

VALORACION GRUPO NUTRESA S.A. MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO

**VALORACION DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGISTER EN
FINANZAS**

Alumno: Claudio A. López M.

Profesor Guía: Francisco Marcet

Santiago, enero 2021

Dedicado a María Teresa y Luis Omar, mis padres.

... A todos quienes me acompañaron en este nuevo proceso de aprendizaje, con su apoyo y valiosa palabra.

Muchas gracias.

TABLA DE CONTENIDOS

INDICE DE CUADROS E ILUSTRACIONES.....	Página 07
RESUMEN EJECUTIVO.....	Página 12
1. METODOLOGÍA.....	Página 13
1.1. Principales métodos de valoración.....	Página 13
1.2. Modelo de descuento de dividendos.....	Página 14
1.3. Método de flujos de caja descontados.....	Página 15
1.4. Método de múltiplos.....	Página 18
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	Página 21
2.1. Descripción de la industria.....	Página 21
2.2. Descripción de la empresa y su historia.....	Página 23
2.2.1. Descripción de la empresa.....	Página 23
2.2.2. Reseña histórica.....	Página 28
2.3. Regulación y fiscalización.....	Página 29
2.4. Principales accionistas.....	Página 29
2.5. Empresas de la industria.....	Página 31
3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA.....	Página 35
3.1. Estado de situación financiera.....	Página 35
3.2. Estado de resultados.....	Página 38
3.3. Estado de flujos de efectivo.....	Página 42
3.4. Ratios financieros.....	Página 45
3.4.1 Razones de liquidez.....	Página 45
3.4.2 Razones de endeudamiento.....	Página 46
3.4.3 Razones de rentabilidad.....	Página 47

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	Página 50
4.1. Deuda financiera.....	Página 50
4.1.1 Bonos.....	Página 50
4.2. Patrimonio económico.....	Página 51
4.3. Valor económico de la empresa.....	Página 52
4.4. Estructura de capital objetivo.....	Página 52
5. ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	Página 54
5.1. Costo de la Deuda.....	Página 57
5.2. Beta de la Deuda.....	Página 58
5.3. Estimación del Beta Patrimonial.....	Página 58
5.4. Beta Patrimonial Sin Deuda.....	Página 59
5.5. Beta Patrimonial con Estructura de Capital Objetivo.....	Página 61
5.6. Costo Patrimonial.....	Página 63
5.7. Costo de Capital.....	Página 63
6. ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	Página 65
6.1. Análisis de Crecimiento de la Empresa.....	Página 65
6.2. Análisis de Crecimiento de la industria.....	Página 69
6.3. Análisis de los Costos y Gastos Operacionales de la Empresa....	Página 75
6.4. Análisis del Resultado No Operacional de la Empresa.....	Página 78
6.5. Análisis de los Activos de la Empresa.....	Página 79
6.6. Estrategia de cobertura del riesgo de exposición cambiaria.....	Página 83
7. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	Página 85
7.1. Ingresos operacionales proyectados.....	Página 85
7.1.1 Ingresos operacionales proyectados por categoría de productos	Página 90
7.2. Costos operacionales proyectados.....	Página 94

7.3. Resultado no operacional proyectado.....	Página 95
7.4. Impuesto corporativo proyectado.....	Página 96
7.5. Estado de resultados proyectado en millones de COP.....	Página 99
7.5.1 Supuestos utilizados.....	Página 101
7.6. Estado de Resultados proyectado porcentual.....	Página 102
8. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	Página 103
8.1. Depreciación y amortización.....	Página 103
8.2. Inversión en reposición.....	Página 104
8.3. Inversión en capital físico.....	Página 104
8.4. Inversión (liberación) de capital de trabajo.....	Página 105
8.5. Valor terminal.....	Página 107
8.6. Proyección de los flujos de caja libre.....	Página 107
9. PRECIO DE LA ACCION PROYECTADO.....	Página 110
9.1. Valor presente de los flujos de caja libre.....	Página 110
9.2. Déficit (Exceso) de capital de trabajo.....	Página 111
9.3. Activos prescindibles.....	Página 112
9.4. Deuda financiera.....	Página 113
9.5. Valorización económica de la empresa y del precio de la acción...	Página 114
9.6 Análisis de sensibilidad.....	Página 118
CONCLUSIONES.....	Página 122
BIBLIOGRAFÍA.....	Página 123
ANEXOS.....	Página 125

