



**VALORACIÓN DE LA EMPRESA NUTRESA S.A.  
Mediante Métodos de Flujo de Caja Descontado**

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

**Alumno: Geraldine Salin Espinoza  
Profesor Guía: Francisco Marcet Orellana**

**Santiago, Enero 2020**

A mi madre y hermano.

La vida nos ha dado segundas y terceras oportunidades y siempre nos ha mantenido unidos. Gracias por su apoyo incondicional en todo, que la vida nos permita disfrutar muchísimos años más juntos.

A mis amigas y amigos.

Los que siempre están ahí, de manera silenciosa pero incondicional en todos los momentos, mi vida no sería la misma sin tenerlos a ustedes en ella.

A Patricio.

Mi compañero desde el primer hasta el último día de este magíster, gracias por tu amistad, enseñanzas y aprendizajes.

## Tabla de Contenidos

Índice de cuadros e ilustraciones.....	5
Resumen Ejecutivo.....	9
1. Metodología.....	10
1.1. Principales Métodos de Valoración.....	10
1.2. Modelo de descuento de dividendos.....	10
1.3. Método de flujos de caja descontados.....	11
1.4. Método de Múltiplos.....	13
2. Descripción de la empresa e industria .....	15
2.1. Descripción General de Grupo Nutresa .....	15
2.2. Filiales de la compañía .....	16
2.3. Accionistas principales .....	18
2.4. Unidades de Negocio .....	18
3. Análisis operacional del negocio e industria .....	22
3.1. Análisis de crecimiento Nutresa.....	23
3.2. Análisis de crecimiento de la industria .....	25
3.3. Análisis de Costos de Operación.....	26
3.4. Análisis de cuentas no operacionales.....	29
3.5. Análisis activos .....	30
4. Proyección de EERR.....	33
4.1. Proyección de ingresos de operación.....	33
4.2. Proyección de costos de operación .....	34
4.3. Proyección resultado no operacional.....	35
4.4. Ganancia antes de impuestos .....	37
4.5. Impuestos.....	38

4.7.	Ganancia/Pérdida proyectada .....	39
4.8.	Estado de Resultado proyectado .....	39
5.	Proyección de Flujos de Caja Libre .....	40
5.1.	Inversión en Reposición .....	40
5.2.	Nuevas inversiones en Activo Fijo .....	41
5.3.	Inversión en Capital de Trabajo .....	42
5.4.	Proyección de flujo de caja libre .....	43
6.	Valoración económica de Nutresa y su precio de acción .....	45
7.	Conclusiones .....	46
ANEXOS .....		48
	Presencia en región estratégica (distribución y ventas).....	48
	Tasas de impuestos por país .....	49
	Total de ingresos por país.....	49
	Promedio ponderado de impuesto por peso relativo de los ingresos.....	50
Bibliografía.....		51

## Índice de cuadros e ilustraciones

Cuadro 1: Filiales por país Grupo Nutresa .....	16
Cuadro 2: Accionistas Grupo Nutresa, acciones y porcentaje de participación .....	18
Ilustración 3: Crecimiento ventas y ebitda por unidad de negocio .....	21
Cuadro 4: Unidades de valor real en pesos colombianos, Banco de la República. ....	22
Cuadro 5: Ingresos operacionales del Grupo Nutresa en el Mercado colombiano, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019 .....	23
Cuadro 6: Ingresos operacionales del Grupo Nutresa en el Mercado internacional, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019 .....	23
Cuadro 7: Ingresos operacionales totales del Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019 .....	24
Cuadro 8: Resumen de ingresos de Grupo Nutresa en Mercado colombiano e internacional, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019 .....	24
Cuadro 9: Crecimiento total de cada unidad de negocio, desde 2015 a 2018.....	25
Cuadro 10: Resumen de crecimiento por tipo de Mercado, desde 2015 a 2018 .....	25
Cuadro 11: Ingresos netos de Grupo Nutresa y compañías colombianas comparables, en millones de UVR, desde 2015 a 2018.....	25
Cuadro 12: Porcentaje de crecimiento de los ingresos netos de Grupo Nutresa y compañías colombianas comparables, desde 2015 a 2018.....	26
Cuadro 13: Tasas de crecimiento de Grupo Nutresa y compañías colombianas comparables, desde 2015 a 2018.....	26
Cuadro 14: Gastos operacionales Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019.....	27
Cuadro 15: Distribución porcentual de gastos operacionales Grupo Nutresa, desde 2015 a junio 2019.....	27
Cuadro 16: Porcentaje de gastos operaciones en función de las ventas Grupo Nutresa, desde 2015 a junio 2019.....	27

Cuadro 17: Detalle de gastos operacionales por naturaleza Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019 .....	28
Cuadro 18: Porcentaje de los gastos operacionales por naturaleza, en función del gasto total.....	29
Cuadro 19: Depreciación y amortización Grupo Nutresa en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019.....	29
Cuadro 20: Cuentas no operacionales del Estado de Resultados, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019.....	30
Cuadro 21: Clasificación cuentas no operacionales del Estado de Resultados en gastos recurrentes y no recurrentes .....	30
Cuadro 22: Clasificación de activos en operacional o no operacional .....	31
Cuadro 23: Resumen de clasificación de activos en operacional y no operacional, en millones de UVR a junio 2019.....	31
Cuadro 24: Activos prescindibles, en millones de UVR a junio 2019.....	32
Cuadro 25: Proyección porcentual de ingresos operacionales por unidad de negocio, desde segundo semestre 2019 a 2023 .....	33
Cuadro 26: Ingresos proyectados por unidad de negocio, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023.....	34
Cuadro 27: Porcentaje de gastos operaciones en función de las ventas, desde 2015 a junio 2019.....	34
Cuadro 28: Proyección costos de operación de Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023 .....	35
Cuadro 22: Clasificación cuentas no operacionales del Estado de Resultados en gastos recurrentes y no recurrentes .....	35
Cuadro 29: Cuentas de gastos no operacionales recurrentes, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019 .....	35
Cuadro 30: Crecimiento de gastos no operacionales recurrentes, años 2015 a junio 2019 .....	36

Cuadro 31: Crecimiento de gastos no operacionales recurrentes, años 2015 a junio 2019, sin valores outliers .....	36
Cuadro 32: Proyección de gastos no operacionales recurrentes, desde segundo semestre 2019 a 2023 .....	37
Cuadro 33: Proyección ganancia antes de impuestos Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2024.....	38
Cuadro 34: Proyección del impuesto a la renta de Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023 .....	38
Cuadro 35: Proyección de ganancia/pérdida de Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023 .....	39
Cuadro 36 Estado de Resultados proyectados Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023 .....	39
Cuadro 37: Inversión en reposición de Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019.....	40
Cuadro 38: Porcentaje de amortización y depreciación en función de cada costo, desde 2015 a junio 2019 .....	41
Cuadro 39: Proyección de Inversión en reposición, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023 .....	41
Cuadro 40: Relación porcentual de propiedad, planta y equipos con respecto a las ventas en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019 .....	41
Cuadro 41: Proyección de las inversiones en activo fijo en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023.....	42
Cuadro 42: Activos corrientes de Grupo Nutresa en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019 .....	42
Cuadro 43: Pasivos corrientes de Grupo Nutresa en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019.....	42
Cuadro 44: Capital de trabajo de Grupo Nutresa en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019 .....	42

Cuadro 45: Proyección capital de trabajo en millones de UVR, desde primer semestre 2019 a 2023.....	43
Cuadro 46: Proyección capital de trabajo en millones de UVR, desde primer semestre 2019 a 2023.....	43
Cuadro 47: Flujo de Caja Libre proyectado en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023 y de 2024 a perpetuidad.....	44
Cuadro 48: Valor económico de Grupo Nutresa en millones de UVR, a junio 2019 .....	45
Cuadro 49: Comparación valoración Grupo Nutresa a Junio 2019 con valor actual de la acción. ....	47
Cuadro 50: Gráfico evolución valor acción Grupo Nutresa, desde el 02 de julio 2019 al 17 de enero de 2020.....	47



## Resumen Ejecutivo

El siguiente informe tiene como fin obtener una valorización del Grupo Nutresa S.A, empresa dedicada a alimentos procesados con matriz en Colombia y presente en distintos países, siendo una de las más grandes a nivel Latinoamericano. Grupo Nutresa cuenta con ocho líneas principales de negocio: Cárnicos, galletas, chocolates, Tres Montes Lucchetti, cafés, alimentos al consumidor, helados y pastas.

Esta valorización fue realizada mediante un análisis del Grupo Nutresa S.A, utilizando los Estados Financieros anuales consolidados para los años 2015 a 2018 y los Estados Financieros consolidados a junio 2019. Así mismo, se consideraron otros actores de la industria de los alimentos. Con la información obtenida, se determinó la estructura de capital objetivo del Grupo y su tasa de costo de capital, para realizar la valoración del Grupo a través de dos métodos: Flujo de caja descontados y valoración por múltiplos.

Mediante un análisis más exhaustivo de los distintos negocios y países en donde el Grupo Nutresa tiene presencia, se determinaron supuestos utilizados para realizar la proyección de sus Estados Financieros, para el segundo semestre de 2019 y para los años 2020 a 2023. Posteriormente, se construyó el flujo de caja libre, para finalmente realizar la valoración del Grupo Nutresa a través del método de Flujos de caja descontados (FCD). A través de dicho proceso, se pudo estimar una valoración de la acción del Grupo Nutresa al cierre de junio 2019 de 23.511 pesos colombianos, lo que corresponde a un 5,88% menor al valor real del precio de la acción en la misma fecha, el cual fue de 24.980 al 28 de junio de 2019.

# 1. Metodología

## 1.1. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como propósito estimar un valor para la compañía, sin embargo, en la literatura existen distintas metodologías para realizar dicha valoración, las cuales se agrupan en grupos de métodos de valoración, como los basados en el balance de la empresa (valor patrimonial), en las cuentas de resultados (múltiplos), mixtos y métodos basados en el descuento de flujo de fondos (*cash flow*).<sup>1</sup> Los resultados que se obtengan de una valoración no serán únicos, y dependerán de la situación de la compañía en determinado momento del tiempo y el tipo de valoración utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y establecen el valor teórico de la acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Los resultados pueden diferir, dado que cada analista o equipo de *research* utiliza distintos supuestos para llegar a su valoración.

Entre métodos más conocidos y utilizados se encuentra el modelo de descuento dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables.<sup>2</sup>

El trabajo se enfoca principalmente a estos dos últimos métodos de valoración: Múltiplos o comparables y flujo de caja descontados, el cual ha sido cada vez más utilizado al considerar a la empresa como un ente generador de flujos, por ende, como un activo financiero.

## 1.2. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son una distribución de las utilidades de la compañía y constituye, en la mayoría de los casos, el único flujo que se realiza de manera periódica a los accionistas.

El valor de la acción representa el valor actual de los dividendos futuros que se esperan obtener de ella, y es empleada generalmente en la valoración de bancos e instituciones

---

<sup>1</sup> Fernández, Pablo. *Métodos de valoración de empresas*, décimo tercera edición (2019). 28p.

