93	2,01%	535687,75	1,16%	541152,86	1,02%	545887,74	0,87%	551522,65	1,03%	557057,61	1,00%
Raíces y Tubérculos													
Raíces y Tubérculos	240783,58	244000,22	1,34%	247496,37	1,43%	251138,06	1,47%	254721,7	1,43%	258336,93	1,42%	262031,65	1,43%
Pulsos													
Pulsos	85878,049	87440,888	1,82%	88996,796	1,78%	90429,338	1,61%	91886,466	1,61%	93279,221	1,52%	94698,85	1,52%
Semillas oleaginosas													
Haba de soja	352933,83	358582,03	1,60%	367476,49	2,48%	372335,71	1,32%	377263,58	1,32%	382145,28	1,29%	386654,77	1,18%
Otras semillas oleaginosas	154198,92	156631,39	1,58%	158661,87	1,30%	160789,7	1,34%	162876,21	1,30%	164844,1	1,21%	166846,42	1,21%
Comidas proteicas	349589,9	354119,79	1,30%	362190,53	2,28%	367405,74	1,44%	372694,12	1,44%	377678,3	1,34%	382506,75	1,28%
Aceites vegetales	214750,14	217650,21	1,35%	220555,8	1,33%	223613,82	1,39%	227153,33	1,58%	230334,59	1,40%	233543,04	1,39%
Carnes													
Ternera	70474,255	70881,971	0,58%	71451,481	0,80%	71636,786	0,26%	72148,627	0,71%	72659,615	0,71%	73243,093	0,80%
Carne de cerdo	109244,95	106279,27	-2,71%	108775,42	2,35%	112584,84	3,50%	116028,34	3,06%	119622,32	3,10%	123218,63	3,01%
Carne de ave	128757,96	131229,76	1,92%	132425,92	0,91%	133696,02	0,96%	135254,96	1,17%	136808,75	1,15%	138402,28	1,16%
Carne de oveja	15278,749	15520,212	1,58%	15742,234	1,43%	15965,42	1,42%	16193,595	1,43%	16415,069	1,37%	16635,827	1,34%
Pescado													
Pescado	177934,84	180496,72	1,44%	179717,42	-0,43%	183479,64	2,09%	186463,06	1,63%	189007,62	1,36%	191307,96	1,22%
Productos lácteos (menos leche)													
Productos lácteos frescos	430276,26	440120,35	2,29%	448278,06	1,85%	456983,98	1,94%	465808,05	1,93%	474855,1	1,94%	483936,43	1,91%
Mantequilla	11569,507	11763,39	1,68%	11965,595	1,72%	12169,637	1,71%	12359,678	1,56%	12556,19	1,59%	12759,425	1,62%
Queso	23801,522	24137,84	1,41%	24426,976	1,20%	24704,71	1,14%	24983,814	1,13%	25286,368	1,21%	25583,24	1,17%
Suero en polvo	2797,887	2844,985	1,68%	2884,137	1,38%	2919,343	1,22%	2954,427	1,20%	2992,935	1,30%	3031,497	1,29%
			1,29%		1,42%		1,40%		1,41%		1,35%		1,34%
Bebidas													
Leche desnatada en polvo	4578,462	4503,655	-1,63%	4569,019	1,45%	4651,962	1,82%	4727,461	1,62%	4804,523	1,63%	4878,566	1,54%
Leche entera en polvo	4946,738	5074,938	2,59%	5174,036	1,95%	5254,906	1,56%	5344,027	1,70%	5435,952	1,72%	5526,799	1,67%
Café			5,50%		4,20%		4,30%		7,30%		5,00%		5,20%
Té			6,70%		6,70%		6,00%		7,20%		6,20%		5,60%
Otras bebidas calientes			5,70%		5,70%		4,00%		4,80%		4,60%		4,70%
			3,77%		4,00%		3,54%		4,52%		3,83%		3,74%
Golosinas y snacks													
Azúcar	172910,77	174987,48	1,20%	177488,78	1,43%	180177,72	1,51%	182764,56	1,44%	185302,98	1,39%	187889,03	1,40%
Helados			4,90%		4,90%		4,90%		4,90%		4,90%		4,90%
Galletas			7,37%		7,37%		7,37%		7,37%		7,37%		7,37%
Chocolates			4,40%		4,40%		4,40%		4,40%		4,40%		4,40%
			4,47%		4,52%		4,55%		4,53%		4,51%		4,52%
Otros			3,18%		3,32%		3,16%		3,49%		3,23%		3,20%

Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), Research and Markets (R & M), y Euromonitor Internacional.

Anexo 22. Supuestos para proyección Costos Operacionales 2020-2025 Grupo Nutresa S.A.

Concepto	Supuestos 2020-2025	Se aplica sobre Ítem
Costo de Ventas	55,61%	Ventas
Gastos de Ventas	28,33%	Ventas
Gastos de Administración	4,60%	Ventas
Gastos de producción	1,62%	Ventas
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	-\$ 6.873	
Otros Ingresos (Egresos) Netos Operacionales	-\$ 2.138	
Depreciación y amortización		PPE Neto; y Activos Intangibles
Costo de Venta	2,99%	
Gastos de Ventas	4,08%	
Gastos de Administración	3,91%	
Gastos de Producción	1,84%	

Fuente: Elaboración propia.