



**VALORACIÓN GRUPO NUTRESA S.A.
MEDIANTE METODO DE MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno:

Fuentes Quintero José Fernando.

Profesor Guía:

Francisco Marcet.

Santiago, Septiembre de 2020.

Al lograr esta Maestría, la dedico a quienes han ayudado a construir un mejor futuro, mi padre, madre, hermana Andrea y familia, pues desde la distancia siempre me motivaron para culminar mis estudios.

A Dios por darme sabiduría de tomar una decisión tan trascendental para mi vida personal y profesional, como fue irme a estudiar a Chile; y por no dejarme caer ante las adversidades vividas en el 2019 y 2020.

Agradecimientos

Quiero expresar mi gratitud a esas personas que de una u otra forma me apoyaron para la culminación de mi magister, no obstante las situaciones difíciles que se presentaron durante mi estadía en Chile como el estallido social el viernes 18 de octubre de 2019 y la pandemia del 2020 que todavía nos aqueja.

Este magister me dio el privilegio de conocer grandiosas personas y profesionales, los cuales me acogieron con hospitalidad, como un nacional más: Hugo R., Mariangel A., Joaquín G., Héctor Vivas., Jonathan S., Carlos L., Gabriela G., Martha T.

En especial quiero resaltar mi amistad con Marco Escobar, el cual me abrió las puertas de su hogar y me acogió como un miembro de su familia, debatiendo con él temas académicos que culminaron exitosamente con la sustentación de este trabajo.

Y por supuesto mi agradecimiento a la prestigiosa Universidad de Chile, por las enseñanzas recibidas, que indudablemente redundaran en un mejor desempeño de mi vida profesional como resultado del logro intelectual alcanzado; así como también al profesor Carlos Maquiera, guía importante por sus conocimientos aportados para el desarrollo de esta tesis; y a Marcela Luza, Coordinadora Docente de la Universidad, por estar siempre dispuesta a prestar su colaboración para culminar este proceso.

Por último, quiero evocar estas palabras: “Sin importar lo muy egoísta que pueda ser presuntamente un hombre, hay sin duda algunos principios en su naturaleza que lo hacen interesarse por la suerte de otros y determinan que su felicidad sea necesaria para él, pese a no ganar nada con ello, excepto el placer de presenciarlo”. Adam Smith, *Theory of Moral Sentiments* (1759).

Tabla de Contenido

Agradecimientos	3
Tabla de Contenido	4
Índice de Ilustraciones	7
1. Propósitos y Metodología	9
1.1 Principales Métodos de Valoración	11
1.1.1 Modelo de Descuento de Dividendos	11
1.1.2 Métodos de Flujos de Caja Descontados	12
1.1.3 Métodos de Múltiplos	14
2. Descripción de la Empresa e Industria	15
2.1 Aspectos Generales	15
2.2 Historia.....	17
2.3 Aspectos Relevantes	18
2.4 Líneas de Negocios	21
2.5 Filiales por País que consolida el Grupo.....	32
2.6 Principales Accionistas	34
2.7 Empresas Comparables	36
2.8 Responsabilidad Social Empresarial (RSE).....	39
2.9 Grupo Nutresa SA frente a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).....	39
3. Descripción de Financiamiento de la Empresa	40
3.1 Bono con Emisión en Colombia	41
3.2 Bono Emitido en Colombia tramo C12.....	41
3.3 Composición de Deuda.....	42
4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	43
4.1 Patrimonio Económico del Grupo.....	43
4.2 Estructura de Capital de la Empresa	44
4.3 Estructura de Capital Objetivo de la Empresa	44
5. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa	45
5.1 Tasa Libre de Riesgo (rf).....	47
5.2 Costo de la deuda (Kb).....	47
5.3 Beta de la Deuda (βd)	48
5.4 Beta de la Acción	48
5.5 Beta Patrimonial sin Deuda $\beta PS/D$	48
5.6 Beta Patrimonial con Deuda $\beta PC/D$	49

5.7	Costo Patrimonial KP	51
5.8	Costo de Capital K0	52
6.	Valoración de la Empresa por Múltiplos	52
6.1	Resumen de Múltiplos Comparables	54
6.2	Resumen de Múltiplos Comparables por Industria	54
6.3	Datos Contables Grupo Nutresa 2019.....	54
6.4	Valoración Grupo Nutresa por Múltiplos calculados.....	55
7.	Conclusión de la Valoración por Múltiplos	56
8.	Análisis Financiero y Principales Ratios	57
9.	Bibliografía	59
10.	Anexos	60

Índice de tablas

Tabla 1: Principales Métodos de Valoración.	10
Tabla 2: Filiales en Colombia del Grupo Nutresa SA al año 2019.	32
Tabla 3: Filiales en el mundo del Grupo Nutresa SA al año 2019.	34
Tabla 4: Informe de los 25 principales accionistas.	35
Tabla 5: Información técnica de Alicorp S.A.A 37	37
Tabla 6: Información Financiera histórica Alicorp S.A.A. año 2018 al 2019.	37
Tabla 7: Información Técnica del Grupo BIMBO.	38
Tabla 8: Información Financiera histórica Grupo BIMBO año 2018 al 2019.	38
Tabla 9: Financiamiento vía Bono Corporativo Grupo Nutresa SA 2019.	41
Tabla 10: Deuda Financiera Grupo Nutresa SA período 2015 al 2019.	42
Tabla 11: Patrimonio Económico (Bursátil) Grupo Nutresa SA.	43
Tabla 12: Estructura de Capital Grupo Nutresa S.A.	44
Tabla 13: Estructura de Capital Objetivo Grupo Nutresa S.A.	45
Tabla 14: Resumen de los Betas Financieros obtenidos para la acción NCH.	47
Tabla 15: Proporción de Ventas por país Grupo Nutresa 2019.	50
Tabla 16: Tasas nominales de impuesto sobre la renta en diferentes países al 2024.	50
Tabla 17: Cálculos de múltiplos Grupo BIMBO y Alicorp 2018.	53
Tabla 18: Cálculos de múltiplos Grupo BIMBO y Alicorp 2019.	53
Tabla 19: Cálculos de múltiplos de Bimbo y Alicorp 2019.	54
Tabla 20: Cálculos de múltiplos recomendados para la Industria 2019.	54
Tabla 21: Información Contable del Grupo Nutresa SA 2019.	54
Tabla 22: Resumen del Precio de la Acción del Grupo Nutresa por Múltiplos Recomendados.	55
Tabla 23: Resumen del Precio de la Acción del Grupo Nutresa por otros Múltiplos.	56
Tabla 24: Resumen del Precio de la Acción del Grupo Nutresa por otros Múltiplos.	56
Tabla 25: Principales ratios financiero Grupo Nutresa.	57
Tabla 26: Detalle de filiales con mayor presencia bursátil; Industria, Participación y País de procedencia, para los años 2018 y 2019.	60
Tabla 27: Detalle de filiales otros países; Industria, Participación y País de procedencia, para los años 2018 y 2019.	63

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1: Porcentajes de crecimiento por líneas de negocios 2019 y 2018.	18
Ilustración 2: Porcentajes de ventas en Colombia y a nivel internacional.	19
Ilustración 3: Porcentaje de ventas por Negocio en el año 2019.	20
Ilustración 4: Porcentaje de crecimiento de EBIDTA por líneas de negocios año 2019 y 2018.	20
Ilustración 5: Porcentaje del EBIDTA por negocio.	21
Ilustración 6: Porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas. Cárnicos Nutresa. .	22
Ilustración 7: Porcentaje de ventas totales, de empleados y de marcas. Galletas Nutresa.	24
Ilustración 8: Porcentaje de ventas totales, de empleados y de marcas. Chocolates Nutresa.	25
Ilustración 9: Porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas. Tresmontes Lucchetti.	27
Ilustración 10: Porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas. Cafés Nutresa.	28
Ilustración 11: Porcentaje de empleados y de marcas. Alimentos al consumidor.	29
Ilustración 12: Porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas. Helados Nutresa.	31
Ilustración 13: Porcentajes de venta totales, de empleados y de marcas. Pastas Nutresa.	32
Ilustración 14: Composición del Grupo Nutresa SA al 31 de diciembre de 2019.	35
Ilustración 15: Los ODS en el Grupo Nutresa SA 2019.	40

Resumen Ejecutivo

Este trabajo tiene como finalidad realizar la estimación del valor de mercado del Grupo Nutresa S.A., empresa colombiana fundada en 1920 en la ciudad de Medellín, este holding empresarial está diversificado en términos de mercados, categorías, materias primas y redes de distribución. Tiene 9 líneas de negocios: Cárnicos, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti -TMLUC-, Cafés, Alimentos al Consumidor, Helados y Pastas. Posee una presencia directa en 14 países con redes de distribución y con 47 plantas de producción y tiene productos presentes en 74 países de los cinco continentes.

Realizamos la valorización de esta empresa considerando la información pública existente en los Estados Financieros Consolidados a 31 de diciembre de 2019 auditados por PriceWaterhouseCoopers (PWC) una de las Big Four en el mundo y en el Informe Integrado de Grupo Nutresa S.A. 2019 auditado por KPMG Advisory Services S. A. S. publicado en marzo de 2020.

Por medio de esta información pública se pudo determinar la estructura de capital objetivo, junto a su correspondiente cálculo de la tasa de costo de capital (WACC)¹, y como método para valoración se utiliza el de múltiplos, basado en la cuenta de resultados de la empresa y trata de determinar el valor de la empresa por medio de la magnitud de los beneficios.

El resultado de la valoración arrojó un precio estimado de la acción de Grupo Nutresa S.A. por Enterprise Value To EBITDA (EV/EBITDA) de \$26.301 y por Enterprise Value To EBIT (EV/EBIT) de \$26.430. Al 31 de diciembre de 2019, la acción se transaba en el mercado en ese momento a \$25.400, obteniéndose un precio 3,5% y 4,1% mayor por múltiplos de la Industria.



¹ Scott Besley (2001). El rendimiento promedio requerido por los inversionistas de la empresa determina cuál es la cantidad que debe pagarse para atraer fondos, en otras palabras, el costo promedio ponderado de los fondos de la empresa. A esto se le llama costo de capital, y representa la tasa mínima de rendimiento que debe obtenerse a partir de las inversiones para asegurar que el valor de la empresa no disminuya. El WACC será mayor cuanto mayor sea la tasa libre de riesgo, la rentabilidad esperada del mercado, la Beta, el nivel de endeudamiento y el coste financiero.

1. Propósitos y Metodología

Una valoración de empresas se utiliza para distintos propósitos comerciales y tiene como objetivo estimar un valor por lo que este resultado transita y se compara desde operaciones de compra-venta hasta procesos de arbitrajes y pleitos. Además, tenemos que tener en cuenta que la empresa suele tener un distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. A continuación detectamos los siguientes propósitos²:

- Operaciones de compra-venta:
Tenemos en cuenta el vendedor, donde la valoración indica el mínimo precio por el que se debe vender. También, se proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores. Por el lado del comprador le indica el precio máximo a pagar.
- Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa:
Sirve para poder establecer un precio y poder compararse entre ellas. Tiene en cuenta con cuales valores concentran su cartera y si estos pueden estar infravalorados por el mercado y, por último, para comparar el valor obtenido con la cotización de acción en el mercado.
- Salidas a bolsa:
La valoración calculada justifica el precio al que se pueden ofrecer las acciones al público comprador.
- Herencias y testamentos:
La valoración estimada puede comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.
- Sistemas de remuneraciones basados en creación de valor:
El cálculo de la valoración de una empresa es elemental para poder evaluar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.

² Fernández, Pablo. "Métodos de Valoración de Empresas" (2017).

- Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa:
Una valoración de una empresa o de sus unidades de negocio ofrecen decisiones para: crecer, vender y realizar operaciones de M&A³.
- Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (value drivers):
Se detectan las fuentes de creación y pérdida de valor.
- Planificación estratégica:
La valorización mide el impacto de potenciales estrategias y políticas internas de la empresa para crear o destruir valor.
Se decide cuales productos/líneas de negocio/países/clientes, se pueden mantener, potenciar o abandonar.
- Procesos de arbitrajes y pleitos:
En el momento de presentar una valoración, la mejor explicada podría ser la más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez.
Es un requisito para poder presentar la disputa sobre precios.

Encontramos distintas metodologías para estimar un valor y los resultados que estimamos de ningún modo serán exactos e iguales entre los diferentes métodos, porque el resultado dependerá de la situación y contexto actual de la empresa y obviamente el método utilizado para calcular el valor de la empresa.

A continuación, en la tabla 1 mostramos los principales métodos de valoración:

Tabla 1: Principales Métodos de Valoración.

Principales Métodos de Valoración	
BALANCE	Valor Contable.
	Valor Contable Ajustado.
	Valor de Liquidación.
	Valor Sustancial.
	Activo Neto Real.
CUENTA DE RESULTADOS	Múltiplos de:
	Beneficios: PER

³ Mergers and Acquisitions.

	VENTAS.
	EBITDA.
	Otros Múltiplos.
MIXTOS (GOODWILL)	Clásico.
	Unión de Expertos Contables Europeos.
	Renta Abreviada.
	Otros.
DESCUENTOS DE FLUJOS	Flujo para la deuda.
	Flujo para las acciones.
	Dividendos.
	APV.
	Free Cash Flow.
CREACION DE VALOR	EVA.
	Beneficio Económico.
	Cash Value Added.
	CFROI.
OPCIONES	Black y Scholes.
	Opción de invertir.
	Ampliar el proyecto.
	Aplazar la inversión.
	Usos alternativos.

Fuente: Elaboración Propia siguiendo apuntes de clases y libros.

En los métodos de valoración más populares encontramos modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados y múltiplos o comparables.⁴ En nuestro trabajo aplicaremos la metodología de flujos descontados y múltiplos.

1.1 Principales Métodos de Valoración

1.1.1 Modelo de Descuento de Dividendos

El dividendo es una cuota de dinero de una empresa que se reparte entre los accionistas de una sociedad, constituyendo como la principal vía de remuneración de los accionistas como propietarios de una sociedad. El valor de una acción, es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y generalmente se utiliza para la valoración de bancos e

⁴ Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8.

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:

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

Dónde:

DPA= Dividendo por acción.

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

Por otro lado, la rentabilidad de una acción se define como la relación entre el beneficio económico que proporciona la acción (precio y dividendos) y el capital que ha invertido el accionista en un periodo de tiempo y que se siente suficientemente remunerado. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.⁵

Usualmente, este método es útil cuando⁶:

- La compañía está pagando dividendos a sus accionistas.
- La compañía tiene covenants financieros lo cual genera una restricción importante en el endeudamiento.
- El inversionista no quiere tomar el control de la compañía en ese momento.
- El directorio de la compañía ha establecido una política de dividendos que es consistente con las ganancias de la empresa.