<sup>2</sup> Maquieira, Carlos. *Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica*. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

financieras. Para el caso de perpetuidad, cuando se espera que los dividendos sean constantes durante los años futuros, el valor de la acción se puede expresar de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la Acción} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{K_p}$$

En donde  $K_p$  representa la rentabilidad exigida por los accionistas, llamada también coste de los recursos propios. Esta es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente compensados en su inversión. Si se espera que el dividendo por acción aumente anualmente a una tasa constante, llamada  $g$ , la fórmula anterior pasa a ser la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \frac{DPA_1}{(K_p - g)}$$

En donde  $DPA_1$  son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

### 1.3. Método de flujos de caja descontados

El método de flujo de caja descontados, FCD, se encuentra dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, ya que ésta se utiliza la utilidad y el crecimiento del negocio el cual está siendo evaluado.

Mientras la valoración mediante FCD es solo una de las maneras de valorar compañías, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, se deben entender los fundamentos detrás de la valoración mediante el flujo de caja descontado.<sup>4</sup>

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado, el cual se nombra periodo explícito de proyección, y luego son descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para los flujos de cada generados más allá del periodo explícito de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad”, que corresponde al

---

<sup>3</sup> Fernández, Pablo. *Métodos de valoración de empresas*, décimo tercera edición (2019). 28p.

<sup>4</sup> Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Third Edition (2012), 992p.

periodo implícito de proyección. Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través del método de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar las cifras de una compañía, los factores específicos de la industria y las tendencias macroeconómicas las que ejercen cierto grado de variabilidad en una compañía.

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

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

En general, cuando se habla de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la compañía, en un contexto de una valoración por el método de FCD, se refiere del costo de capital (tasa de los activos). Esta se calcula como un promedio ponderado entre el costo de la deuda y la rentabilidad exigida por los accionistas, la que se denomina costo patrimonial. Esta manera de cálculo se le denomina *Weighted Average Cost of Capital*, WACC por sus siglas, que corresponde al costo promedio ponderado de capital. WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libres totales para obtener el valor total de una compañía, que tenga deuda financiera y que los ahorros de impuestos asociados a los intereses sean incorporados en la tasa de descuento y no en los flujos de caja.

Para valorar la compañía de la forma descrita, se requiere que posea una estructura de capital objetiva a largo plazo, si esta condición no se cumple, no podría valorizarse de esta manera, se debería hacer por valor presente ajustado.

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

En el caso que la compañía no posea deuda financiera y sea financiada en un 100% por patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales a una tasa de costo de capital sin deuda, también conocida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio dado su nivel de riesgo. Para obtener el valor de la empresa, se realizan los ajustes mencionados anteriormente, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, lo cual el valor completo de la compañía coincidiría con el valor del patrimonio.

#### 1.4. Método de Múltiplos

El método de múltiplos o comparables, determina un valor para la compañía, el cual establece una relación entre distintos ratios financieros de una compañía de la misma industria y el valor de la firma, obteniendo así un valor aproximado de la empresa.

El valor de un activo, es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares que pueden ser comparables. Existe una gran variación en la valoración de las acciones, según el tipo de múltiplo que se utilice y según las empresas que se consideren como referencia.

Los requisitos para aplicar la valoración por múltiplos son: 1. Identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos en valores estándar, obteniendo los múltiplos, 2. Comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la compañía,

y tener presente que dos compañías son comparables en la medida que posean riesgo y tasas de crecimiento similar, además de características similares en flujos de caja.

Existen distintos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, se muestra algunos de los cuales es posible utilizar:

Múltiplos de ganancias:

- Price-earning ratio (PU o PE)
- Enterprise value to EBITDA
- Enterprise value to EBIT

Los analistas utilizan este tipo de múltiplos para decisiones sobre portafolios, se compara este valor con la tasa de crecimiento esperado. Si el valor objetivo es bajo, entonces las compañías están subvaloradas. En cambio, si el valor objetivo es alto, las empresas se encuentran sobrevaloradas.

También se utiliza PU o PE, para comparar mercados y concluir cuáles se encuentran sobre o subvalorados. La relación PU está asociada positivamente con la tasa de crecimiento y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una compañía puede tener un PU bajo debido a tasas de interés altas o bien un alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de valor libro:

- Price to book equity
- Value to book ratio
- Valor de Mercado / Costo de reemplazo (Q de Tobin)

Múltiplos de ventas:

- Price to sales ratio
- Enterprise value to sales ratio

## 2. Descripción de la empresa e industria

### 2.1. Descripción General de Grupo Nutresa

Grupo Nutresa es una compañía colombiana que produce, distribuye y comercializa productos de la industria alimenticia. Nacida en 1920, bajo el nombre de Compañía Nacional de Chocolates Cruz Roja, la que luego pasó a ser Compañía Nacional de Chocolates S.A., transformándose posteriormente en el año 2011 a Grupo Nutresa.

La compañía es una empresa líder en alimentos procesados en Colombia, teniendo una participación mayor a un 50% del mercado y un actor relevante en América Latina. Posee ocho líneas de negocio principales: Cárnicos, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti -TMLUC-, Cafés, Alimentos al Consumidor, Helados y Pastas. La compañía desde los años 2000s comienza una expansión internacional, con la adquisición de distintas empresas en la región. Es así, como Nutresa ha diversificado su geografía, manteniendo su distribución, plantas y ventas en 14 países y 46 plantas de producción, principalmente en el latinoamericano, además de Centro América y Estados Unidos.<sup>5</sup> Las ventas del Grupo Nutresa en otros países, distintos a Colombia, representan en 2018 un 36,4% de las ventas totales de la compañía, la cual posee sus productos presentes en más de 75 países.

Grupo Nutresa se caracteriza por tener un modelo de negocio diferenciado a partir de su gente, quienes aportan al desarrollo sostenible de la empresa. El año 2011 ingresan por primera vez al *Dow Jones Sustainability Index*, índice que busca evaluar la sostenibilidad de empresas que cotizan en bolsa. Durante el año 2019, Grupo Nutresa alcanza por noveno año consecutivo ser parte de este índice y ser reconocida como la compañía más sostenible en el DJSI de su rubro a nivel mundial.

Dentro de los puntos destacables de la compañía, se tiene:

- Posee 45.000 colaboradores.
- Portafolio de marcas relevantes, 18 de las cuales registran ventas superiores a los USD 50mm.

---

<sup>5</sup> Ver anexo 1: Presencia en nuestra región estratégica, Grupo Nutresa.

- Más de un millón de clientes atendidos a través de una red de más de 9.000 vendedores.
- Compañía listada en Colombia, con ADR Nivel I, y una capitalización de mercado de COP 10,8 billones, a diciembre 2018.
- Segunda empresa mejor distinguida de Colombia de acuerdo con el monitor Merco Empresas 2018 y segundo mejor empleador del país según Merco Talento 2019.

## 2.2. Filiales de la compañía

En la siguiente tabla, se presentan las filiales por país del Grupo Nutresa, agrupadas por país, con el detalle de su actividad principal y el porcentaje de participación:

*Cuadro 1: Filiales por país Grupo Nutresa*

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



Tresmontes Lucchetti Servicios S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	CLP	100,00%	
Tresmontes S. A.	Producción y comercialización de alimentos.	CLP	100,00%	
Lucchetti Chile S. A.	Producción de pastas alimenticias, harinas y cereales.	CLP	100,00%	
Novaceites S. A.	Producción y comercialización de aceites vegetales.	CLP	50,00%	
Tresmontes Lucchetti Inversiones S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	CLP	100,00%	
<b>Costa Rica</b>				
Compañía Nacional de Chocolates DCR, S. A.	Producción de chocolates y sus derivados.	CRC	100,00%	
Compañía de Galletas Pozuelo DCR S. A.	Producción de galletas y otros relacionados.	CRC	100,00%	
Compañía Americana de Helados S. A.	Producción y venta de helados.	CRC	100,00%	
Servicios Nutresa CR S. A.	Prestación de servicios empresariales especializados.	CRC	100,00%	
<b>Guatemala</b>				
Comercial Pozuelo Guatemala S. A.	Distribución y comercialización de productos alimenticios.	QTZ	100,00%	
Distribuidora POPS S. A.	Comercialización de helados.	QTZ	100,00%	
<b>México</b>				
Nutresa S. A. de C.V.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	MXN	100,00%	
Serer S. A. de C.V.	Servicios de personal.	MXN	100,00%	
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%	
Tresmontes Lucchetti México S. A. de C.V.	Producción y comercialización de alimentos.	MXN	100,00%	
TMLUC Servicios Industriales, S. A. de C.V.	Prestación de servicios empresariales especializados.	MXN	100,00%	
<b>Panamá</b>				
Promociones y Publicidad Las Américas S. A.	Gestión financiera y de inversiones.	PAB	100,00%	
Alimentos Cárnicos de Panamá S. A.	Producción de carnes y sus derivados.	PAB	100,00%	
Comercial Pozuelo Panamá S. A.	Producción de galletas y otros relacionados.	PAB	100,00%	
American Franchising Corp. (AFC)	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%	
Aldage, Inc.	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%	
LYC Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%	
Sun Bay Enterprise INC.	Gestión financiera y de inversiones.	USD	100,00%	
El Corral Capital INC.	Gestión de franquicias de la industria alimenticia.	USD	100,00%	
<b>Estados Unidos</b>				
Abimar Foods Inc.	Producción y comercialización de productos alimenticios.	USD	100,00%	
Cordials Usa, Inc.	Comercialización de productos alimenticios.	USD	100,00%	
Denominación	Actividad Principal	País	Moneda Funcional	% Participación
<b>Otros Países</b>				
TMLUC Argentina S. A.	Producción y comercialización de alimentos.	Argentina	ARS	100,00%
Corporación Distribuidora de Alimentos S. A. (Cordialsa)	Comercialización de productos alimenticios.	Ecuador	USD	100,00%
Comercial Pozuelo El Salvador S. A. de C.V.	Distribución y comercialización de productos alimenticios.	El Salvador	USD	100,00%
Americana de Alimentos S. A. de C.V.	Comercialización de productos alimenticios.	El Salvador	USD	100,00%
Comercial Pozuelo Nicaragua S. A.	Comercialización de productos alimenticios.	Nicaragua	NIO	100,00%
Industrias Lácteas Nicaragua S. A.	Comercialización y gestión logística.	Nicaragua	NIO	100,00%
Compañía Nacional de Chocolates del Perú S. A.	Producción de bebidas y alimentos.	Perú	PEN	100,00%
Helados Bon S. A.	Producción y comercialización de helados, bebidas lácteas, entre otros.	República Dominicana	DOP	81,18%
Compañía de Galletas Pozuelo de República Dominicana S.R.L.	Gestión financiera y de inversiones.	República Dominicana	DOP	100,00%
Gabon Capital LTD.	Gestión financiera y de inversiones.	BVI	USD	100,00%
Perlita Investments LTD.	Gestión financiera y de inversiones.	BVI	USD	100,00%