INDICE DE CUADROS E ILUSTRACIONES

Tabla N°1: Ingreso ventas, EBITDA, utilidades netas consolidado	Página 24
Tabla N°2: Ingreso por ventas por ubicación geográfica.....	Página 26
Tabla N°3: Resumen de la acción	Página 30
Tabla N°4: Principales accionistas de Grupo Nutresa S.A.....	Página 30
Gráfico N°1: Empresas de la industria – ingresos operativos 2018.....	Página 32
Tabla N°5: Estado situación financiera consolidado Grupo Nutresa S.A. del 31 diciembre 2016 al 30 junio 2020.....	Página 35
Tabla N°6: Estado situación financiera consolidado Grupo Nutresa S.A. del 31 diciembre 2016 al 30 de junio 2020 (en porcentajes)	Página 36
Tabla N°7: Estado de resultados integrales consolidados Grupo Nutresa S.A. del 31 diciembre 2016 al 30 junio 2020.....	Página 38
Tabla N°8: Estado de resultados integrales consolidados Grupo Nutresa S.A. del 31 diciembre 2016 al 30 junio 2020 (en porcentajes)	Página 40
Tabla N°9: Estructura de costos.....	Página 41
Tabla N°10: Estructura de costos (depreciación y amortizaciones)	Página 41
Tabla N°11: Estado de flujo de efectivo consolidado Grupo Nutresa S.A. del 31 diciembre 2016 al 30 junio 2020	Página 42
Tabla N°12: Ratios financieros de liquidez Grupo Nutresa S.A.....	Página 45
Tabla N°13: Ratios de endeudamiento de Grupo Nutresa S.A.	Página 46
Tabla N°14: Razones de rentabilidad de Grupo Nutresa S.A.	Página 47
Tabla N°15: Deuda financiera de Grupo Nutresa S.A.	Página 50
Tabla N°16: Resumen bono vigente Grupo Nutresa S.A.	Página 51
Tabla N°17: Patrimonio Económico de Grupo Nutresa S.A.	Página 51
Tabla N°18: Valor económico de Grupo Nutresa S.A.	Página 52
Tabla N°19: Estructura de capital histórica de Grupo Nutresa S.A.	Página 52

Tabla N°20: Estructura de capital objetivo de Grupo Nutresa S.A.	Página 53
Tabla N°21: Output modelo de mercado	Página 55
Tabla N°22: Output modelo de mercado (sin efecto pandemia)	Página 56
Tabla N°23: Tasa libre de riesgo en términos nominales	Página 57
Tabla N°24: Premio por riesgo.....	Página 57
Tabla N°25: Gasto y deuda financiera – por periodo	Página 57
Tabla N°26: Tasa impuesto corporativo	Página 59
Tabla N°27: Ratios de estructura de capital	Página 60
Tabla n°28: Estructura de capital histórica	Página 60
Tabla N°29: Estructura de capital objetivo	Página 62
Gráfico N°2: Importancia relativa de cada segmento al 30 de junio 2020	Página 65
Tabla N°30: Evolución de crecimiento de ingresos por segmentos	Página 66
Tabla N°31: Evolución de crecimiento de ingresos por área geográfica	Página 67
Tabla N°32: Premio por riesgo de capital y premio por riesgo país	Página 68
Tabla N°33: Evolución de crecimiento de ingresos por tipo de producto	Página 69
Tabla N°34: Crecimiento Nutresa versus industria en Colombia	Página 70
Gráfico N°3: Crecimiento Nutresa versus industria en Colombia	Página 70
Tabla N°35: Crecimiento Nutresa versus industria en USA	Página 71
Gráfico N°4: Crecimiento Nutresa versus industria en USA	Página 71
Tabla N°36: Proyección crecimiento mundial grandes economías	Página 73
Tabla N°37: Proyección crecimiento países con participación	Página 74
Tabla N°38: Descomposición de costos y gastos	Página 75
Tabla N°39: Tabla de crecimiento de la descomposición de costos y gastos	Página 77