1.1.2 Métodos de Flujos de Caja Descontados

El método de Flujo de Caja Descontados (FCD) es una metodología científica y teórica más exacta para utilizar en una valoración, debido a que puede relacionar la utilidad y el

⁵ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005). Gestión 2000. 36p.

⁶ Maquieira, C & Espinosa, C." Valoración de Empresas Aplicada "(2019.) Capítulo 1, pp 23.

crecimiento del negocio evaluado; por lo anterior, es la metodología más utilizada y es punto de partida para elaborar cualquier otro método de valoración.

Al realizar valoraciones comparativas de la manera exacta y correcta, hay que tener en cuenta los principales fundamentos de la valoración por FCD, en el que los flujos de caja libre son ajustados sobre un horizonte de determinado tiempo⁷ y luego son descontados para determinar su valor presente. Asimismo, este valor debe funcionar para los flujos de caja generados más allá de la proyección, usualmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad”⁸, lo que genera que un FCD podría ser sensible a la tasa de descuento. Esta tasa de descuento debe ser la adecuada para cada tipo de flujo de fondos.

Para poder calcular y determinar la tasa de descuento, hay que tener en cuenta el riesgo y las volatilidades históricas, en la realidad, la mayoría de los casos, el descuento mínimo exigido lo ordenan los interesados; pueden ser compradores o vendedores o personas que no están dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En los parámetros de valoración contenidos en la metodología de FCD son primordialmente cálculos de proyecciones a largo plazo, las cuales pretenden 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 elemento del valor terminal en un FCD usualmente constituye la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. Por lo tanto, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, componen un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

Por lo común cuando detectamos una tasa de descuento la cual se va utilizar para poder descontar los flujos de la empresa, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa la calculamos como un promedio ponderado entre la rentabilidad exigida por los accionistas⁹ (K_p) y el costo de la deuda (K_b). De esta manera podemos estimar el Costo de Capital (K_o) o “WACC”¹⁰, la cual es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja

⁷ Período explícito de proyección.

⁸ Período implícito de la proyección.

⁹ Llamada también Costo Patrimonial.

¹⁰ El WACC de las siglas en inglés Weighted Average Cost of Capital.

Libre Totales para poder calcular el valor total de una empresa en su parte operativa, teniendo en cuenta su 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.

Siguiendo los pasos para valorar la empresa, se pretende una estimación de la estructura de capital objetivo de largo plazo, y que esta situación condicione la posibilidad de valorar la sociedad, si no se cumple, se debe realizar por valor presente ajustado.

Para aplicar el FCD recordemos que siempre será en su parte operativa y la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa, ajustando el superávit o déficit de capital de trabajo que la compañía lograra al momento de la valoración. Hay que tener en cuenta, que la valoración del patrimonio sencillamente se resta al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

Cuando la empresa es financiada con 100% patrimonio, la valoración en su parte operativa se calcula descontando los flujos de caja totales, a una tasa de costo de capital sin deuda, la podemos señalar como la tasa de rentabilidad exigida al negocio dado su nivel de riesgo del core business. Como resultado de la valoración, se realizan ajustes adicionando el valor de los activos prescindibles y se ajusta el superávit o déficit de capital de trabajo. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincide con el valor del patrimonio.

1.1.3 Métodos de Múltiplos

El método de Múltiplos estima el precio de los activos comparables con alguna variable frecuentemente común en una compañía: como el flujo de caja, las ventas, las ganancias o el valor libro. De esta manera se podría confrontar el valor de la empresa (Enterprise Value) o el capital accionario. En pocas palabras, este método consiste en comparar relativamente un valor del activo en relación con el de otro activo, como resultado, es que la valoración relativa de activos similares se debe vender a precios similares.

Al realizar este modelo, no requerimos realizar proyecciones futuras de flujo de caja y calcular una tasa de descuento, a pesar de ello los estudios refleja una evidencia empírica,

arrojando que el método es menos preciso al momento de estimar el valor de una empresa. Tenemos que tener en cuenta, que para poder estimar el valor de la empresa hay una base de valor de mercado, en la cual debemos identificar una variable común y relacionar dos activos similares, realmente es muy complejo emparejarlos debido a que no existen dos activos totalmente iguales.

A continuación, observamos distintos múltiplos que pueden ser utilizados¹¹:

Valor Libro:

- Valor de mercado / Valor libro de los activos.
- Valor de mercado / Costos de reemplazo (Q de Tobin).
- Precio acción / Valor libro de la acción.

Ventas:

- Valor de la empresa / Ventas.
- Precio de la acción / Ventas por acción.

Ganancias:

- Valor de la empresa / EBIT
- Valor de la empresa / Flujo de caja
- Valor de la empresa / EBITDA
- Precio de la acción / Utilidad

Variables de industrias específicas:

- Precio por tonelada de cobre, Precio/Kwh, valor por m^2 construido en retail.

2. Descripción de la Empresa e Industria

2.1 Aspectos Generales

Grupo Nutresa S. A. es la empresa líder en alimentos procesados en Colombia y uno de los jugadores más relevantes del sector en América Latina, fundada en 1920, cuenta en la actualidad con cerca de 45.803 colaboradores, 47 plantas de producción, 9.235 vendedores,

¹¹ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Taller de valoración de empresas aplicado." Valoración por múltiplos".

124 centro de distribuciones, 342 restaurantes, 500 heladerías, 33 tiendas de café¹² y 29 centros de operación certificados ISO 14001, los cuales generan 18 marcas con ventas mayores a USD 50 millones; este grupo cuenta con un modelo de negocio diferenciado a partir de su gente: talentosa, innovadora, comprometida y responsable que aporta al desarrollo sostenible, sobresaliendo sus marcas las cuales son líderes, reconocidas y queridas, hacen parte del día a día de los consumidores y se soportan en productos nutritivos y confiables. Y de su red de distribución, con una oferta diferenciada por canales y segmentos que hace ampliamente disponible el portafolio de productos en toda la región estratégica.

El Grupo Nutresa S.A. cercano a cumplir un siglo de existencia, está trabajando bajo una filosofía de innovación y desarrollo sostenible¹³ en el mercado de alimentos, donde está sucediendo una transición para el nuevo escenario mundial, buscando el bienestar, la nutrición y los estilos de vida saludables como importantes para la comunidad, esto con el fin de adaptarse a las nuevas condiciones del mercado, satisfaciendo los gustos cambiantes y las nuevas necesidades de sus consumidores.

A continuación, reflejamos los siguientes datos de este grupo empresarial:

- **Razón social:** Grupo Nutresa S.A.
- **Domicilio:** Medellín – Colombia.
- **RUT:** 890.304.130 – 4
- **Nemotécnico:** BVC : NUTRESA
ADR Nivel 1: GCHOY
- **Industria:** Procesamiento de Alimentos.
- **Regulación:**
Colombia: Casa de Bolsa, Corredores Asociados, Correval, Davivalores, Serfinco, Ultrabursátiles, Valores Bancolombia.
Internacionales: BTG Pactual, Citi, Credicorp – Correval, Goldman Sachs, HSBC, Itaú BBA, Santander, Nau Securities.

¹² Tiendas de café Starbucks en Colombia en las que Grupo Nutresa SA tiene el 30% de participación.

¹³ Dimensión Ambiental: Optimizar los siguientes ítems: consumo de agua, generación de residuos sin lodos, material de empaques, aprovechamiento de residuos sin lodos, uso de energías más limpias, consumo de energía y la emisión de gases de efecto invernadero.

2.2 Historia

Fundada como la Compañía Nacional de Chocolates Cruz Roja en el año 1920, que posteriormente se convertiría en la Compañía Nacional de Chocolates S.A. y luego en el Grupo Nutresa S.A.

En 1933 se hace accionista de Fábrica de Galletas Noel y crea la marca Sello Rojo para comercializar café tostado y molido, siendo así como para consolidar el negocio del café en 1958 establece la marca Colcafé. Luego se afianza en el mercado de cárnicos adquiriendo Productos Zenu Ltda. en 1960. Siguiendo con la línea de negocio del café, en 1968 obtiene la Fábrica de Café La Bastilla; para el 21 de marzo de 1961 la Compañía Nacional de Chocolates S.A. cotiza por primera vez en la Bolsa de Valores de Medellín.

Adquiere el Frigorífico Continental de Barranquilla y Frigorífico Suizo de Bogotá en el año 1970, pero en los años de 1980 compra Molino Santa Marta S.A. como proveedor de harina de trigo para la línea de Negocio de Galletas. Conjuntamente va a fundar Tecniagro S.A. para proveer el Negocio Cárnico.

Para el año de 1993 crea Dulces de Colombia S.A., y en 1995 procede a establecer las primeras empresas comercializadoras en el exterior: Corporación Distribuidora de Alimentos S.A. (Cordialsa en Ecuador) y Cordialsa en Venezuela. Empieza sus inversiones en el exterior en el año de 1996, comprando Industrias Alimenticios Hermo de Venezuela S.A. para fortalecer el Negocio Cárnico. En el año 1.997 compra la empresa líder en pastas alimenticias en Colombia, Productos Alimenticios Doria. Entre los años 2001 y 2010 realiza inversiones en Panamá, Costa Rica, Perú, México, Ecuador, Venezuela, Puerto Rico, Estados Unidos (Fehr Holdings planta del Negocio de Galletas en Texas y Oklahoma), Nicaragua, Guatemala, El Salvador, Honduras y República Dominicana.

Igualmente, en el año 2012 adquiere el 44% de Dan Kaffe – DKM una de las compañías productoras de café soluble y extractos de café más grandes de Malasia. En Chile, en el 2013 compra Tresmontes Lucchetti jugador estratégico en el mercado de pastas, jugos, cafés, snacks, aceites comestibles, sopas postres, y bebidas instantáneas frías (fuertes en México). También en ese mismo año anuncia su alianza con Starbucks y Alsea para el montaje de las tiendas Starbucks en Colombia (la primera tienda abre sus puertas en Bogotá en julio de

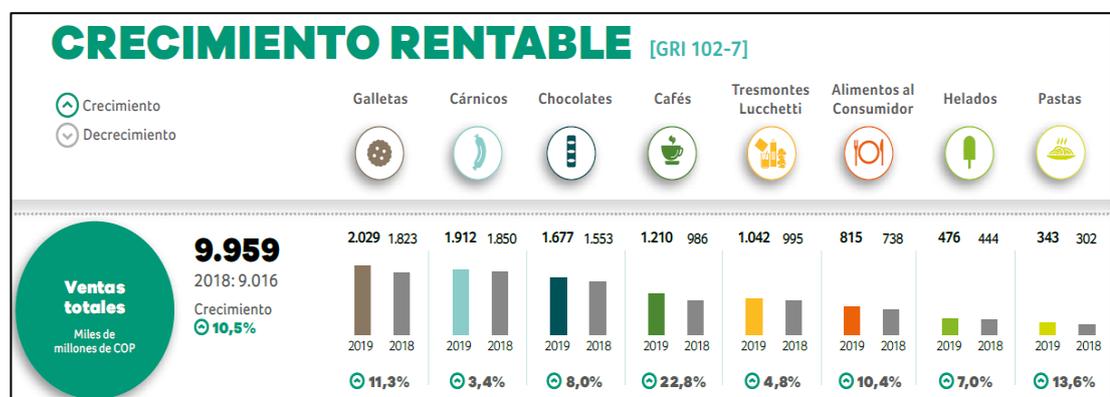
2014). En este mismo año, crea Oriental Coffee Alliance, joint venture con Mitsubishi Corporation para comercializar productos de café por toda Asia. Para el año 2015 en Colombia compra el Grupo El Corral, fortaleciendo la línea de negocio Alimentos al Consumidor, así como también adquiere en el año 2016 el Frigorífico Fogasa (Aguachica, Cesar). Ya para el año 2018 compra la compañía de productos de alimentos saludables y funcionales Productos Naturela S.A.S y, por último, en el año 2019 adquiere en Minnesota (Estados Unidos) Cameron's Coffee compañía de producción y distribución de café tostado y molido de valor agregado.

2.3 Aspectos Relevantes

En cifras, el Grupo Nutresa S.A. tuvo unas ventas totales en el año 2019 de 9.956¹⁴ el cual aumentó en un 10,5% con respecto al año 2018, en el que se vendió totalmente 9.016; este crecimiento de ventas se da debido a que la línea de negocio "Cafés" aumentó en un 22,8%; por otro lado, la línea de negocios "Pastas" también aumenta en un 13,6%; asimismo la línea de negocio "Galletas" contribuye al aumentar en un 11,3%.

En la Ilustración 1, observamos los crecimientos en todas sus líneas de negocios cotejando el año 2019 con el año 2018.

Ilustración 1: Porcentajes de crecimiento por líneas de negocios 2019 y 2018.



Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

Las ventas totales son separadas según su informe integrado en sus ventas realizadas en Colombia en el año 2019, las cuales fueron de 6.204, aumentando un 8,1% con respecto al

¹⁴ En miles de millones de Pesos Colombianos COP.

año 2018, donde se vendió 5.737; seguidamente, sus ventas internacionales en el año 2019 fueron de 1.142, y al compararlas con las del año 2018 que fueron de 1.109, se refleja un aumento 3,0%. Con lo anterior podemos deducir que sus ventas totales se fragmentan un 62,3% en Colombia y un 37,7% en el resto del mundo.

En la Ilustración 2 observamos los crecimientos de ventas en Colombia y a nivel internacional comparando el año 2019 con el año 2018.

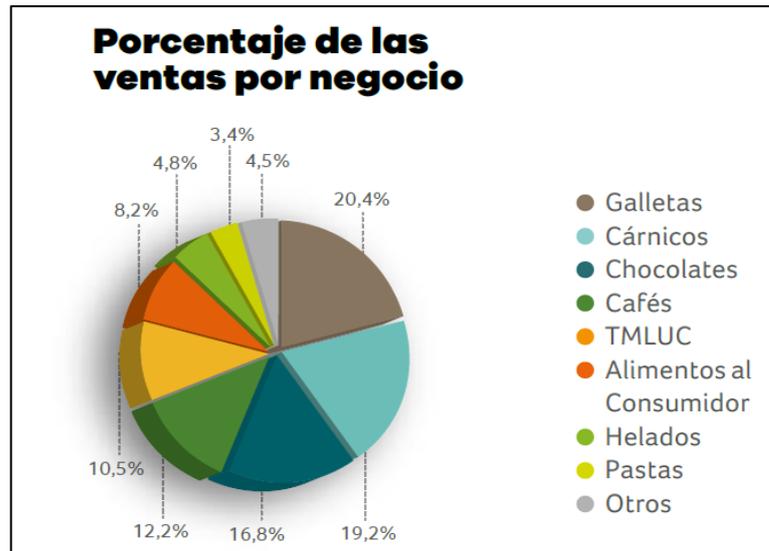
Ilustración 2: Porcentajes de ventas en Colombia y a nivel internacional.



Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

En la Ilustración 3 adjunta a continuación presentamos el Porcentaje de Ventas por Negocio para el año 2019, observando que las líneas de negocio “Galletas”, “Cárnicos” y “Chocolates” aportan un 56,4% de las ventas del Grupo Nutresa S.A.

Ilustración 3: Porcentaje de ventas por Negocio en el año 2019.



Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

Al analizar el EBITDA del Grupo Nutresa S.A. para el año 2019, se advierte un crecimiento del 19,6% con respecto al año 2018. En la siguiente Ilustración 4 se detecta los crecimientos de su EBITDA por líneas de negocios comparando el año 2019 con el año 2018.

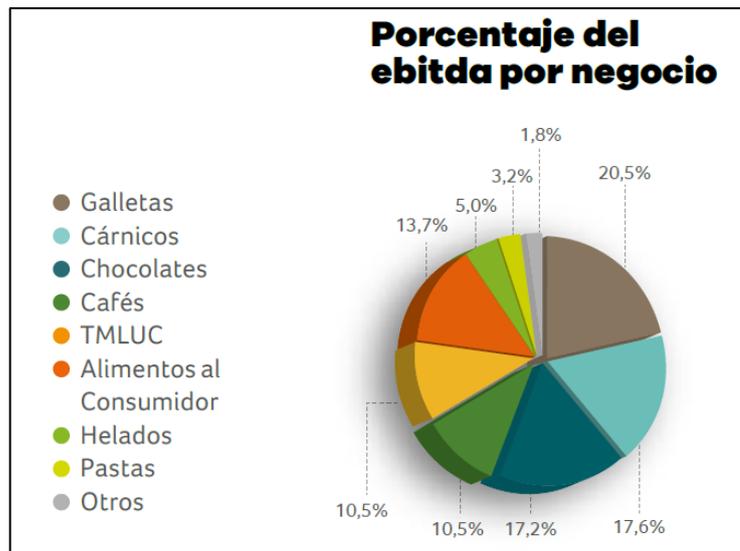
Ilustración 4: Porcentaje de crecimiento de EBITDA por líneas de negocios año 2019 y 2018.



Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

Podemos observar en la Ilustración 5 que las líneas de negocio “Galletas” con un 20,5%, “Cárnicos” con un 17,6% y “Chocolates” con un 17,2% aportan un 55,3% del EBITDA del Grupo Nutresa S.A.

Ilustración 5: Porcentaje del EBIDTA por negocio.



Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

2.4 Líneas de Negocios

Esta empresa multilatina tiene 9 unidades de negocio: Cárnicos, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti -TMLUC-, Cafés, Alimentos al Consumidor, Helados, Pastas y otros, mientras las unidades se comercializan en más de 70 países con ayuda de 45.803 colaboradores de los cuales hay 33.069 en Colombia y 12.733 en el exterior; de estos colaboradores 63,8% son hombres y 36,2% son mujeres, que trabajan en 47 plantas en el mundo y en 1.425.141 puntos de ventas.

La estructura del Grupo Nutresa SA se combinan según el área geográfica y sus tipos de productos, las unidades que presentan información financiera son los siguientes:

- Cárnicos Nutresa:

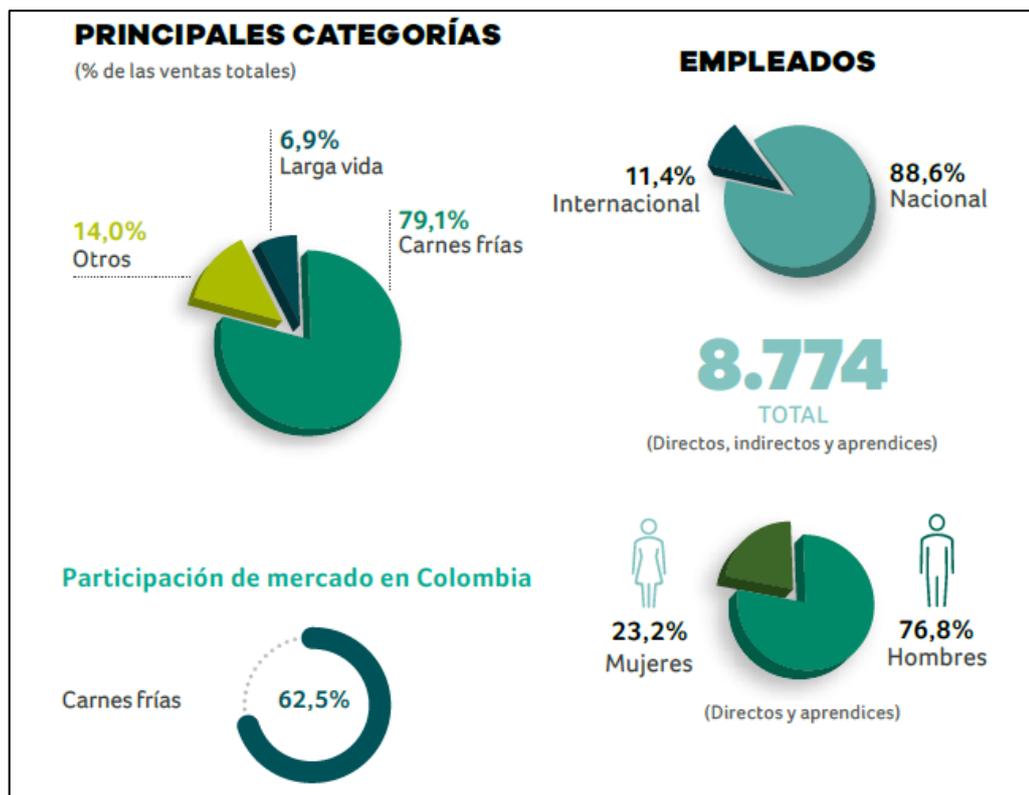
Según la línea de negocio Cárnicos produce y comercializa todo el conjunto de carnes maduras (salami, chorizo español y jamón serrano), carnes frías procesadas (jamones, salchichones, salchichas, mortadelas y carne para hamburguesas), champiñones, vegetales enlatados, embutidos y platos listos preparados. El grupo Nutresa tiene presencia directa en 3 países con inversiones en plantas de producción, distribuidas en Colombia (8), Panamá (1) y Venezuela (1).

En Colombia las principales empresas son: Industria de Alimentos Zenú S.A.S., Alimentos Cárnicos S.A.S. y Setas Colombianas S.A.S. Las empresas de Alimentos Cárnicos Panamá y Ernesto Berard S.A. se encuentran en Panamá; y en Venezuela la empresa se llama Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela S.A.

Las Carnes Frías en el año 2019, representaron un 79,1% de las ventas totales de esta línea de negocio, seguido de Larga Vida con un 6,9% y otros con un 14%. Colombia tiene un 62,5% de participación del mercado cárnico. Por otro lado, estas empresas generan 8.774 empleados (directos, indirectos y aprendices), de los cuales un 88,6% trabaja en Colombia y un 11,4% a nivel internacional. De los anteriores un 76,8% son hombres y un 23,2% son mujeres.

A continuación, en la siguiente Ilustración 6 mostramos los porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas:

Ilustración 6: Porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas. Cárnicos Nutresa.





Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

- Galletas Nutresa:

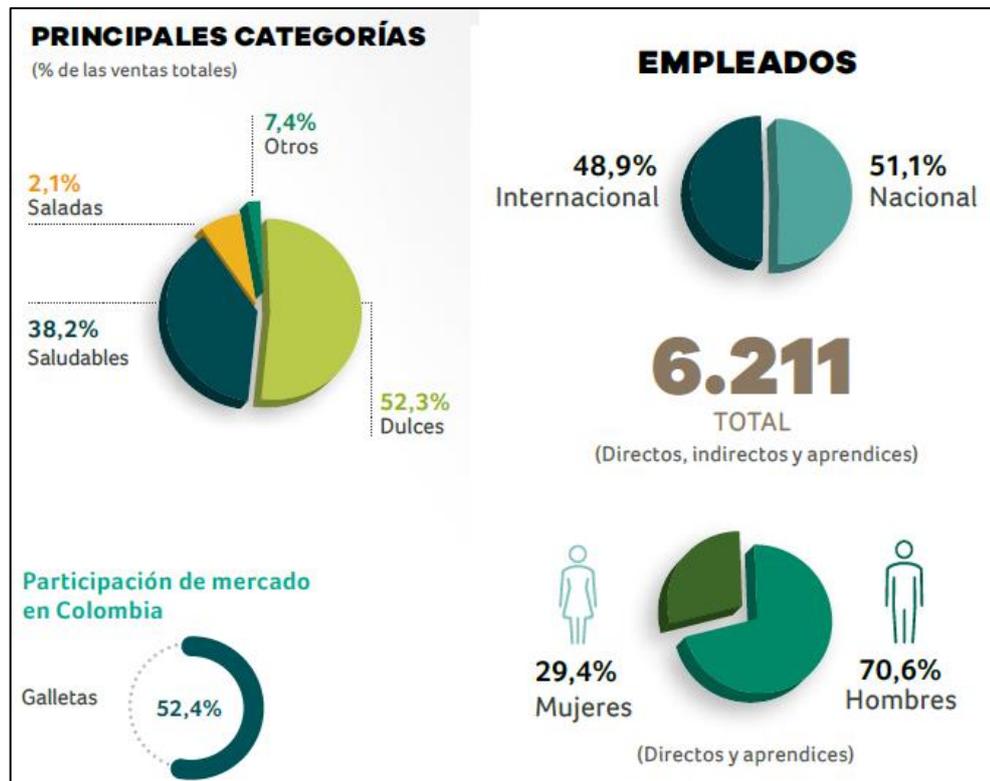
La línea de negocio Galletas produce y comercializa todo el conjunto de galletas dulces (saborizadas, cremadas, wafers) y saladas (crackers). El Grupo Nutresa S.A. tiene presencia directa en 10 países con inversiones en plantas de producción, distribuidas en Colombia (4), Estados Unidos (2) y Costa Rica (1).

En Colombia las principales empresas son: Compañía de Galletas Noel S.A.S. y Molinos Santa Martha S.A.S., mientras en Costa Rica se encuentra la Compañía de Galletas Pozuelo DCR S.A.S y en Estados Unidos la empresa se llama AbiMar Foods Inc.

Para el año 2019, las Galletas Dulces representaron un 52,3% de las ventas totales de esta línea de negocio, seguido de Saludables con un 38,2%, Saladas con un 2,1% y otros con un 7,4%. Colombia tiene un 52,4% de participación del mercado de Galletas; además, estas compañías generan 6.211 empleados (directos, indirectos y aprendices), de los cuales un 51,1% trabaja en Colombia y un 48,9% a nivel internacional. De los anteriores un 70,6% son hombres y un 29,4% son mujeres.

Señalamos en la siguiente Ilustración 7 los porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas:

Ilustración 7: Porcentaje de ventas totales, de empleados y de marcas. Galletas Nutresa.



Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

- Chocolates Nutresa:

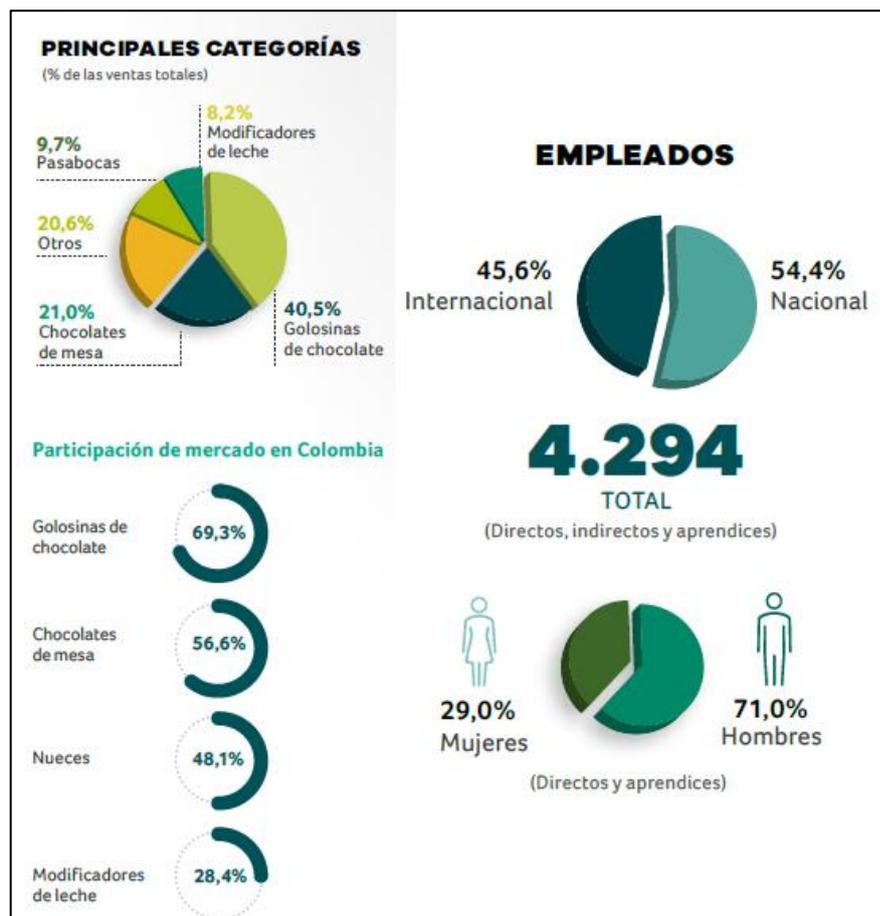
La línea de negocio Chocolates produce y comercializa todo el conjunto de golosinas de chocolates, bebidas de chocolates, modificadores de leche, barras de cereal y nueces. Es líder en Colombia en las categorías de golosinas de chocolate, chocolate de mesa, modificador de leche y pasabocas. El Grupo Nutresa tiene presencia directa en 11 países con inversiones en plantas de producción, distribuidas en Colombia (2), México (1), Costa Rica (1) y Perú.

En Colombia las principales empresas son: Compañía Nacional de Chocolates S.A.S. En Costa Rica se encuentra la Compañía Nacional de Chocolates DCR S.A. y en Perú la empresa se llama Compañía Nacional de Chocolates de Perú S.A.