### 2.3. Accionistas principales

En el siguiente cuadro se muestran los 12 principales accionistas del Grupo Nutresa, los cuales poseen en conjunto un 69,1% de la compañía:

*Cuadro 2: Accionistas Grupo Nutresa, acciones y porcentaje de participación*

Nombre Accionista	Cantidad de Acciones	% de Participación
Grupo de Inversiones Suramericana S.A.	161.777.155	35,16%
Grupo Argos S.A.	45.243.781	9,83%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	33.094.766	7,19%
Fdo de Pensiones Obligatorias Proteccion Moderado	19.456.618	4,23%
Fondo Bursatil Ishares Colcap	13.047.822	2,84%
Microinversiones S.A.	10.871.984	2,36%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	9.162.118	1,99%
Amalfi S.A.S	7.055.128	1,53%
Libreville S.A.S.	5.514.904	1,20%
Fundacion Fraternidad Medellin	4.520.400	0,98%
Old Mutual Fondo de Pens. Obligatorias - Moderado	4.179.488	0,91%
Norges Bank-Cb New York	4.008.934	0,87%
<b>Total</b>	<b>317.933.098</b>	<b>69,10%</b>

### 2.4. Unidades de Negocio

La estructura empresarial definida por el Grupo Nutresa, comprende ocho líneas de negocio de acuerdo con el tipo de producto que se comercializa. Cada una de estas unidades se detalla a continuación:

#### **Cárnicos:**

El negocio cárnico produce y comercializa carnes frías procesadas, carnes maduradas, embutidos y vegetales enlatados, platos listos preparados y champiñones. Posee 11 plantas ubicadas en Colombia, Panamá y Venezuela y tiene una participación directa en tres países. Esta unidad de negocio representa el 20,6% de las ventas totales de la compañía.



### **Galletas:**

Este negocio produce y comercializa galletas dulces (saborizadas, cremadas, *wafers*) y salados (*crackers*). Posee 7 plantas de producción distribuidas en Colombia, Estados Unidos y Centroamérica, además de poseer molinos de trigo. Esta unidad de negocio participa en diez países de manera directa y representa el 20,2% de las ventas de la compañía.



### **Chocolates:**

La unidad de negocio de chocolates produce y comercializa golosinas de chocolate, bebidas de chocolate, modificadores de leche, barras de cereal y nueces. Posee cinco plantas productivas distribuidas en Colombia, Centroamérica, México y Perú. Esta unidad tiene presencia directa en once países, teniendo una participación significativa en Costa Rica y Perú en el segmento modificadores de leche y golosinas de chocolate. Sus ventas representan el 17,2% del total de la compañía.



### **Cafés:**

El negocio de cafés produce y comercializa café tostado y molido, café soluble -en polvo y granulado- extractos de café y mezclas de café. Comercializa además café liofilizado. Tiene presencia directa en 12 países y posee 5 plantas productivas en Colombia y Malasia. Sus ventas representan un 10,9% del total de la compañía.



### **Tresmontes Lucchetti – TMLUC:**

Esta unidad de negocio produce y comercializa bebidas instantáneas frías, té, jugos, café, pastas, snacks, aceites comestibles, sopas y postres. Posee cuatro plantas productivas, ubicadas en Chile y México. Esta unidad tiene presencia directa en trece

países y es líder en Chile en la categoría de bebidas instantáneas frías. Las ventas de esta unidad de negocio representan el 11% del total de ventas de la compañía.



### Alimentos al Consumidor:

El Negocio Alimentos al Consumidor ofrece experiencias de calidad y servicio en el segmento de alimentos fuera del hogar. Es líder en los segmentos de *fast casual* y *casual dining* en Colombia. Además de operar marcas internacionales líderes en las categorías de pizza, helado de yogurt y *doughnuts*, participa en la operación de Starbucks en Colombia. Posee más de 800 puntos de venta entre Colombia, Centroamérica y República Dominicana y el Caribe. Esta línea de negocio representa el 8,2% del total de las ventas de Grupo Nutresa.



### Helados:

Este negocio produce y comercializa, entre otros, paletas de agua, paletas de leche, conos, litros, postres, vasos y galletas. Posee tres plantas de producción en Colombia y solo tiene presencia directa en dicho país. Esta unidad representa el 4,9% del total de ventas de la compañía.



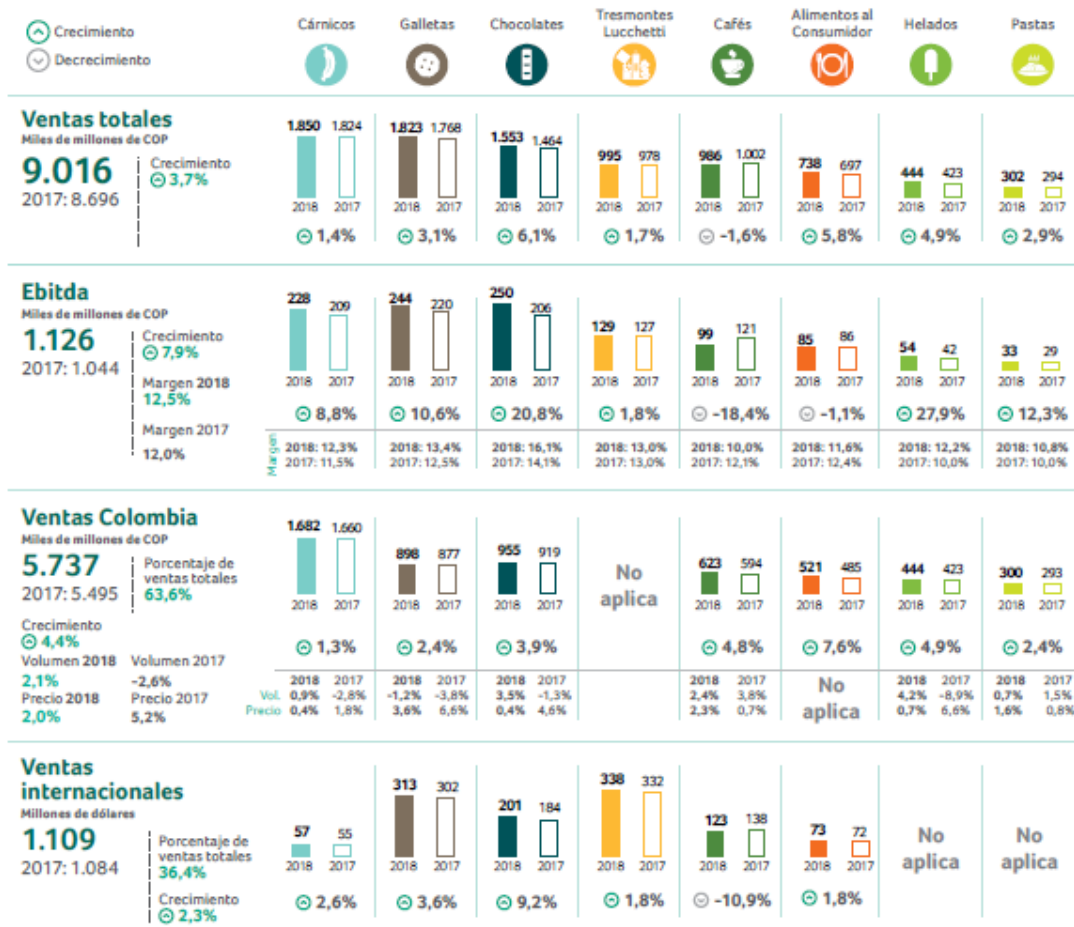
### Pastas:

El negocio de Pastas produce y comercializa, entre otros, pastas alimenticias cortas, largas, al huevo, con verduras, alta en fibra, con mantequilla e instantáneas. Posee dos plantas productivas en Colombia y tiene presencia directa solo en dicho país. Las ventas de esta unidad representan un 3,4% del total de ventas del Grupo Nutresa.



Finalmente, se muestra un resumen de las Ventas del Grupo Nutresa y Ebitda, por cada unidad de negocio:

Ilustración 3: Crecimiento ventas y ebitda por unidad de negocio



\*Variación en precios y volúmenes sin Alimentos al Consumidor

### 3. Análisis operacional del negocio e industria

Para realizar un análisis operacional del Grupo Nutresa S.A y la industria en la cual se desenvuelve, se analizaron los Estados Financieros anuales de 2015 a 2018 y para 2019, sus Estados Financieros hasta junio. Dado que las cifras se presentan en términos nominales, primero se debe hacer una reconversión de dichas cifras.

Para realizar esto, se consideró pasar los valores de los Estados Financieros expresados en su moneda funcional, pesos colombianos, al valor de la UVR al cierre de cada uno de los años incluidos en el análisis<sup>6</sup>.

La unidad de valor real (UVR), es una unidad colombiana que representa el poder adquisitivo de la moneda en base a la variación del índice de precios al consumidor (IPC) colombiano. Esta es certificada por el Banco de la República, el cual es el Banco Central de Colombia.

Los valores de UVR utilizados, para cada uno de los años, son los siguientes:

*Cuadro 4: Unidades de valor real en pesos colombianos, Banco de la República.*

Fecha	Valor UVR
31-12-2015	228,2684
31-12-2016	242,4513
31-12-2017	252,3767
31-12-2018	260,6658
30-06-2019	267,5501

---

<sup>6</sup> La unidad de valor real (UVR) es una unidad de cuenta que refleja el poder adquisitivo de la moneda con base en la variación del índice de precios al consumidor (IPC).  
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/unidad-valor-real-uvr>

### 3.1. Análisis de crecimiento Nutresa

Los ingresos operacionales del Grupo Nutresa, expresados en millones de UVR, distribuidos por línea de negocio y área geográfica, son los siguientes:

*Cuadro 5: Ingresos operacionales del Grupo Nutresa en el Mercado colombiano, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

Unidad de Negocio	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Cárnico	6.889	6.923	6.578	6.451	3.039
Galletas	3.441	3.525	3.475	3.446	1.734
Chocolates	3.487	3.675	3.643	3.665	1.819
Cafés	2.327	2.346	2.355	2.390	1.195
A. Consumidor	1.591	1.839	1.920	2.000	996
Helados	1.944	1.800	1.678	1.705	832
Pastas	1.128	1.181	1.160	1.150	605
Otros	728	829	966	1.204	665
<b>Total Colombia</b>	<b>21.535</b>	<b>22.118</b>	<b>21.775</b>	<b>22.011</b>	<b>10.884</b>

*Cuadro 6: Ingresos operacionales del Grupo Nutresa en el Mercado internacional, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

Unidad de Negocio	2015	2016	2017	2018	S1 2019
TMLUC	3.927	4.046	3.876	3.816	2.012
Galletas	3.423	3.642	3.532	3.549	1.830
Chocolates	2.068	2.185	2.157	2.292	1.056
Cafés	1.577	1.598	1.616	1.392	797
A. Consumidor	785	871	841	830	449
Cárnico	1.472	1.293	650	645	304
Pastas	2	2	3	9	4
Otros	18	32	5	46	31
<b>Total Internacional</b>	<b>13.272</b>	<b>13.669</b>	<b>12.680</b>	<b>12.578</b>	<b>6.483</b>