Tabla N°40: Descomposición de crecimiento de depreciación y amortización	Página 78
Tabla N°41: Cuentas no operacionales	Página 78
Tabla N°42: Descomposición de cuentas de activos corrientes	Página 79
Tabla N°43: Descomposición de cuentas de activos no corrientes	Página 80
Tabla N°44: Variación anual y proyección PIB Colombia, PIB Colombia PIB Colombia (alimentos) y Crecimiento de los Ingresos Operacionales Grupo Nutresa S.A. (Nominal y real)	Página 86
Gráfico N°5: Variación anual y proyección PIB Colombia, PIB Colombia PIB Colombia (alimentos) y Crecimiento de los Ingresos Operacionales Grupo Nutresa S.A. (Nominal y real)	Página 87
Tabla N°45A: Inflación histórica y proyección en Colombia.....	Página 88
Tabla N°45B: Ingresos de actividades ordinarias por área geográfica.	Página 88
Tabla N°46: Resumen ingresos operacionales pronosticados para el periodo 2S-2020, y del 2020 al 2024	Página 89
Tabla N°46A: Histórico y proyección de ingresos operacionales consolidados Por categoría de producto (en millones de COP).....	Página 93
Tabla N°46B: Histórico y proyección tasa de crecimiento de ingresos Operacionales consolidados por categoría de productos.....	Página 93
Tabla N°46C: Comparación proyección crecimiento de ingresos operacionales Consolidados geográfico versus por producto.....	Página 93
Tabla N°47: Proyección y descomposición de costos operacionales....	Página 94
Tabla N°48: Resumen proyección de costos operacionales del estado de resultados	Página 95
Tabla N°49: Resumen proyección cuentas no operacionales del estado de resultados	Página 96
Tabla N°50: Tasa impuesto de renta por país	Página 97
Tabla N°51: Proyección tasa de impuesto a la renta corriente, impuesto a la renta diferido y utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante, sobre ingreso operacional	Página 97

Gráfico N°6: Histórico + proyección tasa impuesto a la renta corriente, impuesto a la renta diferido, y utilidad antes de impuesto a la renta e interés no controlante, sobre el ingreso operacional	Página 98
Tabla N°52: Resumen proyección impuesto corporativo.....	Página 99
Tabla N°53: Estado de resultados proyectado	Página 100
Tabla N°54: Estado de resultados proyectado porcentual.....	Página 102
Tabla N°55: Proyección de la depreciación y amortización.....	Página 103
Tabla N°56: Proyección de la inversión en reposición	Página 104
Tabla N°57: Estimación de la inversión en propiedades, planta y equipo del 2016 al 1S-2020	Página 105
Tabla N°58: Proyección de la inversión en propiedades, planta y equipo.	Página 105
Tabla N°59: Importancia relativa de inversión en capital de trabajo con respecto al ingreso operacional	Página 106
Tabla N°60: Proyección de capital de trabajo e inversión en capital de trabajo.....	Página 106
Tabla N°61: Proyección de valor terminal.....	Página 107
Tabla N°62: Proyección de flujo libre de caja	Página 108
Tabla N°63: Cuadro resumen de los flujos de caja libre del 2S-2020 al 2025.....	Página 109
Tabla N°64: Valor presente de los flujos de caja libre al 30 junio 2020.	Página 110
Tabla N°65: Exceso de capital de trabajo	Página 112
Tabla N°66: Detalle activos prescindibles	Página 113
Tabla N°67: Total valor activos	Página 113
Tabla N°68: Deuda financiera y participaciones no controladoras.....	Página 114
Tabla N°69: Valor patrimonio económico de Grupo Nutresa S.A. al 30 de junio 2020	Página 114