Las Golosinas de chocolates en el año 2019 representaron un 40,5% de las ventas totales de esta línea de negocio, seguido de Chocolates de mesa con un 21,0%, otros con un 20,6%, los pasabocas con un 9,7% y modificadores de leche con un 8,2%. Colombia tiene una participación de 69,3% en el mercado de las Golosinas de chocolates, un 56,6% en el mercado de Chocolates de mesa, un 48,1% del mercado de las nueces y un 28,4% en el mercado de modificadores de leche. Estas compañías generan 4.294 empleados (directos, indirectos y aprendices), de los cuales un 54,4% trabaja en Colombia y un 45,6% a nivel internacional. De los anteriores un 71,0% son hombres y un 29,0% son mujeres.

En la Ilustración 8 enunciamos el porcentaje de ventas totales, de empleados y de marcas:

Ilustración 8: Porcentaje de ventas totales, de empleados y de marcas. Chocolates Nutresa.





Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

- Tresmontes Lucchetti:

La línea de negocio Chocolates produce y comercializa todo el conjunto de Bebidas Instantáneas Frías, té, jugos, café, pastas, snacks, aceites comestibles, sopas y postres. Es líder en Chile en la categoría de bebidas instantáneas frías y con participaciones de mercado significativas en el resto de las categorías de mercados, incluyendo la de bebidas instantáneas en México. El grupo Nutresa tiene presencia directa en 7 países con inversiones en plantas de producción, distribuidas en Chile (3) y México (1).

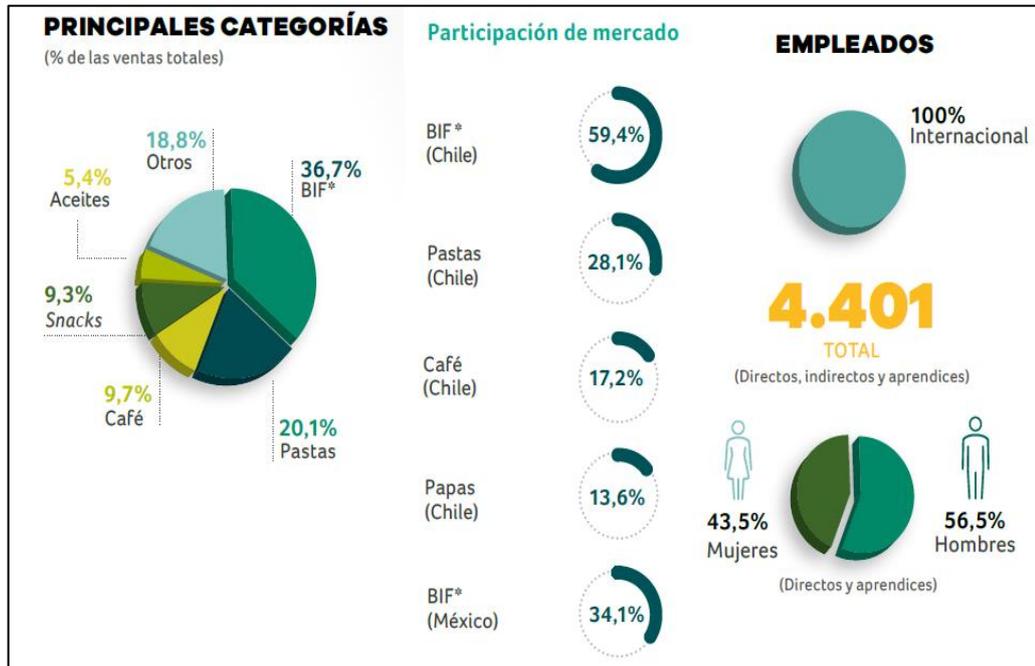
Las principales empresas se encuentran en Chile con Tresmontes Lucchetti S.A. y en México con TMLUC México S.A. de CV.

En el año 2019, las BIF¹⁵ representaron un 36,7% de las ventas totales de esta línea de negocio, seguido de Pastas con un 20,1%, otros con un 18,8%, café con un 9,7%, los snacks con un 9,3% y aceites 5,4%. En Chile tiene una participación de 59,4% en el mercado de las BIF, un 28,1% en el mercado de Pastas, un 17,2% del mercado de Café, un 13,6% del mercado de Papas y un 34,1% en el mercado de BIF en México. Estas empresas generan 4.401 empleados (directos, indirectos y aprendices), de los cuales el 100% son empleados internacionales. De los anteriores un 56,5% son hombres y un 43,5% son mujeres.

A continuación, en la Ilustración 9 señalamos los porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas:

¹⁵ Bebidas Instantáneas Frías.

Ilustración 9: Porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas. Tresmontes Lucchetti.



Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

- Cafés Nutresa:

La línea de negocio Cafés produce y comercializa todo el conjunto de café tostado y molido, café soluble (en polvo y granulado), extractos de café y mezclas de café, siendo líder de participación de mercado en Colombia en las categorías de café tostado y molido y con una participación de mercado significativa en el segmento de café soluble. El grupo Nutresa tiene presencia directa en 11 países con inversiones en plantas de producción, distribuidas en Colombia (4), Estados Unidos (1) y Malasia y Filipinas (1).

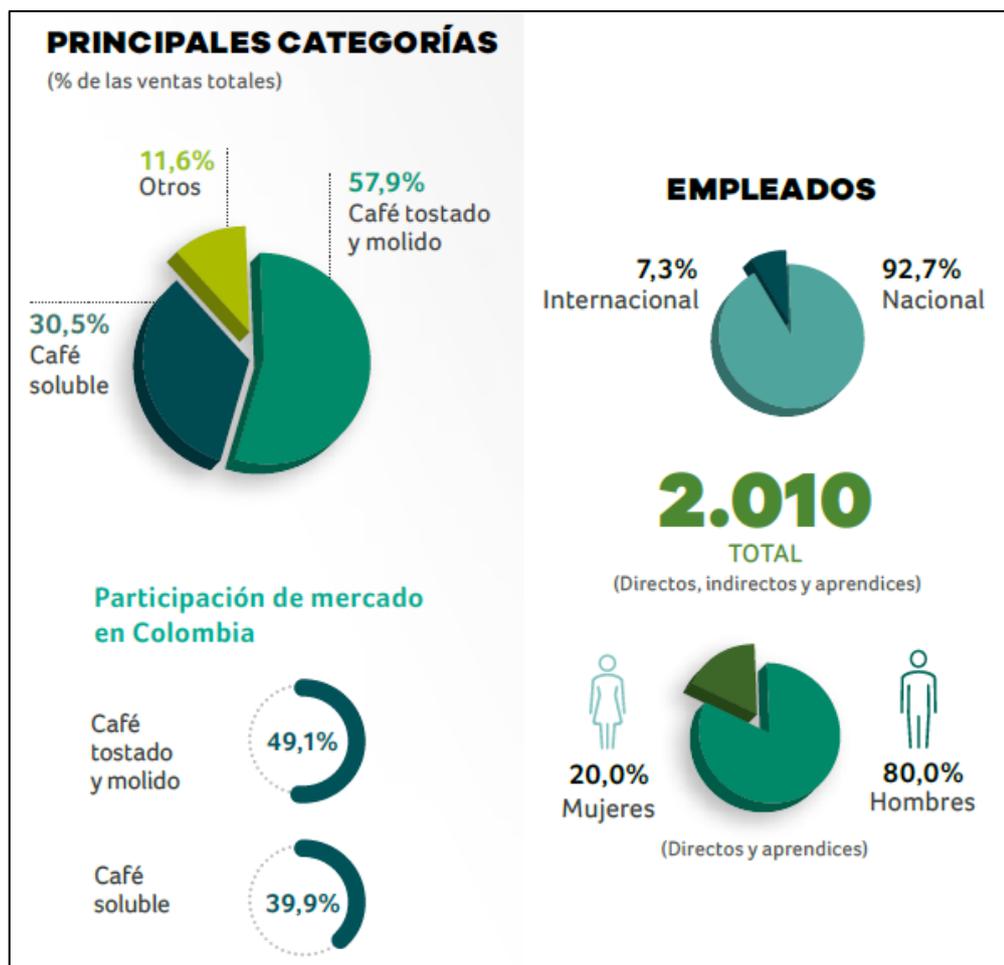
Las principales empresas en Colombia son: Industria Colombiana de Café S.A.S., Tropical Coffee Company e Industrias Aliadas S.A. y en Malasia la empresa se llama Dan Kaffe (Malaysia) Sdn Bhd.

De otra parte, en el año 2019, el Café Tostado y Molido representaron un 57,9% de las ventas totales de esta línea de negocio, seguido de Café Solubles con un 30,5% y otros con un 11,6% de ventas. Colombia tiene una participación de 49,1% en el mercado de Café

Tostado y Molido y un 39,9% en el mercado de Café Soluble. Estas compañías 2.010 empleados (directos, indirectos y aprendices), de los cuales un 92,7% trabaja en Colombia y un 7,3% a nivel internacional. De los anteriores un 80,0% son hombres y un 20,0% son mujeres.

Ahora, en la Ilustración 10 indicamos los porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas:

Ilustración 10: Porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas. Cafés Nutresa.



Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

- Alimentos al Consumidor:

Esta línea de negocio Alimentos al Consumidor ofrece experiencias superiores de calidad y servicio en el segmento de alimentos fuera de hogar. Es líder de participación de mercado en Colombia en las categorías de fast casual y casual dining con su marca Grupo El Corral. Igualmente, opera marcas internacionales líderes en las categorías de pizza con su marca Papa John's y Leños & Carbón. En Centroamérica participa con su marca de helados Bon y Pops; por último, participa en las operaciones de Starbucks en Colombia.

El Grupo Nutresa S.A. tiene presencia directa en 5 países con inversiones en restaurantes, distribuidas en Colombia (342), Centroamérica (186) y República Dominicana y el Caribe (314). En Colombia la principal empresa es el Grupo El Corral, en República Dominicana la empresa es Helados Bon S.A. y Helados Pops ubicada en Costa Rica.

En el año 2019, se ubican en el número uno en hamburguesas y parrilla en Colombia; y número uno en heladerías en Costa Rica y República Dominicana. Estas empresas generan 7.370 empleados (directos, indirectos y aprendices), de los cuales un 74,7% trabaja en Colombia y un 25,3% a nivel internacional. De los anteriores un 42,1% son hombres y un 57,9% son mujeres.

Seguidamente en la Ilustración 11 denotamos el porcentaje de empleados y de marcas:

Ilustración 11: Porcentaje de empleados y de marcas. Alimentos al consumidor.





Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

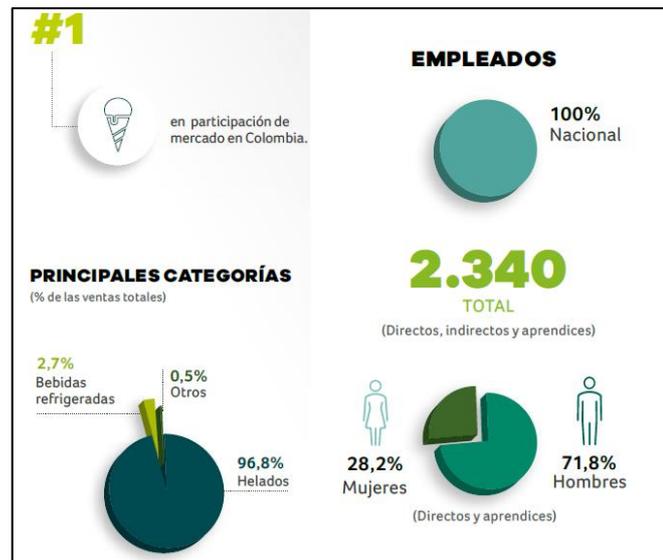
- Helados Nutresa:

La línea de negocio Helados produce y comercializa todo el conjunto de paletas de agua, de leche, conos, postres, vasos y galletas, siendo líder de participación de mercado en Colombia en estos productos. El Grupo Nutresa SA tiene presencia directa solo en Colombia, con inversiones en 3 plantas de producción, la principal empresa es Meals de Colombia S.A.S.

En el año 2019, el rubro Helados participa con un 96,8% de las ventas totales de esta línea de negocio, seguido de Bebidas Refrigeradas con un 2,7% y otros con un 0,5%; además, estas compañías generan 2.340 empleados (directos, indirectos y aprendices) trabajando solo en Colombia, de éstos un 71,8% son hombres y un 28,2% son mujeres.

A continuación, en la Ilustración 12 señalamos los porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas:

Ilustración 12: Porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas. Helados Nutresa.



Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

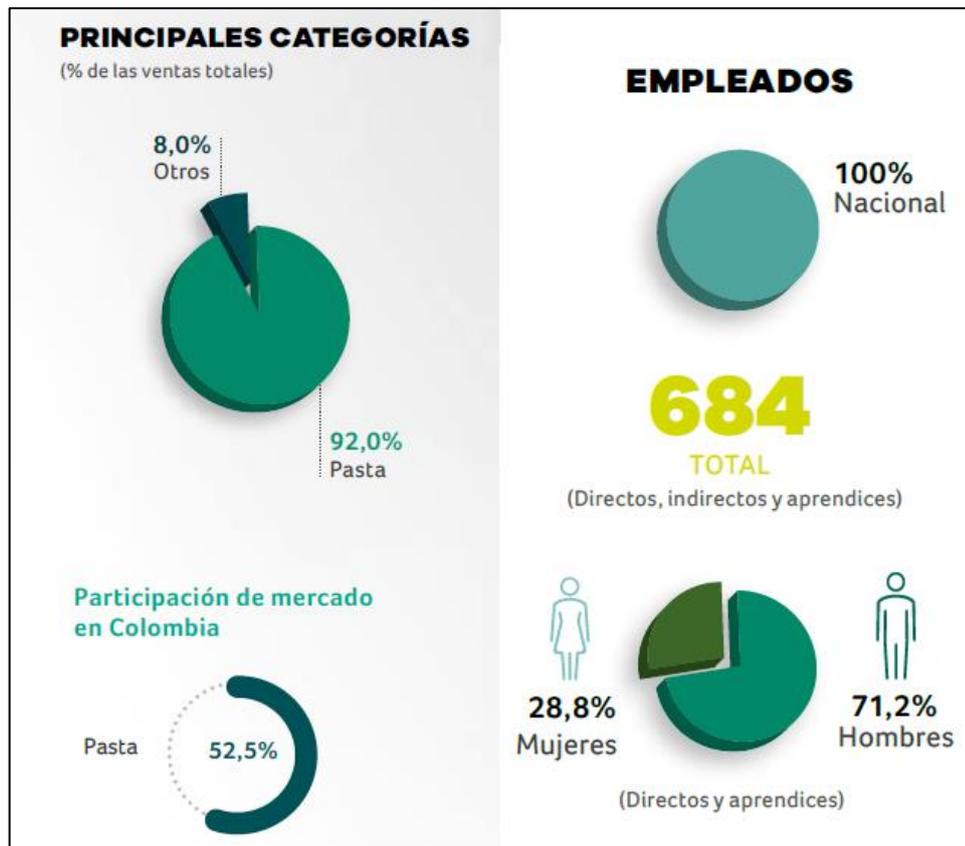
- Pastas Nutresa:

La línea de negocio Pastas produce y comercializa todo el conjunto de pastas alimenticias cortas, largas, al huevo, con verduras, alta en fibra, con mantequilla e instantáneas. Es líder de participación de mercado de pastas en Colombia, pero solo tiene presencia con inversiones en 2 plantas de producción, que son Productos Alimenticios Doria S.A.S. y Pastas Comarricos S.A.S.