*Cuadro 7: Ingresos operacionales totales del Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

Unidad de Negocio	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Cárnico	8.361	8.216	7.228	7.096	3.342
Galletas	6.864	7.167	7.007	6.995	3.564
Chocolates	5.556	5.860	5.800	5.957	2.874
Café	3.904	3.945	3.970	3.781	1.992
TMLUC	3.927	4.046	3.876	3.816	2.012
Helados	1.944	1.800	1.678	1.705	832
Pastas	1.130	1.183	1.163	1.159	610
A. Consumidor	2.376	2.710	2.762	2.830	1.444
Otros	747	861	971	1.250	695
<b>Total</b>	<b>34.807</b>	<b>35.787</b>	<b>34.455</b>	<b>34.589</b>	<b>17.367</b>

Con los datos obtenidos en los cuadros anteriores, se tiene un resumen de los ingresos operacionales:

*Cuadro 8: Resumen de ingresos de Grupo Nutresa en Mercado colombiano e internacional, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

Mercado	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Colombia	21.535	22.118	21.775	22.011	10.884
Internacional	13.272	13.669	12.680	12.578	6.483
<b>Total</b>	<b>34.807</b>	<b>35.787</b>	<b>34.455</b>	<b>34.589</b>	<b>17.367</b>

De acuerdo con lo anterior, se obtienen las tasas de crecimiento reales de cada una de las líneas de negocio de la compañía y por las regiones geográficas más importantes: Colombia e Internacional.

Es importante destacar que, para poder calcular la tasa de crecimiento de 2018 con 2019, se tomó el primer semestre de cada uno de los años mencionados, para hacerlos comparativos.

A continuación, se muestran las tasas de crecimiento por cada unidad de negocio para ambas geografías y por mercado:



### Crecimiento por unidad de negocio:

Cuadro 9: Crecimiento total de cada unidad de negocio, desde 2015 a 2018

Unidad de Negocio	2015/2016	2016/2017	2017/2018	Promedio
Cárnico	-1,7%	-12,0%	-1,8%	-4,7%
Galletas	4,4%	-2,2%	-0,2%	2,2%
Chocolates	5,5%	-1,0%	2,7%	3,0%
Café	1,1%	0,6%	-4,8%	1,1%
TMLUC	3,0%	-4,2%	-1,6%	-0,2%
Helados	-7,4%	-6,8%	1,6%	-3,0%
Pastas	4,7%	-1,6%	-0,4%	2,5%
A. Consumidor	14,1%	1,9%	2,5%	6,0%
Otros	15,3%	12,7%	28,7%	18,9%
<b>Total</b>	<b>2,8%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,9%</b>

### Crecimiento por mercado:

Cuadro 10: Resumen de crecimiento por tipo de Mercado, desde 2015 a 2018

Mercado	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	Promedio
Colombia	2,7%	-1,6%	1,1%	1,9%	1,0%
Internacional	3,0%	-7,2%	-0,8%	7,7%	0,7%
<b>Total</b>	<b>2,8%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>0,4%</b>	<b>4,0%</b>	<b>0,9%</b>

## 3.2. Análisis de crecimiento de la industria

Para calcular el crecimiento de la industria, se consideran dos empresas de la industria de alimentos que son comparables con Nutresa en el mercado colombiano: Colombina y Postobón.

En la tabla siguiente se muestran los ingresos netos, en millones de UVR de cada empresa, para los años 2015 a 2018:

Cuadro 11: Ingresos netos de Grupo Nutresa y compañías colombianas comparables, en millones de UVR, desde 2015 a 2018

Compañía	2015	2016	2017	2018
Nutresa	34.807	35.787	34.455	34.589
Colombina	5.533	6.404	6.438	6.715
Postobon	7.056	7.215	6.844	6.945
<b>Total</b>	<b>47.396</b>	<b>49.406</b>	<b>47.737</b>	<b>48.249</b>

En base a los ingresos netos de cada una de las compañías, se calcula el porcentaje de participación de mercado de cada una de ellas:

*Cuadro 12: Porcentaje de crecimiento de los ingresos netos de Grupo Nutresa y compañías colombianas comparables, desde 2015 a 2018*

Compañía	2015	2016	2017	2018
Nutresa	73%	72%	72%	72%
Colombina	12%	13%	13%	14%
Postobon	15%	15%	14%	14%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Con los ingresos netos, en millones de UVR, de los años 2015 a 2018, se obtienen las tasas de crecimiento de cada una de las compañías:

*Cuadro 13: Tasas de crecimiento de Grupo Nutresa y compañías colombianas comparables, desde 2015 a 2018*

Compañía	2015/2016	2016/2017	2017/2018	Promedio
Nutresa	2,8%	-3,7%	0,4%	-0,2%
Colombina	15,7%	0,5%	4,3%	6,9%
Postobon	2,3%	-5,1%	1,5%	-0,5%
<b>Total</b>	<b>4,2%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,6%</b>

Si bien el crecimiento para la industria es de un 0,6%, Grupo Nutresa representa más de un 70% del mercado, en relación con sus ingresos netos, por lo que se considera, para los cálculos posteriores, el crecimiento de Nutresa, obtenido en el cuadro 9, tanto en términos totales como por cada línea de negocio.

### 3.3. Análisis de Costos de Operación

Los costos de operación del Grupo Nutresa consisten principalmente en el consumo de inventarios, beneficios a los empleados, además de servicios de transportes, servicios de maquila, servicios temporales, energía, gas, publicidad, mantenciones, honorarios, arriendos y seguros. Así mismo, está compuesto por las depreciaciones y amortizaciones, además del deterioro de activos.

En el siguiente cuadro se muestra el detalle de los costos y gastos por su naturaleza, en los años terminados 2015 a 2018 y el primer semestre de 2019:

*Cuadro 14: Gastos operacionales Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

<b>Gastos operacionales</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>S1 2019</b>
Costo de venta	19.745	20.483	19.240	19.064	9.657
Gastos de administración	1.629	1.654	1.584	1.558	797
Gastos de venta	9.395	9.836	10.111	10.170	4.923
Gastos de producción	602	609	551	564	272
<b>Total</b>	<b>31.371</b>	<b>32.583</b>	<b>31.486</b>	<b>31.356</b>	<b>15.649</b>

La distribución, en términos porcentuales, de los gastos operacionales, para cada uno de los años mencionados, es la siguiente:

*Cuadro 15: Distribución porcentual de gastos operacionales Grupo Nutresa, desde 2015 a junio 2019*

<b>Gastos operacionales</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>S1 2019</b>	<b>Promedio</b>
Costo de venta	63%	63%	61%	61%	62%	62%
Gastos de administración	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Gastos de venta	30%	30%	32%	32%	31%	31%
Gastos de producción	2%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Se observa que, durante todos los años analizados, la distribución por tipo de gasto se mantiene estable, ya que cada costo en todos los años es muy cercano al promedio.

Además, se analiza cuál es el porcentaje sobre las ventas que representan cada una de las categorías de los gastos, los cuales se muestran a continuación:

*Cuadro 16: Porcentaje de gastos operaciones en función de las ventas Grupo Nutresa, desde 2015 a junio 2019*

<b>Gastos operacionales</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>S1 2019</b>	<b>Promedio</b>
Costo de venta	56,7%	57,2%	55,8%	55,1%	55,6%	<b>56,1%</b>
Gastos de administración	4,7%	4,6%	4,6%	4,5%	4,6%	<b>4,6%</b>
Gastos de venta	27,0%	27,5%	29,3%	29,4%	28,3%	<b>28,3%</b>
Gastos de producción	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	<b>1,6%</b>
<b>Total</b>	<b>90,1%</b>	<b>91,0%</b>	<b>91,4%</b>	<b>90,7%</b>	<b>90,1%</b>	<b>90,7%</b>

Se observa, que entre los años 2015 a 2018 y a junio 2019, los costos se mantienen estables porcentualmente en relación con los ingresos de cada uno de los periodos.

Así mismo, se aprecia la clasificación de estos gastos por su naturaleza. A continuación, se muestra el detalle de los costos y gastos por su naturaleza, para los años 2015 a 2018 y el primer semestre 2019, en millones de UVR:

*Cuadro 17: Detalle de gastos operacionales por naturaleza Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

<b>Gastos operacionales por Naturaleza</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>S1 2019</b>
Consumo de inventarios y otros costos	15.175	15.820	13.819	13.612	6.969
Beneficios de empleados	5.783	5.874	5.939	5.886	3.009
Otros Servicios	2.290	2.806	2.751	2.861	1.451
Otros gastos	1.901	1.925	1.815	1.951	941
Servicios de transporte	1.248	1.247	1.234	1.291	657
Depreciaciones y amortizaciones	877	941	1.062	1.061	484
Depreciaciones por derechos de uso	-	-	-	-	211
Arrendamientos	1.005	811	857	858	362
Servicios temporales	668	798	837	805	322
Servicios de maquila	-	-	767	754	290
Energía y gas	512	555	557	569	232
Material publicitario	556	498	536	462	214
Mantenimiento	454	448	439	447	167
Impuestos diferentes a impuesto de renta	281	291	295	304	129
Honorarios	439	391	391	295	109
Seguros	126	135	132	137	69
Deterioro de activos	56	42	54	62	33
<b>TOTAL</b>	<b>31.371</b>	<b>32.583</b>	<b>31.486</b>	<b>31.356</b>	<b>15.649</b>

Analizando la contribución porcentual de cada uno de los gastos y costos por naturaleza, se tiene lo siguiente:

*Cuadro 18: Porcentaje de los gastos operacionales por naturaleza, en función del gasto total*

<b>Gastos operacionales por Naturaleza</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>S1 2019</b>	<b>Promedio</b>
Consumo de inventarios y otros costos	48%	49%	44%	43%	45%	45%
Beneficios de empleados	18%	18%	19%	19%	19%	19%
Otros Servicios	7%	9%	9%	9%	9%	9%
Otros gastos	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Servicios de transporte	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Depreciaciones y amortizaciones	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Depreciaciones por derechos de uso	0%	0%	0%	0%	1%	0%
Arrendamientos	3%	2%	3%	3%	2%	3%
Servicios temporales	2%	2%	3%	3%	2%	2%
Servicios de maquila	0%	0%	2%	2%	2%	1%
Energía y gas	2%	2%	2%	2%	1%	2%
Material publicitario	2%	2%	2%	1%	1%	2%
Mantenimiento	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Impuestos diferentes a impuesto de renta	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Honorarios	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Seguros	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Deterioro de activos	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Los gastos que representan más del 64% son el consumo de inventarios y beneficios de empleados. Para desglosar las depreciaciones y amortizaciones del mismo periodo, por tipo de costo/gasto, en millones de UVR se tiene lo siguiente:

*Cuadro 19: Depreciación y amortización Grupo Nutresa en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

<b>Gastos por depreciación y amortización</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>S1 2019</b>
Costo de venta	543	577	614	609	300
Gastos de administración	267	293	378	389	351
Gastos de venta	56	62	60	53	37
Gastos de producción	11	10	10	10	6
<b>TOTAL</b>	<b>877</b>	<b>941</b>	<b>1.062</b>	<b>1.061</b>	<b>695</b>

### 3.4. Análisis de cuentas no operacionales

Para realizar la estimación del resultado no operacional, primero se realiza un análisis de las cuentas que componen dicho resultado. Para ello, se analiza si éstas cuentas son o no recurrentes en el Estado de Resultado de Grupo Nutresa.