Tabla N°70: Comparación de precio proyectado y precio de mercado al 30 de junio 2020	Página 115
Tabla N°71: Resumen valorización económica Grupo Nutresa S.A. al 30 de junio 2020	Página 115
Gráfico N°7: Evolución precio acción Nutresa año 2020	Página 117
Gráfico N°8: Evolución precio acción Nutresa después del 30 de junio 2020 (5 meses)	Página 117
Tabla N°72: Crecimiento anual nominal orgánico en ventas por año de acuerdo a proyección al 30 de junio 2020	Página 118
Gráfico N°9: Precio acción Nutresa de acuerdo a crecimiento orgánico promedio ventas anuales (2021-2024)	Página 119
Gráfico N°10: Precio acción Nutresa de acuerdo a tasa WACC	Página 120

RESUMEN EJECUTIVO

Para el lector, este informe tiene el objetivo de valorar la empresa Grupo Nutresa S.A. a través del método de flujo de caja descontados al 30 de junio del año 2020.

Fundada en 1920, Grupo Nutresa S. A., se presenta como la empresa líder en alimentos procesados en Colombia y uno de los jugadores más relevantes del sector en América Latina. Su Misión se basa en buscar la creciente creación de valor, logrando un destacado retorno de las inversiones, superior al costo del capital empleado, logrado con marcas líderes, un servicio superior y una excelente distribución nacional e internacional.

En este particular período de pandemia COVID-19 durante el año 2020, analizaremos tanto las características financieras como económicas, la evolución de la industria en la que participa, para luego desarrollar una proyección de crecimiento con los respectivos flujos a considerar.

Para la valorización de la compañía, el método a utilizar busca básicamente descontar los flujos obtenidos cada año a la tasa de costo de capital (WACC), desde el 2020 en adelante, gracias a la proyección detallada del estado de resultados, su dirección de estrategia de ventas, inversión en reposición y nuevos activos, etc.

Finalmente, desprenderemos el valor intrínseco de la acción de Nutresa, el cual se obtendrá dividiendo al valor obtenido del patrimonio económico por la cantidad total acciones en circulación. El resultado del precio de la acción al 30 de junio del 2020, fue de COP\$23.326,40 superior al precio de cierre en un +11,61% (COP\$20.900).

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables². Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el de flujos de caja descontados. Este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

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

² Maqueira, Carlos. "Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica". Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp. 249-277.

1.2. Modelo de descuento de dividendos

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

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

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

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

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

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

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

1.3. Método de flujos de caja descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

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

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), p. 382.

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

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

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

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

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

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

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

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

completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

1.4. Método de múltiplos

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

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

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:⁵

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

1. Múltiplos de ganancias:

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

Los este valor con la tasa de crecimiento esperado. Si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan

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

2. Múltiplos de valor libro:

- Precio acción / valor libro de la acción (PV)
- Valor de mercado / Valor libro de activos

- Valor de mercado / Costo de reemplazo (Tobin's Q)

3. Múltiplos de ventas:

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

4. Múltiplo de variables de industria específica:

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

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y DE LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la Industria.

La industria alimentaria está en constante crecimiento y desarrollo en Colombia y el resto del mundo. Sin embargo, su importancia como sector estratégico en su economía no está asociado solamente al hecho de que los alimentos sean imprescindibles para el consumo humano.

Las innovaciones tecnológicas, el crecimiento poblacional, la libre competencia entre empresas, así como la producción de alimentos más sanos y la diversificación de la oferta de productos, son algunos de los elementos que protagonizan los avances de este sector. Y en este sentido, Colombia, que persigue estos grandes cambios gracias a la inversión extranjera y local, se va convirtiendo en unos de los líderes de la industria alimentaria en la región.

A continuación, enumeramos los factores claves de la industria alimentaria en Colombia y el mundo

a. Crecimiento anual.

Se estima que el crecimiento anual del sector alimenticio y de bebidas en Colombia sea de un 7% anual, que se espera alcance los 25 mil millones de dólares en 2021 y, según los expertos, este efecto será inminente por lo menos en los próximos 5 años.

b. Colombia como protagonista en la exportación.