Este Grupo Nutresa SA en el año 2019, tiene una participación en el mercado de Pasta en Colombia en un 52,5%, mientras en el rubro Pasta participa con un 92,0% de las ventas totales de esta línea de negocio y otros con un 8,0%. Estas compañías generan 684 empleados (directos, indirectos y aprendices) trabajando solo en Colombia, con un 71,2% son hombres y un 28,8% son mujeres.

En la siguiente Ilustración 13 procedemos a indicar los porcentajes de ventas totales, de empleados y de marcas:

Ilustración 13: Porcentajes de venta totales, de empleados y de marcas. Pastas Nutresa.



Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

2.5 Filiales por País que consolida el Grupo

A continuación, mostramos en la tabla 2 sus filiales en Colombia y Chile, y en la tabla 3 el resto del mundo:

Tabla 2: Filiales en Colombia del Grupo Nutresa SA al año 2019.

Denominación	Funcional	2019	2018
Colombia			
Industria Colombiana de Café S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Compañía Nacional de Chocolates S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Compañía de Galletas Noel S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Industria de Alimentos Zenú S. A. S.	COP	100,00%	100,00%

Productos Alimenticios Doria S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Molinos Santa Marta S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Alimentos Cárnicos S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Tropical Coffee Company S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Inverlogy S. A. S. (2)	COP	100,00%	100,00%
Pastas Comarrico S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Novaventa S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
La Recetta Soluciones Gastronómicas Integradas S.A.S.	COP	100,00%	70,00%
Meals Mercadeo de Alimentos de Colombia S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Servicios Nutresa S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Setas Colombianas S. A.	COP	100,00%	99,50%
Gestión Cargo Zona Franca S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Comercial Nutresa S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Industrias Aliadas S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Opperar Colombia S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Fideicomiso Grupo Nutresa	COP	100,00%	100,00%
Fondo de Capital Privado “Cacao para el Futuro” – Compartimento A	COP	83,41%	83,41%
IRCC S. A. S. - Industria de Restaurantes Casuales S.A.S.	COP	100,00%	100,00%
LYC S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
PJ COL S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
New Brands S. A.	COP	100,00%	100,00%
Schadel Ltda. Schalin Del Vecchio Ltda.	COP	99,88%	99,88%
Tabelco S. A. S.	COP	100,00%	100,00%
Productos Naturela S. A. S.	COP	60,00%	60,00%
Atlantic FS S. A. S.	COP	51,00%	-
Procesos VA S. A. S.	COP	100,00%	-
Chile			
Tresmontes Lucchetti S. A.	CLP	100,00%	100,00%
Nutresa Chile S. A.	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes Lucchetti Agroindustrial S. A.	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes Lucchetti Servicios S. A.	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes S. A.	CLP	100,00%	100,00%
Lucchetti Chile S. A.	CLP	100,00%	100,00%
Novaceites S. A.	CLP	50,00%	50,00%
Inmobiliaria y Rentas Tresmontes Lucchetti S. A.	CLP	-	100,00%
Tresmontes Lucchetti Inversiones S. A.	USD	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

En la siguiente tabla, se muestran en resumen las filiales que existen en otros países¹⁶ distintos de Chile y Colombia

Tabla 3: Filiales en el mundo del Grupo Nutresa SA al año 2019.

País	N° Filiales
Argentina	1
BVI	2
Costa Rica	4
Ecuador	1
El Salvador	2
Estados Unidos	5
Guatemala	2
México	6
Nicaragua	2
Panamá	8
Perú	1
República Dominicana	2
Total general	36

Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

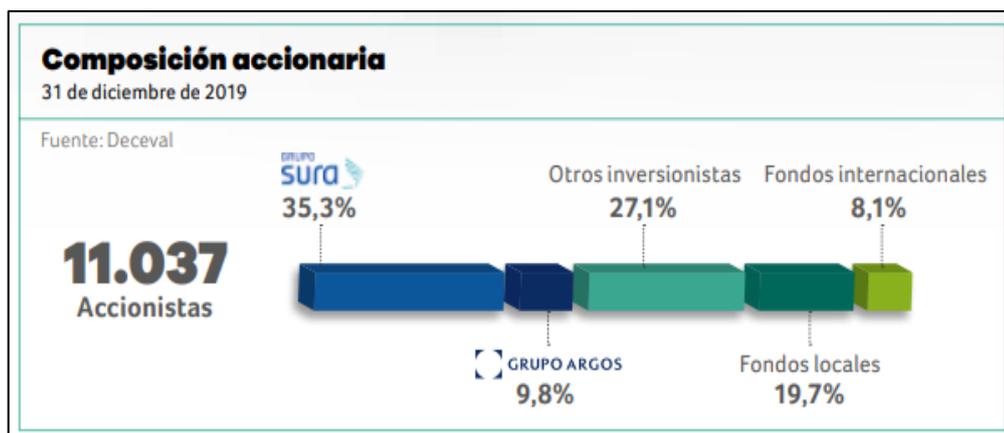
2.6 Principales Accionistas

La estructura accionaria del Grupo Nutresa SA está compuesta al 31 de diciembre de 2019 de 3 accionistas controladores, que son el Grupo de Inversiones Suramericana S.A. con un 35,3% de participación, el Grupo ARGOS S.A. con un 9,8% y el Fondo De Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado con un 7,19%; el porcentaje restante de la estructura accionaria se encuentra disperso en accionistas minoritarios. La compañía posee un registro de 11.037 accionistas a dicha fecha.

En la siguiente Ilustración 14 presentamos la composición accionaria del Grupo Nutresa SA al 31 de diciembre de 2019.

¹⁶ Para mayor información de las filiales y su participación a nivel mundial, dirigirse a los anexos en numeral 13.

Ilustración 14: Composición del Grupo Nutresa SA al 31 de diciembre de 2019.



Fuente: Representación obtenida del Informe Integrado 100 años Grupo Nutresa SA.

A continuación, en la tabla 4 describimos los 25 principales accionistas del Grupo Nutresa SA al 31 de diciembre de 2019.

Tabla 4: Informe de los 25 principales accionistas.

GRUPO NUTRESA SA			
INFORME DE LOS 25 PRINCIPALES ACCIONISTAS			
FECHA DE CORTE: DICIEMBRE 31 DE 2019			
ID	NOMBRE ACCIONISTA	# DE ACCIONES	% DE PARTICIPACIÓN
8110122713	GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	161.777.155	35,3%
8909002663	GRUPO ARGOS S.A.	45.243.781	9,8%
8002248088	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	33.094.766	7,19250%
8002297390	FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	19.456.618	4,22860%
9004402831	FONDO BURSÁTIL ISHARES COLCAP	13.047.822	2,83570%
8110149014	MICROINVERSIONES S.A.	10.871.984	2,36280%
8002279406	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	9.162.118	1,99120%
8903014430	AMALFI S.A.S	7.055.128	1,53330%
9003841824	LIBREVILLE S.A.S.	5.514.904	1,19860%
8909015189	FUNDACIÓN FRATERNIDAD MEDELLÍN	4.520.400	0,98240%

8002530552	OLD MUTUAL FONDO DE PENS. OBLIGATORIAS - MODERADO	4.179.488	0,90830%
9004318031	NORGES BANK-CB NEW YORK	4.008.934	0,87130%
9003601039	FINESTERRE S.A.S.	3.806.654	0,82730%
9011708263	BROWN ADVISORY LATIN AMERICAN FUND	2.854.269	0,62030%
9012367049	PALAREPAS S.A.S.	2.804.653	0,60950%
9006517614	CANAPA S.A.S.	2.754.510	0,59860%
9006517789	LUNAPA S.A.S.	2.754.509	0,59860%
9006569677	LANAPA S.A.S.	2.754.509	0,59860%
9012360643	TANANA S.A.S.	2.343.636	0,50930%
8001700437	FONDO DE CESANTIAS PORVENIR	2.175.775	0,47290%
9007201801	FONDO BURSATIL HORIZONS COLOMBIA SELECT DE S&P	1.932.055	0,41990%
9005753243	BARRABAS INVERSIONES S.A.S.	1.903.841	0,41380%
8001982815	PI-NUTRESA FONDO DE PENSIONES PROTECCIÓN	1.834.685	0,39870%
9005753171	ZOILO INVERSIONES S.A.S	1.803.841	0,39200%
9005753419	JABATO INVERSIONES S.A.S.	1.803.841	0,39200%
	Otros Accionistas	110.663.582	24,05080%
TOTALES		460.123.458	100%

Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

2.7 Empresas Comparables

En nuestro estudio de valorización vamos a comparar el Grupo Nutresa S.A. con las siguientes empresas:

- Alicorp S.A.A.

Es una compañía de consumo más grande de Perú desde 1956, en sus inicios producía aceite y jabones, se expandió al rubro de alimentos, cuidado del hogar y personal. Tiene operaciones comerciales en nueve países de Latinoamérica donde se exporta a diversos mercados con ciento cincuenta marcas propias, tiene cuatro líneas de negocios.

- ✓ Consumo masivo: Alimentos, cuidado del hogar y cuidado personal.
- ✓ B2B¹⁷: Ingredientes e insumos para los sectores de Panificación, Gastronomía y Grandes Industrias.
- ✓ Acuicultura: Alimentos balanceados para camarón, salmón y peces.
- ✓ Molienda: Harinas y aceites refinados elaborados a partir de semillas de girasol y soya.

A continuación, observamos en la tabla 5 informaciones técnicas de Alicorp S.A.A.:

Tabla 5: Información técnica de Alicorp S.A.A

Ticker o Nemotécnico	ALICORC1 / ALICORII
Clase de Acción	Acciones comunes (ALICORC1); Acciones de inversión preferentes (ALICORII).
Derechos de cada Clase	Acciones comunes, acciones de inversión.
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Valores de Lima (BVL)
Trabajadores	34.360

Fuente: Elaboración Propia con base a información de S&P Capital IQ Plataform.

En la tabla 6 exhibimos la siguiente información financiera (Cifras en USD\$MM - Precios Históricos) de la empresa:

Tabla 6: Información Financiera histórica Alicorp S.A.A. año 2018 al 2019.

Alicorp S.A.A.	2018	2019
Market Price per share	2,95	2,78
Earnings per share	0,157	0,164
No Acciones	855	855
Market Value of Equity	2.521	2.376
Market Value of Debt	63	750
Cash	424	259
EBITDA	298	391
EBIT	230	287
Book Value of Equity	956	1.045
Book Value of Debt	1.002	1.269
Revenues	2.523	2.959
Interes Minoritario	5	10
EV	3.013	3.394

Fuente: Elaboración Propia con fundamento en información de S&P Capital IQ Plataform.

¹⁷ Business To Bussiness.

- Grupo BIMBO.

Es una empresa multinacional mexicana fundada en 1945. Tiene operaciones comerciales en treinta y tres países, con ciento noventa y seis plantas, donde se produce más de cien marcas contenidas en trece mil productos. Produce y distribuye pan de caja fresco y congelado, bollos, galletas, pastelitos, english muffins, bagels, productos empacados, tortillas, botanas saladas y confitería, entre otros.

Seguidamente hacemos saber en la tabla 7 información técnica del Grupo BIMBO:

Tabla 7: Información Técnica del Grupo BIMBO.

Ticker o Nemo-técnico	BIMBO
Clase de Acción	Acciones de la serie A
Derechos de cada Clase	Acciones comunes, ordinarias.
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa Mexicana de Valores (BMV)
Trabajadores	134.000

Fuente: Elaboración Propia con soporte en la información de S&P Capital IQ Platform.

A continuación, en la tabla 8 reseñamos la siguiente información financiera (Cifras en USD\$MM - Precios Históricos) de la empresa:

Tabla 8: Información Financiera histórica Grupo BIMBO año 2018 al 2019.

Grupo BIMBO, S.A.B. de C.V.	2018	2019
Market Price per share	1,99	1,82
Earnings per share	0,052	0,057
No Acciones	4.571	4.571
Market Value of Equity	9.096	8.319
Market Value of Debt	4.003	5.247
Cash	386	331
EBITDA	1.450	1.844
EBIT	1.051	969
Book Value of Equity	4.301	4.148
Book Value of Debt	4.569	5.933
Revenues	15.060	15.167
Interes Minoritario	248	242
EV	13.734	14.140

Fuente: Elaboración Propia con fundamento en información de S&P Capital IQ Platform.

2.8 Responsabilidad Social Empresarial (RSE)

El Grupo Nutresa SA en su primer siglo de existencia tiene una visión futura que consiste en aportar valor a la sociedad, pensando en la sostenibilidad estratégica para poder competir en el tiempo; y con la llegada del virus COVID-19 en el año 2020, contribuir y promover las capacidades empresariales para evitar el deterioro ambiental y generar prosperidad en las comunidades donde el grupo tiene operaciones.

2.9 Grupo Nutresa SA frente a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)

En los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas se pactó una agenda entre los países y los gobiernos con miras a buscar una agenda de desarrollo social especialmente en América Latina, donde el Grupo Nutresa SA alineó su estrategia de sostenibilidad con la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible, proyectándose en un plan de 15 años en favor de las personas, el planeta y la prosperidad. El Grupo priorizo los siguientes objetivos:

- ODS 1: Fin de la pobreza.
- ODS 2: Hambre cero.
- ODS 4: Educación de calidad.
- ODS 8: Trabajo decente y crecimiento económico.
- ODS 9: Industria, innovación e infraestructura.
- ODS 12: Producción y consumo responsable.
- ODS 13: Acción por el clima.
- ODS 16: Paz, justicia e instituciones sólidas.
- ODS 17: Alianzas para lograr los objetivos.