Se observan los saldos de estas cuentas en los periodos de enero a diciembre de los años 2015 a 2018 y a junio 2019, en millones de UVR, teniendo lo siguiente:

*Cuadro 20: Cuentas no operacionales del Estado de Resultados, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019.*

<b>Cuentas no Operacionales</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>S1 2018</b>	<b>S1 2019</b>
Ingresos financieros	43	45	55	59	27	27
Gastos financieros	-1.029	-1.339	-1.219	-949	-515	-551
Dividendos del portafolio	206	208	215	226	226	230
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	119	-36	-85	89	41	-3
Pérdida por la posición monetaria neta	-141	-136	-	-	-	-
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	22	25	24	-2	-3	-3
Otros ingresos (egresos) no operacionales	-1	118	13	20	-11	-
<b>Total</b>	<b>-781</b>	<b>-1.114</b>	<b>-996</b>	<b>-557</b>	<b>-234</b>	<b>-301</b>

Con ello, se clasifican dichas cuentas como:

*Cuadro 21: Clasificación cuentas no operacionales del Estado de Resultados en gastos recurrentes y no recurrentes*

<b>Cuentas no Operacionales</b>	<b>Frecuencia</b>
Ingresos financieros	Recurrente
Gastos financieros	Recurrente
Dividendos del portafolio	Recurrente
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	Recurrente
Pérdida por la posición monetaria neta	No Recurrente
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	Recurrente
Otros ingresos (egresos) no operacionales	No Recurrente

### 3.5. Análisis activos

Con las partidas del balance semestral a junio 2019, se clasificó cada una de las partidas de los activos como operacional y no operacional. Considerando los operacionales, aquellos que tienen que ver directamente con la actividad de Grupo Nutresa, la clasificación es la siguiente:

Cuadro 22: Clasificación de activos en operacional o no operacional

Cuenta de Activo	Junio 2019	Clasificación
<b>Activo corriente</b>		
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.091	Operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	4.166	Operacional
Inventarios	4.526	Operacional
Activos biológicos	335	Operacional
Otros activos corrientes	1.192	No operacional
Activos no corrientes mantenidos para la venta	25	No operacional
<b>Activo no corriente</b>		
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	99	Operacional
Activos biológicos no corrientes	-	Operacional
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	724	Operacional
Otros activos financieros no corrientes	12.969	Operacional
Propiedades, planta y equipo, neto	12.412	Operacional
Activos por derecho de uso	3.412	Operacional
Propiedades de inversión	287	No operacional
Plusvalía	7.838	Operacional
Otros activos intangibles	4.414	Operacional
Activos por impuestos diferidos	2.351	No operacional
Otros activos no corriente	281	No operacional

En resumen, para cada una de las clasificaciones, en millones de UVR, se tiene lo siguiente:

Cuadro 23: Resumen de clasificación de activos en operacional y no operacional, en millones de UVR a junio 2019

Clasificación	Total
Operacional	51.987
No operacional	4.137
<b>Total</b>	<b>56.124</b>

La descripción de cada uno de los activos no operacionales que posee la compañía, al 30 de junio, son los siguientes:

1. Otros activos corrientes y no corrientes: corresponde principalmente a saldo a favor de impuestos rentas de las distintas empresas del grupo, gastos pagados por anticipados correspondiente a seguros, arriendos e instrumentos financieros medidos al valor razonable relacionados con el Fondo de Capital Privado “Cacao para el futuro”.

2. Activos no corrientes mantenidos para la venta: Grupo Nutresa realiza el diseño y construcción de los inmuebles, los cuales, una vez terminados, son vendidos a un fondo inmobiliario, para luego ser tomados en arrendamiento operativo por Grupo Nutresa logrando así una importante liberación de capital de trabajo.
3. Propiedades de Inversión: Se reconocen como propiedades de inversión los terrenos y edificios que tiene Grupo Nutresa con el fin de obtener una renta o plusvalía, en lugar de mantenerlas para su uso o venta en el curso ordinario de las operaciones.
4. Activos por impuestos diferidos: corresponde a las diferencias en base financiera y las bases tributarias multiplicadas por las tasas de impuestos en que dichas diferencias se revertirán, los principales conceptos que generan los impuestos diferidos del grupo son: *Goodwill* tributario TMLUC y pérdidas fiscales (activos por impuestos diferidos), propiedades, plantas y equipos e intangibles (pasivos por impuestos diferidos).

De los activos del Grupo Nutresa, también se consideran cuáles de ellos son prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa), lo que se consideran los siguientes:

*Cuadro 24: Activos prescindibles, en millones de UVR a junio 2019*

<b>Activos prescindibles</b>	<b>Junio 2019</b>
Activos no corrientes mantenidos para la venta	25
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	724
Otros activos financieros no corrientes	12.969
Propiedades de inversión	287
Plusvalía	7.838
Activos por impuestos diferidos	2.351
Otros activos no corriente	281
<b>Total Activos</b>	<b>24.476</b>



## 4. Proyección de EERR

### 4.1. Proyección de ingresos de operación

Para realizar la proyección de los ingresos de operación del Grupo Nutresa, se separa dicha proyección por cada una de las unidades de negocio que posee la compañía. Para ello, se obtiene por cada uno de los años, la proporción que aporta a los ingresos operacionales totales de cada año, obteniendo lo siguiente:

*Cuadro 25: Proyección porcentual de ingresos operacionales por unidad de negocio, desde segundo semestre 2019 a 2023*

Unidad de Negocio	2019	2020	2021	2022	2023	Promedio
Cárnico	19,3%	18,1%	17,0%	15,9%	14,8%	17,0%
Galletas	20,9%	21,1%	21,2%	21,3%	21,3%	21,1%
Chocolates	17,3%	17,6%	17,8%	18,0%	18,2%	17,8%
Café	11,0%	11,0%	10,9%	10,8%	10,7%	10,9%
TMLUC	10,9%	10,7%	10,5%	10,3%	10,1%	10,5%
Helados	4,6%	4,4%	4,2%	4,0%	3,8%	4,2%
Pastas	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
A. Consumidor	8,5%	8,9%	9,2%	9,6%	10,0%	9,2%
Otros	4,1%	4,8%	5,6%	6,5%	7,6%	5,7%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Para realizar la proyección del segundo semestre de 2019, se utilizó el promedio de las ventas reales, anteriormente obtenidas por cada una de las líneas de negocio. Para la proyección de los años 2020 a 2023, se utiliza el análisis del crecimiento por cada una de las unidades de negocio entre los años 2015 a 2018 y a junio 2019, realizado en el cuadro 9.

En total, los ingresos proyectados de la compañía, para el segundo semestre de 2019 y los años 2020 a 2023, son los siguientes:

*Cuadro 26: Ingresos proyectados por unidad de negocio, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023*

Unidad de Negocio	S2 2019	2020	2021	2022	2023
Cárnico	3.735	6.747	6.432	6.132	5.845
Galletas	4.110	7.846	8.021	8.201	8.384
Chocolates	3.476	6.544	6.744	6.949	7.161
Café	2.061	4.096	4.140	4.184	4.229
TMLUC	1.996	4.000	3.991	3.982	3.974
Helados	864	1.645	1.594	1.546	1.499
Pastas	645	1.287	1.320	1.353	1.388
A. Consumidor	1.667	3.298	3.497	3.708	3.932
Otros	805	1.783	2.119	2.519	2.995
<b>Total</b>	<b>19.359</b>	<b>37.245</b>	<b>37.858</b>	<b>38.574</b>	<b>39.406</b>

#### 4.2. Proyección de costos de operación

Si bien cada costo de operación se puede desagregar tanto en fijo como variable. Como se muestra en el análisis de costos de operación en el cuadro 14, los costos como porcentaje de las ventas, se mantienen estables en cada uno de los años:

*Cuadro 27: Porcentaje de gastos operaciones en función de las ventas, desde 2015 a junio 2019*

Gastos operacionales	2015	2016	2017	2018	S1 2019	Promedio
Costo de venta	56,7%	57,2%	55,8%	55,1%	55,6%	56,1%
Gastos de administración	4,7%	4,6%	4,6%	4,5%	4,6%	4,6%
Gastos de venta	27,0%	27,5%	29,3%	29,4%	28,3%	28,3%
Gastos de producción	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
<b>Total</b>	<b>90,1%</b>	<b>91,0%</b>	<b>91,4%</b>	<b>90,7%</b>	<b>90,1%</b>	<b>90,7%</b>

Por lo que, una vez realizada la proyección de ingresos, se proyectan los gastos en función del promedio de la proporción con respecto a los ingresos. Los gastos y costos proyectados son los siguientes:

*Cuadro 28: Proyección costos de operación de Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023*

<b>Proyección Costos de Operación</b>	<b>S2 2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Costos de la mercancía vendida	10.948	20.896	21.240	21.642	22.108
Gastos de administración	892	1.713	1.741	1.774	1.812
Gastos de venta	5.476	10.546	10.720	10.922	11.158
Gastos de producción	332	613	623	635	649
<b>Total</b>	<b>17.648</b>	<b>33.768</b>	<b>34.324</b>	<b>34.973</b>	<b>35.727</b>

#### 4.3. Proyección resultado no operacional

Como se puede apreciar en el cuadro 22 de análisis de cuentas no operacionales, se tienen las siguientes cuentas en el Estado de Resultados del Grupo Nutresa:

*Cuadro 22: Clasificación cuentas no operacionales del Estado de Resultados en gastos recurrentes y no recurrentes*

<b>Cuentas no Operacionales</b>	<b>Frecuencia</b>
Ingresos financieros	Recurrente
Gastos financieros	Recurrente
Dividendos del portafolio	Recurrente
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	Recurrente
Pérdida por la posición monetaria neta	No Recurrente
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	Recurrente
Otros ingresos (egresos) no operacionales	No Recurrente

Para realizar la proyección de éstos, primero se revisa el comportamiento en los años analizados de las cuentas no operacionales recurrentes:

*Cuadro 29: Cuentas de gastos no operacionales recurrentes, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