Se estima que para 2050 la producción de alimentos se eleve por un 70% de lo que se elabora anualmente, para darle de comer a los 9 mil millones de habitantes que en ese entonces tendrá el mundo.

América Latina y el Caribe se encuentra como uno de los mayores exportadores del mundo, teniendo a Colombia como uno de los protagonistas estratégicos, en donde el aceite de palma y el aguacate, por ejemplo, son los productos estrella.

c. Colombia y la responsabilidad empresarial.

La salud se ha convertido en la columna vertebral del sector, es por ello que la industria colombiana no es ajena a los problemas correspondientes a la alimentación (sobrepeso u obesidad).

Actualmente, hay alianzas entre diferentes sectores (gobierno, academia, industria alimentaria y médica) para avanzar mucho más en el compromiso con la salud de los consumidores.

d. Grandes innovaciones transformando el sector de Alimentos.

Plataformas en línea que conectan a productores, vendedores y consumidores, financiamiento para start-up's, gestores de inventarios, nuevas formas de despacho de pedidos, innovaciones en agro-tecnología y hasta mercados electrónicos transforman la industria alimentaria nacional y mundial.

e. Fuerte influencia de la biotecnología.

La biotecnología sigue fortaleciendo a la industria alimentaria en relación a los beneficios, técnicas y métodos de producción y sobre todo de investigación de los hábitos alimenticios de los seres humanos, desde el mejoramiento de los cultivos transgénicos, tecnologías de conservación a través del manejo de bacterias y otras infinitas aplicaciones que abordan otros campos industriales como el ambiental, agrícola e incluso el bio-sanitario.

f. Atractivas ganancias en la industria de producción alimentaria.

Según la reconocida revista Forbes, la industria alimentaria posee a las empresas de mayores ganancias en el mundo, solamente superada por el sector farmacéutico, petrolero y minero.

2.2. Descripción de la empresa y su historia

2.2.1. Descripción de la empresa

Fundada en 1920, Grupo Nutresa S. A., se presenta como la empresa líder en alimentos procesados en Colombia y uno de los jugadores más relevantes del sector en América Latina. Cuenta en la actualidad con cerca de 46.000 colaboradores.

Su Misión se basa en buscar la creciente creación de valor, logrando un destacado retorno de las inversiones, superior al costo del capital empleado, logrado con marcas líderes, un servicio superior y una excelente distribución nacional e internacional.

Su objetivo en los negocios de alimentos es siempre mejorar la calidad de vida del consumidor y el progreso de sus colaboradores el que forman un equipo comprometido con el desarrollo sostenible, con el mejor talento humano, innovación sobresaliente y un comportamiento corporativo ejemplar. En la tabla N°1 podemos apreciar un resumen de cuentas del Estado de Resultados de la empresa durante el período en estudio:

TABLA N°1: INGRESO VENTAS, EBITDA, UTILIDADES NETAS – CONSOLIDADO (EN MILLONES DE COP).

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
INGRESO POR VENTAS	\$8.676.640	\$8.695.604	\$9.016.066	\$9.958.851	\$5.324.782
EBITDA	\$1.028.953	\$1.044.179	\$1.126.422	\$1.347.229	\$746.322
DEPRECIACION Y AMORTIZACION	\$213.982	\$269.654	\$277.126	\$387.608	\$209.478
EBIT	\$814.971	\$774.525	\$849.296	\$959.621	\$536.844
UTILIDADES NETAS	\$399.691	\$424.340	\$508.756	\$513.441	\$331.293

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

Dentro de los Ingresos por venta, los segmentos para los cuales se presenta información financiera son (para complementar ver anexo N°1 – Ingreso Actividades Ordinarias por Segmento):

- Cárnicos: producción y comercialización de carnes procesadas (salchichas, salchichones, jamones, mortadelas y hamburguesas), carnes maduradas (jamón serrano, chorizo español, salami), platos listos congelados, productos larga vida (enlatados) y champiñones.