En la Ilustración 15 observamos seguidamente los ODS en el Grupo Nutresa SA.

Ilustración 15: Los ODS en el Grupo Nutresa SA 2019.



Fuente: Ilustración obtenida del Informe Integrado 100 años Grupo Nutresa SA.

El Grupo Nutresa SA desarrolla los siguientes puntos:

- Fomentar una vida saludable.
- Gestionar responsablemente la cadena de valor.
- Construir una mejor sociedad.
- Reducir el impacto ambiental de las operaciones y productos.

3. Descripción de Financiamiento de la Empresa

La metodología de valorización tiene un punto clave que consiste en el análisis de endeudamiento que tiene el Grupo Nutresa SA al 31 de diciembre de 2019. Este endeudamiento es de 3 tipos: Préstamos con los bancos, colocación de bonos emitidos en Colombia destinados en su mayoría al financiamiento de pasivos y otros pasivos financieros menores.

3.1 Bono con Emisión en Colombia

El Grupo Nutresa SA tiene una emisión de bonos corporativos desde agosto de 2009 realizada en Colombia por medio del Fideicomiso Grupo Nutresa que es administrado por Alianza Fiduciaria S.A. Esta emisión se realizó por MM\$500.000 con vencimiento en cuatro tramos de 5, 7, 10 y 12 años, con intereses pagaderos trimestre vencido y amortización al vencimiento de cada plazo; y actualmente el bono que está vigente sólo es el período a 12 años.

3.2 Bono Emitido en Colombia tramo C12

El Bono Tramo C12 emitido en Colombia, se encuentra vigente y en el año 2019, se generaron gastos por concepto de intereses por \$19.261. La emisión tiene un saldo a diciembre de 2019, incluyendo intereses causados de \$135.585.

Seguidamente en la tabla 9 notamos el financiamiento vía Bono Corporativo.

Tabla 9: Financiamiento vía Bono Corporativo Grupo Nutresa SA 2019.

	Observaciones
Bono	Fideicomiso Grupo Nutresa Serie C12
Nemotécnico	COV38CB00044 (ISIN)
	BFCH1099C12 (Colombian Local CODE)
Fecha de Emisión	20 de agosto de 2009
Valor Nominal (VN o D)	134.162 millones COP
Moneda	Pesos Colombianos COP
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	20 de agosto de 2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	IPC + 5,75%
Periodicidad	Trimestral Vencido
Número de pagos (N)	48
Periodo de Gracia	Sin Periodo de Gracia
Motivo de la Emisión	La deuda emitida para sustitución de pasivos.
Clasificación de Riesgo	AAA. Clasificadora: DUFF & PHELPS de Colombia.

Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA.

3.3 Composición de Deuda

Para realizar una valoración, debemos considerar la composición total de la deuda de la empresa, esto para dilucidar la estrategia y/o comportamiento del financiamiento, los expertos recomiendan utilizar la deuda de mediano-largo plazo.

Es del caso poner de presente que hemos identificado las obligaciones financieras establecidas por el Grupo Nutresa SA, clasificadas, medidas y valorizadas utilizando el método de costo amortizado según el modelo de negocio detectado en el holding. Seguidamente en la tabla 10 presentamos el valor en libros de la deuda financiera de los períodos 2015 al 2019.

Tabla 10: Deuda Financiera Grupo Nutresa SA período 2015 al 2019.

Deuda Financiera					
	MM \$ COP				
Ítem	2015	2016	2017	2018	2019
Préstamos	2.562.260	2.731.152	2.636.499	2.503.609	3.061.465
Bonos	513.271	379.094	381.453	272.255	135.585
Arrendamientos	18.733	14.872	13.258	12.181	10.160
Total	3.094.264	3.125.118	3.031.210	2.788.045	3.207.210

Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA.

La deuda financiera está compuesta por préstamos en dólares tomados por las compañías colombianas, por un Bono Tramo C12 y por arrendamientos. Para el año 2019 observamos un aumento del 22,8% en comparación con el año 2018, como consecuencia de la volatilidad en el precio del dólar en Colombia, teniendo como consecuencia una alta devaluación del COP/USD. Tenemos que tener en cuenta que el Grupo Nutresa SA, acude a un endeudamiento en dólares americanos con el fin de obtener las mejores tasas de interés más competitivas en el mercado bancario. Igualmente, detectamos que hay una disminución de la deuda Bono del período 2015 al 2019 en un 50,20%, debido a que se ha ido pagando los saldos año tras años, según lo pactado anteriormente. Para en el caso particular del Grupo Nutresa observamos que el bono vigente Tramo C12 es de corto plazo y se vence en el año 2021, lo que no es común para determinar una valoración con índices riesgosos, pues deberíamos tomar un bono a mayor largo plazo, significando esto que debemos tener mucha precaución al momento de finalizar el proceso de valoración.

Por último, notamos una disminución en los arrendamientos de 16,59% para el año 2019, que están compuestos por: Edificios, Equipo de Cómputo, Equipo de Oficina, Equipo de transporte, Maquinaria y equipo, y otros.

4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

Los principales determinantes de la estructura de capital son notorios, que se reflejan en las oportunidades de crecimiento, la rentabilidad, los activos tangibles y el tamaño. Teóricamente sabemos que las mayores oportunidades de crecimiento tienden a disminuir el nivel de endeudamiento, algo similar ocurre con la rentabilidad.

4.1 Patrimonio Económico del Grupo

Para poder realizar el cálculo del Patrimonio Económico del Grupo realizamos los siguientes pasos:

1. Se descargaron los estados financieros consolidados publicados del Grupo Nutresa S.A., y se extrajo el total de acciones suscritas y pagadas para los años finalizados 2015, 2016, 2017, 2018 y al 31 de diciembre de 2019.
2. Prontamente, por medio de la Bolsa de Valores de Colombia, se descargan los precios de cotización bursátil de cierre para los años finalizados 2015, 2016, 2017, 2018 y al 31 de diciembre de 2019.
3. Por último, calculamos el patrimonio económico del Grupo Nutresa S.A. mediante la multiplicación de la cantidad de acciones en circulación por el precio de cotización bursátil para cada fecha de cierre, el que se detalla en la siguiente tabla 11.

Tabla 11: Patrimonio Económico (Bursátil) Grupo Nutresa SA.

Patrimonio Económico (Bursátil)					
Ítem	2015	2016	2017	2018	2019
Número de Acciones	460.123.458	460.123.458	460.123.458	460.123.458	460.123.458
Precio de la Acción en COP	22.620	24.900	27.820	23.500	25.400

Patrimonio Económico (Bursátil) en MM COP	10.407.993	11.457.074	12.800.635	10.812.901	11.687.136
---	------------	------------	------------	------------	------------

Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA.

4.2 Estructura de Capital de la Empresa

La estimación de Estructura de Capital de la Empresa se calculó conforme al análisis de composición de deuda y patrimonio de los últimos cinco años comprendidos entre el 2015 y 2019, observando que para los años 2018 y 2019, según los estados financieros consolidados, el Grupo Nutresa estabilizó su deuda de largo plazo, con esto y solo tomando en consideración el promedio histórico de los últimos dos periodos, dado que no existe variabilidad en su cálculo. Adicional a esto, la compañía no tiene planes en el corto plazo de realizar cambios estructurales de la composición de deuda o patrimonio; $\left(\frac{B}{V}\right)$ se refiere a la deuda financiera sobre valor de la empresa; $\left(\frac{P}{V}\right)$ se refiere al Patrimonio contable sobre valor de la empresa; y $\left(\frac{B}{P}\right)$ se refiere a la deuda financiera sobre el Patrimonio contable.

En la tabla 12 presentamos las estimaciones de la Estructura de Capital del Grupo Nutresa para los dos últimos años históricos.

Tabla 12: Estructura de Capital Grupo Nutresa S.A.

Estructura de Capital						
Ítem	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio años 2018 - 2019
$\left(\frac{B}{V}\right)$	22,92%	21,43%	19,15%	20,50%	21,53%	21,02%
$\left(\frac{P}{V}\right)$	77,08%	78,57%	80,85%	79,50%	78,47%	78,99%
$\left(\frac{B}{P}\right)$	29,73%	27,28%	23,68%	25,78%	27,44%	26,61%

Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA.

4.3 Estructura de Capital Objetivo de la Empresa

Para determinar la Estructura de Capital Objetivo se calculó conforme al promedio histórico de los cinco últimos años, según información de los estados financieros consolidados para los años 2015 al 2019, utilizamos este cálculo para efectos de esta valoración debido a que

incorpora todas las variaciones posible en búsqueda de una estructura optima, el cual nos ayuda en nuestras estimaciones; $\left(\frac{B}{V}\right)$ se refiere a la deuda financiera sobre valor de la empresa; $\left(\frac{P}{V}\right)$ se refiere al Patrimonio contable sobre valor de la empresa; y $\left(\frac{B}{P}\right)$ se refiere a la deuda financiera sobre el Patrimonio contable.

En la tabla 13 señalamos las estimaciones de la Estructura de Capital Objetivo del Grupo Nutresa.

Tabla 13: Estructura de Capital Objetivo Grupo Nutresa S.A.

Estructura de Capital Objetivo						
Ítem	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio años 2015 - 2019
$\left(\frac{B}{V}\right)$	22,92%	21,43%	19,15%	20,50%	21,53%	21,11%
$\left(\frac{P}{V}\right)$	77,08%	78,57%	80,85%	79,50%	78,47%	78,89%
$\left(\frac{B}{P}\right)$	29,73%	27,28%	23,68%	25,78%	27,44%	26,78%

Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA.

5. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

Para determinar el Costo Patrimonial de la Empresa efectuamos los procesos aprendidos en los cursos de Finanzas Corporativas y Valoración de Empresas, utilizando también las tasas de instrumentos libres de riesgo y tasas de impuestos correspondientes de Estados Unidos, que es el país donde el Grupo Nutresa S.A. adquiere su endeudamiento, y para esto nos apoyamos en la información que suministra Aswath Damodaran¹⁸, con la cual obtuvo el premio por riesgo de mercado para Estados Unidos a enero de 2020.

a.) Precios semanales de la acción del Grupo Nutresa S.A. (NCH).

Descargamos los precios semanales ajustados de la acción del Grupo Nutresa S.A. desde 1 enero de 2015 al 31 diciembre de 2019 (Fuente: Investing.). Igualmente, se utilizó el precio

¹⁸ Aswath Damodaran (1957), conocido como el “Decano de la Valoración”, es profesor de finanzas en la Stern School of Business de la Universidad de New York, donde enseña finanzas corporativas y valoración financiera. Es mejor conocido como autor de varios textos académicos y profesionales ampliamente utilizados sobre valoración, finanzas corporativas y gestión de inversiones.

de cierre del día viernes de cada semana para análisis de comparación, teniendo en cuenta que para esta valorización utilizamos el rango de 2 años de precios semanales, entre 1 de enero de 2017 y 31 diciembre de 2019.

b.) Precios semanales del índice bursátil COLCAP.

Después descargamos los precios semanales del índice bursátil colombiano “COLCAP” desde el 1 de enero de 2015 al 31 de diciembre de 2019 (Fuente: “Investing.”), así como también, se utilizó el precio de cierre del día viernes de cada semana, y se consideró el rango de 2 años de precios semanales entre 1 de enero de 2015 y 31 diciembre de 2019.

Se utiliza el índice “COLCAP” como indicador principal del comportamiento del mercado de acciones de Colombia, según el Banco de la República, que es el Banco Central de Colombia. Utilizamos este índice de capitalización porque puede reflejar todas las variaciones de los precios de las acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), donde la participación de cada acción en el índice está determinada por el correspondiente valor de la capitalización bursátil ajustada (flotante de la compañía multiplicado por el último precio). La canasta del índice COLCAP estará compuesta por mínimo 20 acciones de 20 emisores diferentes. (Fuente: <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/mercado-accionario>)

c.) Retornos de la acción del Grupo Nutresa S.A. (NCH) y del índice bursátil COLCAP.

Por medio de Excel, calculamos los retornos semanales para la acción del Grupo Nutresa S.A. e igualmente para el índice de capitalización bursátil COLCAP. Seguidamente, determinamos los retornos semanales que en promedio ascienden a 104 retornos, estimamos mediante el modelo de mercado aprendido en clases: $(R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon)$; por otro lado, también calculamos el beta de la acción al 31 de diciembre de 2019, fecha de nuestra valorización. Complementariamente, a nuestro estudio se estiman los retornos semanales de los años 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019.

d.) Cálculo del Beta de la acción del Grupo Nutresa S.A. (NCH).

Por medio del modelo de mercado $(R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon)$, podemos obtener el beta de la acción del Grupo Nutresa S.A. suministrada por la regresión lineal calculada en un sistema

econométrico. En el siguiente cuadro de resumen, presentamos el Beta de la acción, P-Value y su presencia bursátil logrado por la regresión lineal entre el Grupo Nutresa SA (NCH) y el índice bursátil COLCAP. A su vez se determinó en la regresión la significancia estadística y la presencia bursátil de la acción de Nutresa.

Seguidamente en la tabla 14 resumimos los Betas Financieros.

Tabla 14: Resumen de los Betas Financieros obtenidos para la acción NCH.

	2017	2018	2019
Beta de la Acción	0,4630	0,4619	0,43333
p-value (significancia)	0,0000	0,0000	0,0000
Presencia Bursátil	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia con base a rendimientos de la acción NCH. Datos Investing.

En el resultado de la regresión se obtiene el beta de la acción del Grupo Nutresa S.A. al 31 de diciembre de 2019 por un valor de 0,43; verificamos que es estadísticamente significativo con una alta presencia bursátil.

En seguida de calcular el beta de la acción, compilamos los índices y tasas que son utilizados en la estimación del costo patrimonial, pasándolos a puntualizar a continuación:

5.1 Tasa Libre de Riesgo (r_f)

La tasa Libre de Riesgo (r_f) que utilizaremos es la tasa reflejada en los bonos TES de Colombia a 30 años la cual es 5,04% para el 31 de diciembre de 2019.

5.2 Costo de la deuda (K_b)

Para poder desarrollar el costo de la deuda (K_b), vamos a utilizar un promedio de las tasas de endeudamiento del Grupo Nutresa SA reflejados en la Nota 23.5 Tasas de Interés, para los años 2018 y 2019, publicado en los estados financieros al 30 de diciembre de 2019 auditados por la firma internacional PWC, y las cuales incluyen la estructura del riesgo financiero referenciando la deuda a tasa de interés variable y fija. Dado que no hay un instrumento financiero en el mercado con las características de endeudamiento de la empresa, es por lo que utilizamos un proxy del gasto financiero de los últimos años.