<b>Cuentas no Operacionales</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>S1 2019</b>
Ingresos financieros	43	45	55	59	27
Gastos financieros	-1.029	-1.339	-1.219	-949	-551
Dividendos del portafolio	206	208	215	226	230
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	119	-36	-85	89	-3
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	22	25	24	-2	-3
<b>Total</b>	<b>-639</b>	<b>-1.096</b>	<b>-1.009</b>	<b>-577</b>	<b>-301</b>

Calculando el crecimiento en cada uno de los años para las distintas cuentas no operacionales. Para el caso de 2018, 2019, se compararon los primeros semestres de cada uno para hacerlos comparables:

*Cuadro 30: Crecimiento de gastos no operacionales recurrentes, años 2015 a junio 2019*

<b>Crecimiento Cuentas no Operacionales recurrentes</b>	<b>2015/2016</b>	<b>2016/2017</b>	<b>2017/2018</b>	<b>S1 2018/2019</b>	<b>Promedio</b>
Ingresos financieros	5%	22%	7%	-2%	<b>8%</b>
Gastos financieros	30%	-9%	-22%	7%	<b>2%</b>
Dividendos del portafolio	1%	3%	5%	2%	<b>3%</b>
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	-130%	138%	-205%	-107%	<b>-76%</b>
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	17%	-6%	-106%	24%	<b>-18%</b>

Debido a la alta fluctuación de cada una de estas cuentas y, de manera de aplicar un criterio conservador en la proyección de su resultado, es que, para el caso de ingresos financieros, diferencias en cambio de activos y pasivos no operativos, y participación de resultados, se eliminará del crecimiento promedio los *Outliers*, quedando de la siguiente manera:

*Cuadro 31: Crecimiento de gastos no operacionales recurrentes, años 2015 a junio 2019, sin valores outliers*

<b>Crecimiento Cuentas no Operacionales recurrentes</b>	<b>2015/2016</b>	<b>2016/2017</b>	<b>2017/2018</b>	<b>S1 2018/2019</b>	<b>Promedio</b>
Ingresos financieros	5%		7%	-2%	<b>3%</b>
Gastos financieros	30%	-9%	-22%	7%	<b>2%</b>
Dividendos del portafolio	1%	3%	5%	2%	<b>3%</b>
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	-130%	138%		-107%	<b>-33%</b>
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	17%	-6%		24%	<b>12%</b>

Para el caso particular de dividendos del portafolio, el monto de la cuenta en el estado de resultado se devenga principalmente en el primer semestre de cada año. Por lo que, para el 2019, se tomará el valor del primer semestre 2019 como el valor total del año y

para los años siguientes, se proyectará el crecimiento con la tasa obtenida anteriormente.

Por lo tanto, el resultado proyectado para cada una de las cuentas no operacionales, en millones de UVR, es el siguiente:

*Cuadro 32: Proyección de gastos no operacionales recurrentes, desde segundo semestre 2019 a 2023*

<b>Proyección Cuentas no Operacionales</b>	<b>S2 2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Ingresos financieros	28	56	58	60	62
Gastos financieros	- 560	- 1.128	- 1.145	- 1.162	- 1.180
Dividendos del portafolio	-	236	243	249	256
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	- 2	- 3	- 2	- 1	- 1
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	- 4	- 8	- 9	- 10	- 11

En el caso de las cuentas no operacionales que no son recurrentes, ambas cuentas al primer semestre de 2019, su saldo es cero, por lo que se proyectan con el mismo valor en los años siguientes.

#### 4.4. Ganancia antes de impuestos

Una vez realizadas todas las proyecciones mencionadas, se obtiene la siguiente ganancia antes de impuestos proyectada del Grupo Nutresa:

*Cuadro 33: Proyección ganancia antes de impuestos Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2024*

Ítem	S2 2019	Total 2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Operaciones continuadas</b>							
Ingresos operacionales	19.359	36.725	37.245	37.858	38.574	39.406	39.406
Costos de la mercancía vendida	- 10.948	- 20.605	-20.896	-21.240	-21.642	-22.108	-22.108
<b>Utilidad bruta</b>	<b>8.411</b>	<b>16.121</b>	<b>16.349</b>	<b>16.618</b>	<b>16.932</b>	<b>17.297</b>	<b>17.297</b>
Gastos de administración	- 892	- 1.689	- 1.713	- 1.741	- 1.774	- 1.812	- 1.812
Gastos de venta	- 5.476	- 10.399	-10.546	-10.720	-10.922	-11.158	-11.158
Gastos de producción	- 332	- 605	- 613	- 623	- 635	- 649	- 649
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	-	-	-	-	-	-	-
Otros ingresos (egresos) netos operacionales	-	-	-	-	-	-	-
<b>Utilidad operativa</b>	<b>1.711</b>	<b>3.429</b>	<b>3.477</b>	<b>3.534</b>	<b>3.601</b>	<b>3.679</b>	<b>3.679</b>
Ingresos financieros	28	54	56	58	60	62	62
Gastos financieros	- 560	- 1.111	- 1.128	- 1.145	- 1.162	- 1.180	- 1.180
Dividendos del portafolio	-	230	236	243	249	256	256
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	- 2	- 5	- 3	- 2	- 1	- 1	- 1
Pérdida por la posición monetaria neta	-	-	-	-	-	-	-
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	- 4	- 7	- 8	- 9	- 10	- 11	- 11
Otros ingresos (egresos) no operacionales	-	-	-	-	-	-	-
<b>Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante</b>	<b>1.174</b>	<b>2.590</b>	<b>2.631</b>	<b>2.679</b>	<b>2.737</b>	<b>2.806</b>	<b>2.806</b>

#### 4.5. Impuestos

Una vez obtenida la utilidad antes de impuestos del punto anterior, se calcula el impuesto a la renta a pagar por cada uno de los periodos. Para ello, se utilizó la tasa de impuestos promedio a más largo plazo calculada, la cual es un ponderado por cada una de las regiones en las cuales está presente el Grupo Nutresa. Esta tasa es de 28,7%. Los impuestos, para cada uno de los periodos proyectados, es:

*Cuadro 34: Proyección del impuesto a la renta de Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023*

Ítem	S2 2019	Total 2019	2020	2021	2022	2023
Impuesto sobre la renta	- 337	- 743	- 755	- 769	- 786	- 805

#### 4.7. Ganancia/Pérdida proyectada

De acuerdo con las proyecciones anteriores realizadas, la ganancia/pérdida proyectada para Grupo Nutresa es la siguiente:

*Cuadro 35: Proyección de ganancia/pérdida de Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023*

Proyección Utilidad	S2 2019	Total 2019	2020	2021	2022	2023
Utilidad neta del ejercicio	837	1.847	1.876	1.910	1.952	2.000

#### 4.8. Estado de Resultado proyectado

Finalmente, los Estados de Resultados proyectados para el segundo semestre de 2019 y para los periodos 2020 a 2023, de acuerdo con los cálculos realizados anteriormente, son los siguientes:

*Cuadro 36 Estado de Resultados proyectados Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023*

Ítem	S2 2019	Total 2019	2020	2021	2022	2023
<b>Operaciones continuadas</b>						
Ingresos operacionales	19.359	36.725	37.245	37.858	38.574	39.406
Costos de la mercancía vendida	- 10.948	- 20.605	-20.896	-21.240	-21.642	-22.108
<b>Utilidad bruta</b>	<b>8.411</b>	<b>16.121</b>	<b>16.349</b>	<b>16.618</b>	<b>16.932</b>	<b>17.297</b>
Gastos de administración	- 892	- 1.689	- 1.713	- 1.741	- 1.774	- 1.812
Gastos de venta	- 5.476	- 10.399	-10.546	-10.720	-10.922	-11.158
Gastos de producción	- 332	- 605	- 613	- 623	- 635	- 649
<b>Utilidad operativa</b>	<b>1.711</b>	<b>3.429</b>	<b>3.477</b>	<b>3.534</b>	<b>3.601</b>	<b>3.679</b>
Ingresos financieros	28	54	56	58	60	62
Gastos financieros	- 560	- 1.111	- 1.128	- 1.145	- 1.162	- 1.180
Dividendos del portafolio	-	230	236	243	249	256
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	- 2	- 5	- 3	- 2	- 1	- 1
Participación en el resultado de las asociadas y negocios conjuntos	- 4	- 7	- 8	- 9	- 10	- 11
Otros ingresos (egresos) no operacionales	-	-	-	-	-	-
<b>Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante</b>	<b>1.174</b>	<b>2.590</b>	<b>2.631</b>	<b>2.679</b>	<b>2.737</b>	<b>2.806</b>
Impuesto sobre la renta	- 337	- 743	- 755	- 769	- 786	- 805
<b>Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas</b>	<b>837</b>	<b>1.847</b>	<b>1.876</b>	<b>1.910</b>	<b>1.952</b>	<b>2.000</b>
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	-	-	-	-	-	-
<b>Utilidad neta del ejercicio</b>	<b>837</b>	<b>1.847</b>	<b>1.876</b>	<b>1.910</b>	<b>1.952</b>	<b>2.000</b>

## 5. Proyección de Flujos de Caja Libre

Luego de realizar la proyección del Estado de Resultado en el apartado 8.7, se deben realizar estimaciones previas para realizar la proyección de los Flujos de Caja Libre de Nutresa.

### 5.1. Inversión en Reposición

Para realizar la estimación de la inversión en reposición, se compararon las compras de activo fijo, las cuales fueron obtenidas desde las notas a los EEFF de los años 2015 a 2018 y de los EEFF de junio 2019, con la depreciación y amortización de los mismos periodos, los cuales fueron obtenidos de las notas a los EEFF respectivos. Los valores, en millones de UVR, son los siguientes:

*Cuadro 37: Inversión en reposición de Grupo Nutresa, en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

Inversión en reposición	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Compras de activo fijo	1.779	1.392	1.004	943	239
Depreciación y amortización	877	941	1.062	1.061	484
<b>Inversión en reposición</b>	<b>203%</b>	<b>148%</b>	<b>95%</b>	<b>89%</b>	<b>49%</b>
<b>PROMEDIO</b>	<b>117%</b>				

Se puede apreciar que, en promedio, las compras de activo fijo son superiores a la depreciación y amortización, obteniendo un 117% promedio, por lo que se estima que la inversión en reposición será un 100% de la depreciación y amortización de cada ejercicio. Esto también será el caso para el año 2023, el cual es el primer año de la perpetuidad, en donde la Inversión de Reposición corresponde siempre al 100% del monto de la depreciación y amortización

Con lo anterior, para realizar la proyección de la inversión en reposición, para el segundo semestre de 2019 y para los años 2020 a 2023, se debe primero realizar la proyección de la amortización y depreciación.