- Galletas: producción y comercialización de galletas dulces de las líneas saborizadas, cremadas y wafers, saladas tipo cracker y pasabocas, y de alimentos saludables y funcionales.
- Chocolates: producción y comercialización de chocolatinas, chocolate (en barra y modificadores), golosinas de chocolate, pasabocas, barras de cereal y nueces.
- TMLUC: es la sigla de Tresmontes Lucchetti. En esta unidad de negocio se producen y comercializan: bebidas instantáneas frías, pastas, café, snacks, aceites comestibles, jugos, sopas, postres y té.
- Café: producción y comercialización de cafés tostados y molidos, café soluble (en polvo, granulado y liofilizado) y extractos de café.
- Alimentos al consumidor: formatos establecidos para venta directa al consumidor como restaurantes y heladerías. Se ofrecen productos como hamburguesas, carnes preparadas, pizzas, helados y yogurts.
- Helados: incluye paletas de agua o leche, conos, litros de helados, postres, vasos y galletas de helado.
- Pastas: se producen y comercializan en Colombia pastas alimenticias en los formatos de corta, larga, al huevo, con verduras, con mantequilla e instantáneas.

Información por áreas geográficas: El desglose de las ventas realizadas a clientes externos, detallado por las principales ubicaciones geográficas donde el Grupo opera, fue el siguiente (tabla N°2):

TABLA N°2 - INGRESO POR VENTAS POR UBICACIÓN GEOGRÁFICA (EN MILLONES DE COP)

	2018	2019	PARTICIPACION - 2019
Colombia	\$5.737.388	\$6.203.824	62%
Centroamérica	\$863.619	\$978.337	10%
Estados Unidos	\$662.545	\$918.285	9%
Chile	\$727.186	\$750.211	8%
México	\$320.752	\$343.573	3%
Perú	\$205.686	\$227.141	2%
Otros	\$197.450	\$206.622	2%
República Dominicana y el Caribe	\$166.827	\$186.563	2%
Ecuador	\$134.613	\$144.295	1%
CONSOLIDADO	\$9.016.066	\$9.958.851	100%

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

Objetivos Estratégicos.

Desarrollo Sostenible: El propósito superior de Grupo Nutresa es construir un mundo mejor donde el desarrollo sea para todos. Este es el marco de gestión de la organización, y en este sentido está comprometida a contribuir al desarrollo de un modelo económico que vaya de la mano con el desarrollo social, que genere beneficios para todos sus grupos relacionados y esté en equilibrio con el medio ambiente.

Innovación Efectiva: La innovación en Grupo Nutresa busca fortalecer la ejecución de los objetivos estratégicos de la Organización de manera transversal a lo largo de la cadena de valor. A través de la implementación de nuevas ideas se hacen posible

nuevos modelos de negocio, se eleva el compromiso del equipo de colaboradores por identificar o mejorar procesos y productos, y se transforman los diversos capitales de la compañía.

Crecimiento Rentable: La estrategia centenaria del Grupo está dirigida a duplicar al año 2020 las ventas del año 2013, con una rentabilidad entre el 12 y el 14%. Para lograrla, la organización ofrece a su consumidor alimentos y experiencias de marcas conocidas y queridas que nutren, generan bienestar y placer; disponibles ampliamente en su región estratégica; y gestionados por gente talentosa, innovadora, comprometida y responsable.

Creciente Generación de Valor: Grupo Nutresa busca la creciente creación de valor, logrando un destacado retorno de las inversiones, superior al costo de capital empleado.

Grupo Nutresa cuenta con un modelo de negocio diferenciado a partir de su gente: talentosa, innovadora, comprometida y responsable que aporta al desarrollo sostenible. De sus marcas, líderes, reconocidas y queridas, que 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.

La estructura corporativa de Grupo inicia desde su Presidencia, desde donde se busca asegurar las capacidades de la Organización, direccionar las decisiones que le permitan alcanzar la Mega 2020, garantizar su crecimiento sostenible y rentable, y desarrollar los pilares que sustentan el modelo de negocio: personas, marcas y redes de distribución.