A continuación, calculamos el promedio de las tasas de deuda teniendo en cuenta los años 2018 (6,33%) y 2019 (5,93%), arrojándonos un resultado de 6,13%. Adicionalmente, tenemos definido que es una Deuda Riesgosa debido que la tasa de la deuda $K_b = 6,13\%$ es mayor que la tasa libre de riesgo $r_f = 5,04\%$.

5.3 Beta de la Deuda (β_d)

En los datos Obtenido por Damodaran, a enero de 2020 sabemos que el premio por riesgo de mercado (PRM) para Colombia es de 7,08%. Ahora, por medio del método CAPM y utilizando la tasa costo de la deuda antes determinada, se obtiene el beta de la deuda de la empresa. Por lo tanto, reemplazamos:

$$\begin{aligned}K_b &= R_f + PRM * \beta_d \\6,13\% &= 5,04\% + 7,08\% * \beta_d \\ \beta_d &\cong 0,1538\end{aligned}$$

El Beta de la Deuda (β_d) obtenido con nuestros cálculos es $\cong 0,1538$.

5.4 Beta de la Acción

Calculamos el beta de la acción del Grupo Nutresa S.A. (NCH) mediante la regresión de los retornos del precio de la acción de los 2 últimos años con corte al 31 de diciembre de 2019; el total de observaciones asciende a 104 retornos. El beta de la acción fue calculado por medio de Excel.

El resultado del beta de la acción al 31 de diciembre de 2019 es el siguiente: **0,43**.

5.5 Beta Patrimonial sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Conforme al Beta de la acción obtenido, vamos a calcular el Beta Patrimonial sin Deuda, para esto, usaremos la estructura de capital objetivo, debido a que no hay variaciones significativas respecto a la estructura definida en el rango del beta de la acción del Grupo Nutresa S.A. Asimismo utilizamos la tasa de impuestos reseñada en el informe auditado de PWC, teniendo en cuenta la Nota 22.5 “Tasa Efectiva de Impuestos Consolidados”, los

cuales corresponde a los años 2018 (27,12%) y 2019 (28,56%), para lo cual calcularemos un promedio de estos dos años debido a que es la tasa efectiva consolidada para todo el holding. A continuación, se presenta el promedio de las tasas efectivas de impuestos en la siguiente ecuación:

$$t_c = \frac{t_{2018} + t_{2019}}{2}$$
$$t_c = 27,84\%$$

Por último, el Beta Patrimonial sin Deuda se ha desapalancado por medio de la fórmula de Rubinstein, dado que es “Deuda Riesgosa”, el costo de la deuda “ K_b ” es mayor a tasa libre riesgo “ R_f ”.

En la siguiente fórmula se presenta el cálculo del Beta patrimonial sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$):

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \left(\frac{B}{P} \right)$$
$$0,4333 = \beta_p^{S/D} \cdot [1 + (1 - 27,84\%)(0,2661)] - 0,1538 (1 - 27,84\%) \cdot (0,2661)$$
$$\beta_p^{S/D} \cong 0,3883$$

El resultado del Beta Patrimonial sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$) es 0,3883.

5.6 Beta Patrimonial con Deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Como se dijo anteriormente, sabemos que la deuda es riesgosa dado que $K_b > r_f$, lo que significa que el pago ya no puede ser independiente del estado de la naturaleza o escenario futuro de la economía, debido a que en alguno de ellos la empresa no podrá pagarlo, por lo que debemos utilizar la Fórmula de Rubinstein para calcular el beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{C/D}$) de Grupo Nutresa S.A., así como también usaremos la tasa de impuestos futura $t_c = 28,57\%$; que calculamos ponderadamente por la proporción de ventas por país donde el grupo tiene presencia. Seguidamente en la tabla 15 indicaremos la proporción de ventas en los países donde se realizan las operaciones:

Tabla 15: Proporción de Ventas por país Grupo Nutresa 2019.

País	% Ventas
Colombia	62,30%
Centro América	9,80%
Estados Unidos	9,20%
Chile	7,50%
México	3,40%
Perú	2,30%
Otros	2,20%
República Dominicana y el Caribe	1,90%
Ecuador	1,40%
	100,00%

Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA 2019.

Esta tasa impositiva fue seleccionada luego de analizar también, las modificaciones a la Ley de Financiamiento¹⁹ en Colombia proyectada para el año 2024. Seguidamente en la tabla 16 notamos las tasas nominales de impuesto sobre la renta para el Grupo Nutresa SA en los países donde se realizan operaciones para los años futuros 2020 al 2024.

Tabla 16: Tasas nominales de impuesto sobre la renta en diferentes países al 2024.

Impuesto de Renta %	2020	2021	2022	2023	2024
Colombia	32%	31%	30%	30%	30%
Chile	27%	27%	27%	27%	27%
Costa Rica	30%	30%	30%	30%	30%
Ecuador	25%	25%	25%	25%	25%
El Salvador	30%	30%	30%	30%	30%
Estados Unidos	21%	21%	21%	21%	21%
Guatemala	25%	25%	25%	25%	25%
México	30%	30%	30%	30%	30%
Nicaragua	30%	30%	30%	30%	30%
Panamá	25%	25%	25%	25%	25%
Perú	30%	30%	30%	30%	30%
República Dominicana	27%	27%	27%	27%	27%

¹⁹ Ley 1943 de 2018: En una de sus modificaciones...La tarifa del impuesto sobre la renta aplicable a las sociedades nacionales (y asimiladas) o extranjeras (con o sin residencia en Colombia obligadas a presentar declaración anual de renta) y establecimientos permanentes de entidades extranjeras será del 33% para el año gravable 2019, 32% para el 2020, 31% para el 2021, y 30% a partir del 2022.

Porción de Ventas	Impto. Ponderado '20	Impto. Ponderado '21	Impto. Ponderado '22	Impto. Ponderado '23	Impto. Ponderado '24
62,30%	19,94%	19,31%	18,69%	18,69%	18,69%
7,50%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%
2,40%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%
1,40%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%
2,40%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%
9,20%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%
2,40%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%
3,40%	1,02%	1,02%	1,02%	1,02%	1,02%
2,40%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%
2,40%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%
2,30%	0,68%	0,68%	0,68%	0,68%	0,68%
1,90%	0,51%	0,51%	0,51%	0,51%	0,51%
Total	29,81%	29,19%	28,57%	28,57%	28,57%

Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA.

A continuación, reemplazamos los valores anteriores en la siguiente fórmula:

$$\beta_P^{C/D} = \beta_P^{S/D} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$\beta_P^{C/D} = 0,3883 [1 + (1 - 28,57\%)(0,2678)] - 0,1538 (1 - 28,57\%) \cdot (0,2678)$$

$$\beta_P^{C/D} \cong 0,4332$$

El resultado del Beta Patrimonial con Deuda ($\beta_P^{C/D}$) es 0,4332.

5.7 Costo Patrimonial (K_P)

Por medio de la metodología de CAPM (Capital Assets Pricing Model) valoramos la tasa de Costo Patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda determinado en ítem anterior, el que incluye la estructura de capital objetivo de la empresa.

Con los datos anteriores podemos encontrar el costo patrimonial por CAPM:

$$K_p = r_f + PRM * \beta_p^{c/d}$$
$$K_p = 5,04\% + 7,08\% * 0,4332$$
$$K_p \cong 8,11\%$$

El resultado del Costo Patrimonial (K_p) es 8,11%.

5.8 Costo de Capital (K_0)

Por último, estimamos la tasa Costo de Capital por medio de la fórmula del Weighted Average Cost of Capital (WACC), la cual nos va a indicar la tasa de interés anual que obtienen los capitalistas por invertir en el Grupo Nutresa SA.

Ahora con los datos anteriores calculamos el Costo de Capital:

$$K_0 = K_p * \left(\frac{P}{V}\right) + K_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V}\right)$$
$$K_0 = 8,11\% * (0,7889) + 6,13\% * (1 - 0,2857) * 0,2111$$
$$K_0 \cong 7,32\%$$

La tasa de Costo de Capital (K_0) resultó en un 7,32%.

6. Valoración de la Empresa por Múltiplos

Para realizar la valoración por múltiplos del Grupo Nutresa seleccionamos como referencia dos grandes empresas en Latinoamérica que son Grupo Bimbo de México y Alicoorp de Perú; estas transan abiertamente en el mercado de capitales de sus respectivos países en donde lideran el mercado de alimentos y son seleccionadas porque sus principales características son poseer en forma significativa una gran cantidad de línea de productos similares.

Para realizar esta valoración por múltiplos nos encontramos con la siguiente información de para el año 2018 y 2019:

- Grupo BIMBO y Alicorp para el año 2018:

En la tabla 17 calculamos los múltiplos de Grupo BIMBO y Alicorp para el año 2018 con la información de los estados financieros en la página web de cada empresa.

Tabla 17: Cálculos de múltiplos Grupo BIMBO y Alicorp 2018.

Tipo de Múltiplo	Múltiplos 2018	BIMBO	ALICORP	Promedio
Múltiplos de Ganancias	Price- Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	30,81	18,77	24,80
	Enterprise Value To EBITDA (EV/EBITDA)	9,47	10,11	9,79
	Enterprise Value To EBIT (EV/EBIT)	13,46	17,64	15,55
Múltiplos de Valor Libro	Price To Book Equity (PBV)	2,37	2,58	2,48
	Value To Book Ratio	0,68	0,89	0,78
Múltiplos de Ingresos	Price To Sales Ratio (PS)	0,62	1,00	0,81
	Enterprise Value To Sales Ratio (VS)	1,16	1,64	1,40

Fuente: Elaboración propia con soporte en EE. FF. Grupo Bimbo y Alicorp 2018-2019.

- Grupo BIMBO y Alicorp para el año 2019:

En la tabla 18 calculamos los múltiplos de Grupo BIMBO y Alicorp para el año 2019 con la información disponible en los estados financieros en la página web de cada empresa.

Tabla 18: Cálculos de múltiplos Grupo BIMBO y Alicorp 2019.

Tipo de Múltiplo	Múltiplos 2019	BIMBO	ALICORP	Promedio
Múltiplos de Ganancias	Price- Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	25,24	16,43	20,83
	Enterprise Value To EBITDA (EV/EBITDA)	7,67	8,68	8,18
	Enterprise Value To EBIT (EV/EBIT)	12,01	9,01	10,51
Múltiplos de Valor Libro	Price To Book Equity (PBV)	2,30	2,26	2,28
	Value To Book Ratio	0,57	0,70	0,63
Múltiplos de Ingresos	Price To Sales Ratio (PS)	0,55	0,79	0,67
	Enterprise Value To Sales Ratio (VS)	1,05	0,91	0,98

Fuente: Elaboración propia con soporte en EE. FF. Grupo Bimbo y Alicorp 2018-2019.

6.1 Resumen de Múltiplos Comparables

En la tabla 19 mostramos los múltiplos de la industria los años 2018 y 2019.

Tabla 19: Cálculos de múltiplos de Bimbo y Alicoorp 2019.

Múltiplos	2018	2019	Promedio 2018- 2019
Price- Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	24,80	20,83	22,81
Enterprise Value To EBITDA (EV/EBITDA)	9,79	8,18	8,98
Enterprise Value To EBIT (EV/EBIT)	15,55	10,51	13,03
Price To Book Equity (PBV)	2,48	2,28	2,38
Value To Book Ratio	0,78	0,63	0,71
Price To Sales Ratio (PS)	0,81	0,67	0,74
Enterprise Value To Sales Ratio (VS)	1,40	0,98	1,19

Fuente: Elaboración propia en base a cálculos propios.

6.2 Resumen de Múltiplos Comparables por Industria

A continuación, en la tabla 20, mostramos el promedio de los múltiplos recomendados por Pablo Fernández para la industria de alimentos:

Tabla 20: Cálculos de múltiplos recomendados para la Industria 2019.

Múltiplos	2018	2019	Promedio Industria
Enterprise Value To EBITDA (EV/EBITDA)	9,79	8,18	8,98
Enterprise Value To EBIT (EV/EBIT)	15,55	10,51	13,03

Fuente: Elaboración propia en base a cálculos propios.

6.3 Datos Contables Grupo Nutresa 2019

En la tabla 21 exponemos la Información Contable del Grupo Nutresa SA 2019.

Tabla 21: Información Contable del Grupo Nutresa SA 2019.

Nutresa	
Ítem Contable	dic-19
Utilidad por Acción	\$ 1,1158766002
EBITDA	\$ 1.347.229.000
EBIT	\$ 933.455.000
Valor Libro del Patrimonio	\$ 8.684.864.000

Valor Libro de la Empresa	\$	15.645.241.000
Ventas por Acción	\$	21,643867155
Ventas	\$	9.958.851.000

N° de Acciones		460.123.458
Utilidad Neta	\$	513.441.000
Valor Libro de la Acción	\$	18.875,07

Fuente: Elaboración propia con información de los EEFF del Grupo Nutresa 2019.

Recurriendo a los datos contables de Nutresa al 31 de diciembre de 2019 y los múltiplos promedios de la industria para el año 2019, se calcula la valorización del precio de la acción de la siguiente manera:

- Valor empresa = Múltiplo industria * EBITDA o EBIT (12 meses anteriores).
- Patrimonio económico = Valor empresa + efectivo equivalente – deuda financiera – interés minoritario.
- Precio de la acción = patrimonio económico / N^a de acciones circulantes

6.4 Valoración Grupo Nutresa por Múltiplos calculados.

Observamos en la tabla 22 el resumen del precio de la acción del Grupo Nutresa por Múltiplos Recomendados para la industria de alimentos por Pablo Fernández.

Tabla 22: Resumen del Precio de la Acción del Grupo Nutresa por Múltiplos Recomendados.

Múltiplos	Múltiplo	Patrimonio M\$COP	Precio M\$COP
Enterprise Value To EBITDA (EV/EBITDA)	8,98	12.101.484.493	\$ 26.301
Enterprise Value To EBIT (EV/EBIT)	13,03	12.161.262.958	\$ 26.430

Fuente: Elaboración propia con cálculos de la Industria.

En la tabla anterior, el precio obtenido es similar con que el precio de la acción de mercado a la fecha de la valoración, que al cierre de diciembre de 2019 fue de \$25.400, obteniéndose un precio 3,5% y 4,1% mayor por múltiplos de la Industria.

Por otro lado, destacamos que se valoró el precio de la acción de Nutresa por diferentes múltiplos, sin embargo, los resultados fueron en algunos casos inexactos respecto al método

de flujo de caja descontados, para aquellos que se asemejan en este estudio, como lo son “Value To Book Ratio” y “Enterprise Value To Sales Ratio”, históricamente son cálculos inestables y no demuestran un comportamiento lineal de la acción transada en el mercado colombiano.