Para hacer dicho cálculo, se realiza el promedio para los años 2015 a 2018, del porcentaje que representa la amortización y depreciación de cada uno de los costos, obteniendo lo siguiente:



*Cuadro 38: Porcentaje de amortización y depreciación en función de cada costo, desde 2015 a junio 2019*

<b>Gastos por depreciación y amortización</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Promedio</b>
Costo de venta	3%	3%	3%	3%	<b>3%</b>
Gastos de administración	16%	18%	24%	25%	<b>21%</b>
Gastos de venta	1%	1%	1%	1%	<b>1%</b>
Gastos de producción	2%	2%	2%	2%	<b>2%</b>

De acuerdo al cuadro anterior y a la proyección de cada uno de los costos del cuadro 28, la inversión en reposición proyectada, en millones de UVR, desde el segundo semestre 2019 a 2023, es la siguiente:

*Cuadro 39: Proyección de Inversión en reposición, en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023*

<b>Proyección Inversión en reposición</b>	<b>S2 2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Proyección Depreciación y Amortización	577	1.104	1.122	1.144	1.168
Inversión de reposición	577	1.104	1.122	1.144	1.168

## 5.2. Nuevas inversiones en Activo Fijo

Para proyectar las nuevas inversiones en activo fijo, primero se debe obtener la relación de la Propiedad, planta y equipo con respecto a los ingresos de actividades ordinarias. Para los años 2015 a 2018 y el primer semestre de 2019, son los siguientes:

*Cuadro 40: Relación porcentual de propiedad, planta y equipos con respecto a las ventas en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

<b>PPE e ingresos de actividades ordinarias</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>S1 2019</b>
Propiedad, planta y equipo	14.823	13.955	13.455	12.953	12.412
Ingresos de actividades ordinarias	34.807	35.787	34.455	34.589	17.367
<b>Activo fijo (% de las ventas)</b>	<b>42,6%</b>	<b>39,0%</b>	<b>39,1%</b>	<b>37,4%</b>	<b>71,5%</b>
<b>Promedio</b>	<b>39,5%</b>				

De acuerdo con los resultados obtenidos, se ha determinado que la inversión que la compañía efectúa en activo fijo corresponde al 39,5% de los ingresos de actividades ordinarias. Dicho ratio se utilizará para estimar las nuevas inversiones que la compañía efectuaría en los siguientes años en base a los ingresos proyectados, por lo que la proyección de las inversiones en activo fijo, son las siguientes:

*Cuadro 41: Proyección de las inversiones en activo fijo en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023*

Inversiones en Activo Fijo	S2 2019	2019*	2020	2021	2022	2023
Ingresos de actividades ordinarias	19.359	36.725	37.245	37.858	38.574	39.406
Activo fijo proyectado	7.651	14.514	14.719	14.962	15.245	15.573
<b>Nueva inversión en activo fijo</b>	<b>2.102</b>	<b>0</b>	<b>206</b>	<b>242</b>	<b>283</b>	<b>329</b>

Nota: 2019 considera el primer semestre (real) y el segundo semestre (proyectado)

### 5.3. Inversión en Capital de Trabajo

Para realizar la proyección de la inversión en capital de trabajo, se calcula el capital de trabajo para los años 2015 a 2018 y el primer semestre de 2019, considerando los activos y pasivos corrientes:

*Cuadro 42: Activos corrientes de Grupo Nutresa en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

Activos corrientes	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.253	905	1.726	1.333	1.091
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	3.848	3.668	3.794	3.915	4.166
Inventarios	4.525	4.242	3.894	4.258	4.526
Activos biológicos	233	312	323	363	335
Otros activos corrientes	967	1.018	878	927	1.192
<b>Total</b>	<b>10.826</b>	<b>10.144</b>	<b>10.615</b>	<b>10.796</b>	<b>11.309</b>

*Cuadro 43: Pasivos corrientes de Grupo Nutresa en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

Pasivos corrientes	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Proveedores y cuentas por pagar	3.616	3.666	3.936	4.201	4.064
Impuestos, gravámenes y tasas	755	674	823	878	994
Pasivo por beneficios a empleados	704	666	684	636	618
<b>Total</b>	<b>5.075</b>	<b>5.006</b>	<b>5.443</b>	<b>5.715</b>	<b>5.675</b>

*Cuadro 44: Capital de trabajo de Grupo Nutresa en millones de UVR, desde 2015 a junio 2019*

Capital de trabajo	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Capital de trabajo CTON	5.751	5.138	5.172	5.082	5.635
Ingresos de actividades ordinarias	34.807	35.787	34.455	34.589	17.367
<b>RCTON</b>	<b>16,5%</b>	<b>14,4%</b>	<b>15,0%</b>	<b>14,7%</b>	<b>32,4%</b>
<b>Promedio RCTON</b>	<b>15,1%</b>				

El capital de trabajo sobre las ventas para los años anteriores es, en promedio, un 15,1%. Utilizando esta cifra, se realiza la proyección de capital de trabajo y el diferencial de cada año:

*Cuadro 45: Proyección capital de trabajo en millones de UVR, desde primer semestre 2019 a 2023*

<b>Proyección Capital de trabajo</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Ingresos de actividades ordinarias	36.725	37.245	37.858	38.574	39.406
CTON	5.562	5.641	5.734	5.842	5.968
<b>Δ CTON</b>	<b>79</b>	<b>93</b>	<b>108</b>	<b>126</b>	<b>-</b>

La inversión en capital de trabajo requerida en cada año corresponde a la resta de la proyección del año siguiente y el actual.

Para el periodo de junio a diciembre 2019, el superávit de capital de trabajo se obtiene de la misma diferencia entre el real de junio 2019 y el proyectado 2019, resultando lo siguiente:

*Cuadro 46: Proyección capital de trabajo en millones de UVR, desde primer semestre 2019 a 2023*

<b>Superavit de capital de trabajo</b>	<b>Junio 2019</b>	<b>Diciembre 2019</b>
CTON	5.635	5.562
<b>Superavit de capital de trabajo</b>		<b>72</b>

#### 5.4. Proyección de flujo de caja libre

Con los cálculos realizados en los puntos anteriores, se realiza la proyección del flujo de caja libre para el segundo semestre 2019 y para los años 2020 a 2023 y el primer año de la proyección implícita, desde 2024 en adelante.

Para realizar la proyección del FLC, se calcula el flujo de caja bruto, en donde se realizan distintos ajustes, incorporando la depreciación y amortización proyectada para cada periodo, gastos financieros después de impuestos y restando los intereses ganados después de impuestos, participación en ganancias de asociadas y negocios conjuntos después de impuestos, y diferencias de cambio.

Una vez obtenido el FC bruto, se resta la inversión en reposición, nuevas inversiones en activo fijo y el superávit en capital de trabajo, para cada uno de los periodos proyectados.

Con esto, se obtiene el FCL de 2010 a 2023 y el valor terminal, para el periodo de proyección implícito, que parte desde 2024. Luego, en base al método de Flujos de Caja descontados y considerando la tasa de costo de capital ( $k_0$ ), se descuentan los flujos para cada periodo y para el valor terminal, obteniendo la siguiente proyección, en millones de UVR:

*Cuadro 47: Flujo de Caja Libre proyectado en millones de UVR, desde segundo semestre 2019 a 2023 y de 2024 a perpetuidad*

Proyección FCL	S2 2019	Total 2019	2020	2021	2022	2023	2024 - ∞
<b>Utilidad neta del ejercicio</b>	<b>837</b>	<b>1.847</b>	<b>1.876</b>	<b>1.910</b>	<b>1.952</b>	<b>2.000</b>	<b>2.000</b>
Ajustes							
+ Depreciación y Amortización	577	1.089	1.104	1.122	1.144	1.168	1.168
- Intereses Ganados (después de impuestos)	-20	-39	-40	-41	-43	-44	-44
+ Gastos Financieros (después de impuestos)	399	792	804	816	829	841	841
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de impuestos)	3	5	6	6	7	8	8
- Diferencias de cambio (después de impuestos)	1	3	2	1	1	1	1
<b>Flujo de caja bruto</b>	<b>1.797</b>	<b>3.697</b>	<b>3.752</b>	<b>3.815</b>	<b>3.889</b>	<b>3.974</b>	<b>3.974</b>
- Inversión de reposición	-577		-1.104	-1.122	-1.144	-1.168	-1.168
- Nuevas inversiones	-2.102		-206	-242	-283	-	-
- Inversión en capital de trabajo	-79		-93	-108	-126	-	-
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>-961</b>	<b>3.697</b>	<b>2.349</b>	<b>2.342</b>	<b>2.337</b>	<b>2.806</b>	<b>2.806</b>
Valor terminal						30.071	
<b>FCL + Valor Terminal</b>	<b>-961</b>	<b>3.697</b>	<b>2.349</b>	<b>2.342</b>	<b>2.337</b>	<b>32.877</b>	
<b>Total</b>	<b>-961</b>		<b>2.349</b>	<b>2.342</b>	<b>2.337</b>	<b>32.877</b>	
Costo de Capital ( $K_0$ )	9,33%						
Flujos de caja descontados	-919		2.055	1.874	1.710	22.007	
<b>Valor total</b>	<b>26.728</b>						

## 6. Valoración económica de Nutresa y su precio de acción

Para obtener el valor económico de la compañía, al valor total encontrado en el punto anterior, se realizan ajustes incorporando el superávit de capital de trabajo, los activos prescindibles y restando la deuda financiera, del cual se obtiene un patrimonio económico de la compañía a junio 2019, en millones de UVR de:

*Cuadro 48: Valor económico de Grupo Nutresa en millones de UVR, a junio 2019*

<b>Valor economico de la empresa</b>	<b>Junio 2019</b>
Valor presente de los flujos de caja operacionales	26.728
Superávit capital de trabajo	72
Activos prescindibles	24.476
<b>Valor total de la empresa</b>	<b>51.276</b>
Deuda financiera	-10.829
<b>Valor económico de la empresa</b>	<b>40.447</b>
Número de acciones (en millones)	460
<b>Valor estimado de la acción</b>	<b>87,91</b>
<b>Valor de M° de la acción (30 de junio de 2019)</b>	<b>93,37</b>
<b>Desviación</b>	<b>-5,85%</b>

El valor de la acción corresponde al valor económico de la compañía dividido por el número de acciones, obteniendo un valor estimado de 87,91 UVR, un 5,85% menor al valor de mercado de la acción al cierre de junio 2019 el que fue de 93,37 UVR por lo que, de acuerdo con los resultados obtenidos, se concluye que la acción a junio 2019 se encuentra sobrevalorada por el Mercado.

## 7. Conclusiones

Al realizar la valoración de Grupo Nutresa mediante el método de flujo de caja descontado se consideró la capacidad de la compañía de generar flujos y como éstos flujos generan sinergias entre sí, ya que la valoración de la empresa no es la suma de los activos descontados sus pasivos (valor del patrimonio contable) si no como los activos se conjugan entre sí y con buenas directrices desde su Administración logran generar sinergias a lo largo del tiempo.

A lo largo del periodo de evaluación la compañía presenta cifras estables lo que hace que las conclusiones y los datos utilizados sean confiables y sin variaciones significativas.

Usando el método de valoración de flujos de caja descontados el precio de la acción estimado en UVR es de 87,91 versus los 93,37 que presentaba el valor de la acción en el mercado colombiano al 30 de junio de 2019 presentado una desviación de 5,85%.

Esta desviación se traduce en que el mercado a través del precio de la acción está recogiendo toda la información disponible al momento de la evaluación y los Estados Financieros vienen a dar fuerza a esta información ya que es información que la propia empresa pone a disposición. De esta forma, el resultado de la valoración por flujos descontados al momento de recoger la información financiera para el análisis por medio del método anteriormente descrito, se encuentra muy cercano a su valor.

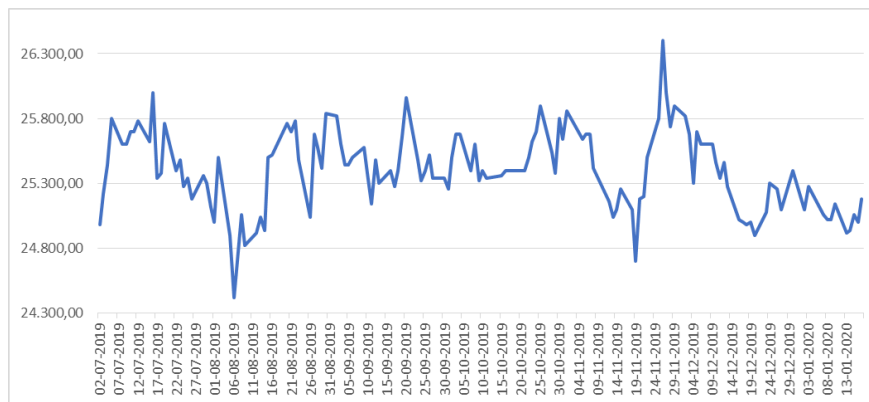
Grupo Nutresa posee un número importante de empresas e inversiones relacionadas al rubro, las que en ciertos casos, si bien no posee el control de las compañías, sí resultan ser parte fundamental de manera de crear alianzas estratégicas para el rubro donde se desempeña.

Realizando un análisis referente al precio de la acción desde la fecha de valoración, desde el 30 de junio de 2019 al día de 19 de enero de 2020, no se aprecian grandes desviaciones, entre la fecha analizada esta presenta una desviación del 0,8% y entre el precio de la acción mínimo y máximo presenta una desviación del 8,11%. Lo que indican estos datos es que la información que recoge el mercado es consistente y las políticas de la compañía son estables.

Cuadro 49: Comparación valoración Grupo Nutresa a Junio 2019 con valor actual de la acción.

Concepto	Valor
Precio acción a la fecha de valoración (COP)	24.980
Precio acción al 17-01-2020	25.180
<b>Desviación</b>	<b>0,80%</b>
Precio acción mínimo entre 02-07-2019 al 17-01-2020 (COP)	24.420
Precio acción máximo entre 02-07-2019 al 17-01-2020 (COP)	26.400
<b>Desviación</b>	<b>8,11%</b>
Valoración por FCD (UVR)	87,91
Valor UVR al 17-01-2020	270,89
Valoración en COP	23.813
<b>Desviación entre valoración inicial</b>	<b>-5,43%</b>

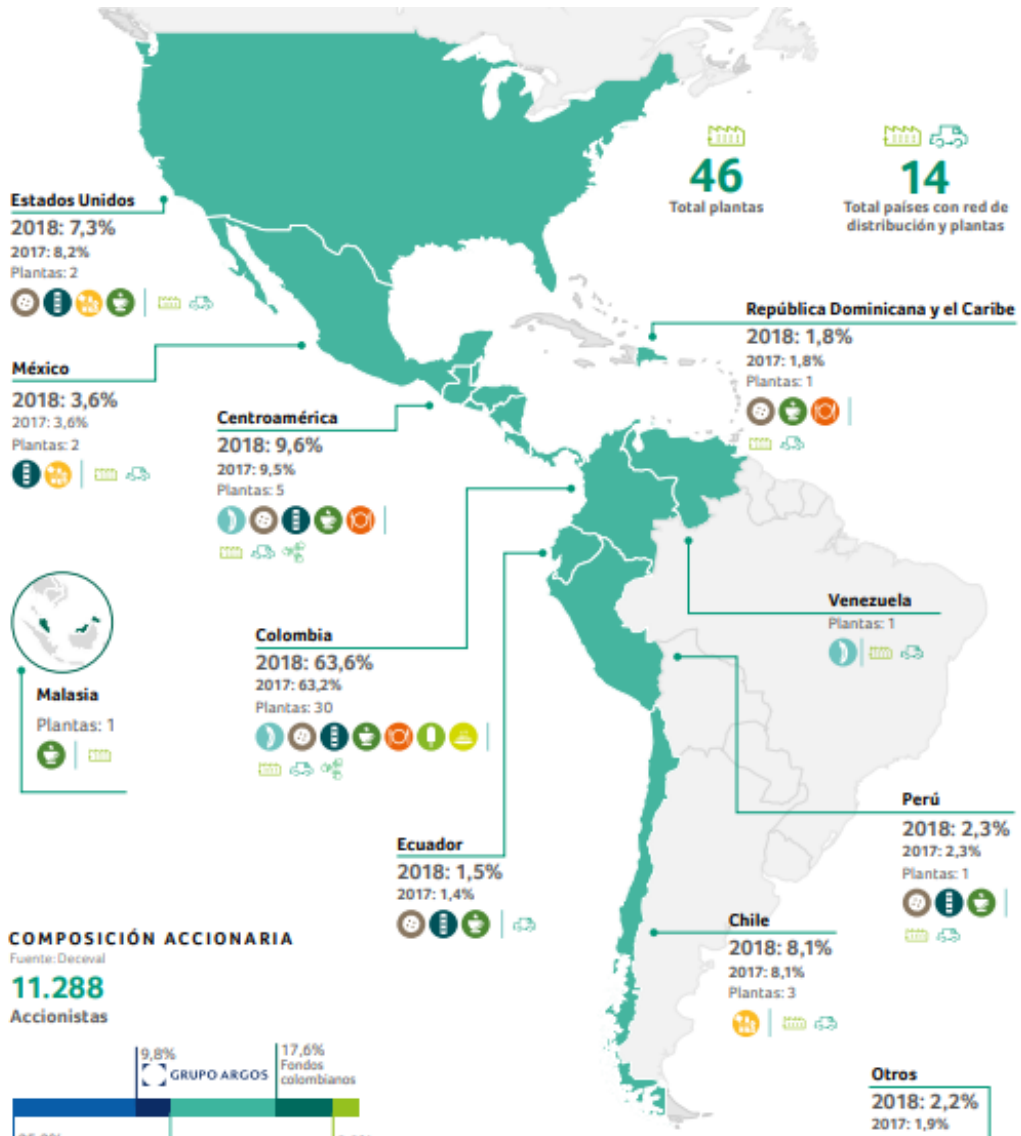
Cuadro 50: Gráfico evolución valor acción Grupo Nutresa, desde el 02 de julio 2019 al 17 de enero de 2020.



Referente al precio de valoración en UVR es de 87,91 lo que es comparable en cualquier momento del tiempo ya que ésta se protege de la inflación, al llevarla al 17 de enero de 2020 y actualizar al precio de la UVR, da un precio de valoración de \$23.813 lo que presenta una desviación de 5,43%. Si bien estos valores se encuentran en distintos periodos de tiempo y con información que recoge el precio de la acción es distinto, da una buena referencia a la valoración del Grupo Nutresa.

# ANEXOS

Presencia en región estratégica (distribución y ventas)



## CONVENCIONES





## Tasas de impuestos por país

Impuesto Renta	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Colombia</b>	37%	33%	32%	31%	30%
<b>Costa Rica</b>	30%	30%	30%	30%	30%
<b>El Salvador</b>	30%	30%	30%	30%	30%
<b>Guatemala</b>	25%	25%	25%	25%	25%
<b>Nicaragua</b>	30%	30%	30%	30%	30%
<b>Panamá</b>	25%	25%	25%	25%	25%
<b>Estados Unidos</b>	21%	21%	21%	21%	21%
<b>Chile</b>	27%	27%	27%	27%	27%
<b>México</b>	30%	30%	30%	30%	30%
<b>Perú</b>	30%	30%	30%	30%	30%
<b>Rep. Dominicana</b>	27%	27%	27%	27%	27%
<b>Ecuador</b>	25%	25%	25%	25%	25%

Fuente: Estados Financieros consolidados a Junio 2019

## Total de ingresos por país

País	Ingresos de actividades ordinarias			Ingreso porcentual			
	2019	2018	2017	2019	2018	2017	Promedio*
<b>Colombia</b>	2.994.179	5.934.838	5.662.935	64,44%	65,83%	65,12%	65,13%
<b>Centroamérica</b>	456.633	863.619	827.060	9,83%	9,58%	9,51%	9,64%
<b>Estados Unidos</b>	395.908	662.545	708.453	8,52%	7,35%	8,15%	8,01%
<b>Chile</b>	379.028	727.186	706.723	8,16%	8,07%	8,13%	8,12%
<b>México</b>	176.485	320.752	310.562	3,80%	3,56%	3,57%	3,64%
<b>Perú</b>	89.907	205.686	198.208	1,93%	2,28%	2,28%	2,17%
<b>República Dominican</b>	87.622	166.827	156.773	1,89%	1,85%	1,80%	1,85%
<b>Ecuador</b>	66.655	134.613	124.890	1,43%	1,49%	1,44%	1,45%
<b>Total</b>	<b>4.646.417</b>	<b>9.016.066</b>	<b>8.695.604</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Estados Financieros consolidados al cierre de 2017, 2018 y junio 2019.

\*Promedio de los últimos tres años, considerando que el año 2019 es medio año (hasta junio 2019)

Promedio ponderado de impuesto por peso relativo de los ingresos

País	Impuestos por peso relativo a los ingresos		
	2018	2019	2022*
<b>Colombia</b>	24,36%	21,27%	19,54%
<b>Centroamérica</b>	2,68%	2,75%	2,72%
<b>Estados Unidos</b>	1,54%	1,79%	1,67%
<b>Chile</b>	2,18%	2,20%	2,19%
<b>México</b>	1,07%	1,14%	1,10%
<b>Perú</b>	0,67%	0,57%	0,62%
<b>República Dominicana y Caribe</b>	0,50%	0,51%	0,50%
<b>Ecuador</b>	0,37%	0,36%	0,37%
<b>Total</b>	<b>33,37%</b>	<b>30,59%</b>	<b>28,71%</b>
<b>Promedio impuestos 2018 y 2019</b>	<b>31,98%</b>		
<b>Promedio impuestos futuros</b>			<b>28,71%</b>

*Fuente: Elaboración propia.*

\*Para determinar los pesos relativos de usó el promedio de los ingresos de los últimos 3 años considerando que los ingresos hasta junio 2019

## Bibliografía

- Banco de la República, Colombia (2019). Publicado en:  
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/unidad-valor-real-uvr>
- Fernández, Pablo. *Métodos de valoración de empresas*, décimo tercera edición (2019). 28p.
- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Third Edition (2012), 992p.
- Maquieira, Carlos. *Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica*. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.