Por lo tanto, en la tabla 23 mostramos el resumen del precio de la acción del Grupo Nutresa por otros múltiplos.

Tabla 23: Resumen del Precio de la Acción del Grupo Nutresa por otros Múltiplos.

Valoración Múltiplos Promedio			
Múltiplos	Múltiplo	Patrimonio M\$ COP	Precio \$COP
Price- Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	22,81	30.736.032.174	\$ 66.800
Price To Book Equity (PBV)	2,38	20.650.177.429	\$ 44.880
Value To Book Ratio	0,71	11.086.572.932	\$ 24.095
Price To Sales Ratio (PS)	0,74	7.371.761.320	\$ 16.021
Enterprise Value To Sales Ratio (VS)	1,19	11.863.251.277	\$ 25.783
Precio Promedio Múltiplos			\$ 35.516

Fuente: Elaboración propia con cálculos y supuestos.

7. Conclusión de la Valoración por Múltiplos

Según nuestro cálculo anterior, se concluye entonces que el valor de la empresa no es la suma del valor de cada uno de sus activos por separado y recibir el precio de mercado por cada uno de ellos. Lo que se espera al formar una empresa, es que la sinergia que se produce al tener todos los activos juntos, genera un flujo que en Valor Presente sea mayor que la Inversión realizada por los activos.

Por último, el precio obtenido es similar con que el precio de la acción de mercado a la fecha de la valoración, que al cierre de diciembre de 2019 fue de \$25.400, obteniéndose un precio 3,5% y 4,1% mayor por múltiplos de la Industria.

Tabla 24: Resumen del Precio de la Acción del Grupo Nutresa por otros Múltiplos.

Método de Valoración	Acción Valor	%
Enterprise Value To EBITDA (EV/EBITDA)	26.301	3,5%
Enterprise Value To EBIT (EV/EBIT)	26.430	4,1%

Fuente: Elaboración propia con cálculos y supuestos.

8. Análisis Financiero y Principales Ratios.

En la tabla siguiente, observamos los ratios financieros del Grupo Nutresa, calculados para entender mejor el desempeño de la empresa históricamente en los años 2018 y 2019, evaluando su liquidez, endeudamiento, actividad y rentabilidad.

Tabla 25: Principales ratios financiero Grupo Nutresa.

	Ratio	2018	2019	Promedio
Rentabilidad	ROA	6,23%	5,97%	6,10%
	ROE	6,10%	5,91%	6,01%
Liquidez	Razón Corriente	1,38	1,39	1,39
Endeudamiento	Deuda	38,37%	44,49%	41,43%
	Deuda - Patrimonio	62,26%	80,14%	71,20%
	Deuda Financiera - EBITDA	2,48	2,38	2,43
Actividad	Promedio de Cobro	42,45	43,68	43,06
	Promedio de Pago	80,42	81,00	80,71
	Rotación de Inventarios	4,48	4,46	4,47
	Rotación de Activos	0,67	0,64	0,65

Fuente: Elaboración propia con cálculos y supuestos.

El análisis que podemos indicar respecto los ratios son los siguientes:

Para el promedio de los años 2018 y 2019 se observa que los ratios de rentabilidad son positivos, con un ROA del 6,10% el cual nos indica un buen rendimiento de los activos del Grupo Nutresa y un ROE del 6,01% mostrando la rentabilidad positiva del accionista de la empresa, en conclusión estos ratios anteriores de rentabilidad, se han mantenido estables en sus beneficios; respecto a la liquidez, la Razón Corriente es mayor a 1,39 ideal para toda empresa y que nos refleja la disponibilidad de dinero para pagar obligaciones financieras y operar óptimamente.

Respecto a los ratios de endeudamiento, notamos buenos índices en Deuda donde los pasivos totales se pagan con un 41,4% del valor de los activos totales. Resaltamos el ratio: Deuda Financiera – EBIDTA que se ha mantenido estable casi sin notables variaciones del año

2018 al 2019, demostrando que con el EBIDTA podemos pagar en casi dos periodos y medio la Deuda Financiera adquirida por el Grupo Nutresa.

Por último, describimos los ratios de actividad los cuales nos muestran un promedio de cobro de 43,06 días y un promedio de pago de 80,71 días, indicándonos que cobran más rápido de lo que pagan, por lo que tienen mejor desempeño al obtener dinero para la empresa. Al observar el ratio de Rotación de Inventarios observamos que rotan 4,47 veces en el año, concluyendo el buen crecimiento en ventas del año 2018 al 2019. Todo lo anterior nos indica que es una empresa sana financieramente.

9. Bibliografía

1. Memoria Grupo Nutresa S.A. auditado por PWC terminado al 31.12.2019.
Sitio web: www.gruponutresa.com/inversionistas/
2. Informe Integrado 2019. Marzo de 2020. 100 Años. Un Futuro Entre Todos.
3. Banco de la república de Colombia. Información de la tasa libre de riesgo. Sitio Web: www.banrep.gov.co/es/tes
4. Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.
5. González, Marcelo. Notas de Clases: Finanzas Corporativas.
6. Asociación Nacional de Industriales (ANDI). Informe de Balance de 2018 y Perspectivas para 2019. Sitio Web:
https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/emmet/bol_emmet_enero_2020.pdf
7. Panorama y perspectivas del sector de alimentos y bebidas 2018-2019. Sergio Clavijo 2019. Sitio Web:
<https://www.larepublica.co/analisis/sergio-clavijo-500041/panorama-del-sector-de-alimentos-y-bebidas-2018-2019-2816375>
8. ¿Cómo le fue a la economía bogotana? 2019. Secretaria de Desarrollo Económico, Bogotá, Colombia 2020.
9. Introducción a las Finanzas, Felipe Mejía. www.felipemejia.com
10. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2019 y de 2018 junto con el dictamen de los auditores independientes. Alicorp S.A.A. y Subsidiarias. EY.
11. Estados Consolidados de Situación Financiera al 31 de diciembre de 2019 y 2018. Grupo BIMBO, S.A.B. de C.V. y Subsidiarias. EY.
12. Damodaran Online: Página web de Aswath Damodaran. Información del premio por riesgo de mercado para Colombia y Estados Unidos.
13. S&P Capital IQ Plataforma. Información financiera de empresas comparables.
14. Eikon Thomson Reuters. Proyecciones de ingresos - Grupo NUTRESA.
15. Yahoo Finance, Bloomberg, Wall Street Journey: Información financiera de empresas sector de alimentos.

10. Anexos

Tabla 26: Detalle de filiales con mayor presencia bursátil; Industria, Participación y País de procedencia, para los años 2018 y 2019.

Denominación	Actividad principal	Funcional	2019	2018
Colombia				
Industria Colombiana de Café S. A. S.	Producción de café y productos relacionados.	COP	100,00%	100,00%
Compañía Nacional de Chocolates S. A. S.	Producción de chocolates, sus derivados y otros productos relacionados	COP	100,00%	100,00%
Compañía de Galletas Noel S. A. S.	Producción de galletas, cereales, entre otros.	COP	100,00%	100,00%
Industria de Alimentos Zenú S. A. S.	Producción y comercialización de carnes y sus derivados.	COP	100,00%	100,00%
Productos Alimenticios Doria S. A. S.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	COP	100,00%	100,00%
Molinos Santa Marta S. A. S.	Molituración de granos.	COP	100,00%	100,00%
Alimentos Cárnicos S. A. S.	Producción de carnes y sus derivados.	COP	100,00%	100,00%
Tropical Coffee Company S. A. S.	Montaje y explotación de industrias de café.	COP	100,00%	100,00%
Inverlogy S. A. S. (2)	Producción o fabricación de material de empaque.	COP	100,00%	100,00%
Pastas Comarrico S. A. S.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	COP	100,00%	100,00%
Novaventa S. A. S.	Comercialización de alimentos y otros artículos mediante canal de venta directa.	COP	100,00%	100,00%
La Recetta Soluciones Gastronómicas Integradas S.A.S.	Distribución de alimentos mediante canal institucional.	COP	100,00%	70,00%
Meals Mercadeo de Alimentos de Colombia S. A. S.	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros.	COP	100,00%	100,00%
Servicios Nutresa S. A. S.	Prestación de servicios empresariales especializados.	COP	100,00%	100,00%
Setas Colombianas S. A.	Producción, procesamiento y comercialización de champiñones.	COP	100,00%	99,50%
Gestión Cargo Zona Franca S. A. S.	Prestación de servicios logísticos.	COP	100,00%	100,00%
Comercial Nutresa S. A. S.	Comercialización de productos alimenticios.	COP	100,00%	100,00%

Industrias Aliadas S. A. S.	Prestación de servicios relacionados con el café.	COP	100,00%	100,00%
Opperar Colombia S. A. S.	Prestación de servicios de transporte y logística.	COP	100,00%	100,00%
Fideicomiso Grupo Nutresa	Gestión de recursos financieros.	COP	100,00%	100,00%
Fondo de Capital Privado “Cacao para el Futuro” – Compartimento A	Inversión en producción de cacao.	COP	83,41%	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%	100,00%
LYC S. A. S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	100,00%	100,00%
PJ COL S. A. S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	100,00%	100,00%
New Brands S. A.	Producción de lácteos y helados.	COP	100,00%	100,00%
Schadel Ltda. Schalin Del Vecchio Ltda.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	99,88%	99,88%
Tabelco S. A. S.	Producción de alimentos y operación de establecimientos de alimentos al consumidor.	COP	100,00%	100,00%
Productos Naturela S. A. S.	Producción y comercialización de alimentos saludables y funcionales.	COP	60,00%	60,00%
Atlantic FS S. A. S.	Comercialización de productos alimenticios	COP	51,00%	-
Procesos VA S. A. S.	Procesamiento de productos cárnicos	COP	100,00%	-
Chile				
Tresmontes Lucchetti S. A.	Prestación de servicios empresariales especializados.	CLP	100,00%	100,00%
Nutresa Chile S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes Lucchetti Agroindustrial S. A.	Producción agrícola e industrial.	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes Lucchetti Servicios S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	CLP	100,00%	100,00%
Tresmontes S. A.	Producción y comercialización de alimentos.	CLP	100,00%	100,00%
Lucchetti Chile S. A.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	CLP	100,00%	100,00%
Novaceites S. A.	Producción y comercialización de aceites	CLP	50,00%	50,00%

	vegetales.			
Inmobiliaria y Rentas Tresmontes Lucchetti S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	CLP	-	100,00%
Tresmontes Lucchetti Inversiones S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%	100,00%
Costa Rica				
Compañía Nacional de Chocolates DCR, S. A.	Producción de chocolates y sus derivados.	CRC	100,00%	100,00%
Compañía de Galletas Pozuelo DCR S. A.	Producción de galletas y otros relacionados.	CRC	100,00%	100,00%
Compañía Americana de Helados S. A.	Producción y venta de helados.	CRC	100,00%	100,00%
Servicios Nutresa CR S. A.	Prestación de servicios empresariales especializados.	CRC	100,00%	100,00%
Guatemala				
Comercial Pozuelo Guatemala S. A.	Distribución y comercialización de productos alimenticios.	QTZ	100,00%	100,00%
Distribuidora POPS S. A.	Comercialización de helados.	QTZ	100,00%	100,00%
México				
Nutresa S. A. de C.V.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	MXN	100,00%	100,00%
Serer S. A. de C.V.	Servicios de personal.	MXN	100,00%	100,00%
Comercializadora Tresmontes Lucchetti S. A. de C.V.	Comercialización de productos alimenticios.	MXN	-	100,00%
Servicios Tresmontes Lucchetti S. A. de C.V.	Prestación de servicios empresariales especializados.	MXN	100,00%	100,00%
Tresmontes Lucchetti México S. A. de C.V.	Producción y comercialización de alimentos.	MXN	100,00%	100,00%
TMLUC Servicios Industriales, S. A. de C.V.	Prestación de servicios empresariales especializados.	MXN	100,00%	100,00%
Panamá				
Promociones y Publicidad Las Américas S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	PAB	100,00%	100,00%
Alimentos Cárnicos de Panamá S. A.	Producción de carnes y sus derivados.	PAB	100,00%	100,00%
Comercial Pozuelo Panamá S. A.	Producción de galletas y otros relacionados.	PAB	100,00%	100,00%
American Franchising Corp. (AFC)	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%	100,00%
Aldage, Inc.	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%	100,00%
LYC Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%	100,00%
Sun Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%	100,00%
El Corral Capital INC.	Gestión de franquicias de la	USD	100,00%	100,00%

Estados Unidos de América				
	industria alimenticia.			
Abimar Foods Inc.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	USD	100,00%	100,00%
Cordialsa Usa, Inc.	Comercialización de productos alimenticios.	USD	100,00%	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: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA.

Tabla 27: Detalle de filiales otros países; Industria, Participación y País de procedencia, para los años 2018 y 2019.

Otros países					
Denominación	Actividad principal	País de constitución	Moneda funcional	% participación Grupo Nutresa	
				2019	2018
TMLUC Argentina S. A.	Producción y comercialización de alimentos.	Argentina	ARS	100,00%	100,00%
Corporación Distribuidora de Alimentos S. A. (Cordialsa)	Comercialización de productos alimenticios.	Ecuador	USD	100,00%	100,00%
Comercial Pozuelo El Salvador S. A. de C.V.	Distribución y comercialización de productos alimenticios.	El Salvador	USD	100,00%	100,00%
Americana de Alimentos S. A. de C.V.	Comercialización de productos alimenticios.	El Salvador	USD	100,00%	100,00%
Comercial Pozuelo Nicaragua S. A.	Comercialización de productos alimenticios.	Nicaragua	NIO	100,00%	100,00%
Industrias Lácteas Nicaragua S. A.	Comercialización y gestión logística.	Nicaragua	NIO	100,00%	100,00%
Compañía Nacional de Chocolates del Perú S. A.	Producción de bebidas y alimentos.	Perú	PEN	100,00%	100,00%
Helados Bon S. A.	Producción y comercialización de helados, bebidas	República Dominicana	DOP	81,18%	81,18%

	lácteas, entre otros.				
Compañía de Galletas Pozuelo de República Dominicana S.R.L.	Gestión financiera y de inversiones.	República Dominicana	DOP	100,00%	100,00%
Gabon Capital LTD.	Gestión financiera y de inversiones.	BVI	USD	100,00%	100,00%
Perlita Investments LTD.	Gestión financiera y de inversiones.	BVI	USD	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia con base a Estados Financieros Grupo Nutresa SA.