Le acompaña una vicepresidencia de Finanzas Corporativas que aporta al crecimiento del Grupo a través del apoyo a los planes de inversión de los diferentes Negocios.

Operativamente, Grupo Nutresa está compuesto por los Negocios Cárnico, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti -TMLUC-, Cafés, Alimentos al consumidor, Helados y Pastas.

Los servicios administrativos son suministrados a todas las compañías del Grupo por parte de Servicios Nutresa, encargada de proveer soluciones en materia de abastecimiento, infraestructura, finanzas, auditoría, asistencia legal, riesgos y seguridad, desarrollo humano y comunicaciones, entre otros.

(Ver anexo N°2 – Algunas Marcas por segmento)

2.2.2. Reseña histórica

Grupo Nutresa nace a comienzos del siglo XX en medio del desarrollo industrial colombiano. En este período histórico nace, exactamente en 1920, Compañía Nacional de Chocolates Cruz Roja, convertida más adelante en Compañía Nacional de Chocolates S.A. -CNCH-.

A principios del siglo XXI, la empresa inicia un proceso de transformación empresarial que la lleva a convertirse en una sociedad matriz bajo el nombre de Inversiones Nacional de Chocolates S.A., más adelante convertida en Grupo Nacional de Chocolates S.A. y posteriormente en Grupo Nutresa S.A., nombre que recoge todas las categorías de

alimentos del grupo y fortalece el vínculo de todas sus marcas con la salud, la nutrición y el bienestar.

Desde esa fecha, Grupo Nutresa ha acelerado su proceso de expansión con la adquisición de empresas de gran tradición y reconocimiento en la región estratégica, cuya propia historia se refleja en la siguiente línea de tiempo.

(para complementar ver anexo N°3 – Algunos hechos importantes en la vida de la empresa)

2.3. Regulación y fiscalización

Con el objetivo de proteger a la población de productos contaminados, adulterados y fraudulentos que puedan generar enfermedades en la población consumidora, el Gobierno nacional de Colombia ha desarrollado una serie de normas para la industria alimentaria, en ellas se tienen en cuenta lineamientos en cuanto a producción, transporte, almacenamiento y comercialización, además de los estándares de higiene y calidad de materias primas con las que son elaborados. Algunas normas que rigen en Colombia ver en Anexo N°4.

2.4. Principales Accionistas

A continuación, presentamos un cuadro resumen (tabla N°3) para la identificación de la acción de Grupo Nutresa S.A. señalando lo siguiente:

TABLA N°3: RESUMEN DE LA ACCIÓN.

Nombre de la empresa:	Grupo Nutresa S.A.
Nemotécnico	NUTRESA
Clase de acción	Ordinaria
Número de Acciones en Circulación:	460.123.458
Derechos de Clase de Acción	Derecho a participación en los Beneficios - Derecho de reclamación de los activos en Liquidación - Derecho a Voto - Derecho de Propiedad - Responsabilidad Limitada.
Bolsa donde transa sus Acciones.	Bolsa de Valores de Colombia
Descripción de la empresa	Sociedad Anónima Abierta Comercializadora de Alimentos.
Sector e industria	Alimentación - Producción De Alimentos
Países y negocios	Colombia y Latino América principalmente

FUENTE: Bolsa de Valores de Colombia - <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>

Dentro de un total de acciones de 460.123.458, es importante señalar que, desde el 2016 al 30 de junio del 2020, la empresa ha mantenido la misma cantidad de acciones en circulación.

En la Tabla N°4, se detallan los propietarios del patrimonio económico de Grupo Nutresa:

TABLA N°4: PRINCIPALES ACCIONISTAS DE GRUPO NUTRESA S.A.

TIPO ID	ID	NOMBRE ACCIONISTA	CANTIDAD DE ACCIONES	% DE PARTICIPACION
NIT	8110122713	GRUPO DE INVERSIONES SURAMERICANA S.A.	161.014.311	34,99%
NIT	8909002663	GRUPO ARGOS S.A.	46.350.817	10,07%
NIT	8002248088	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	29.830.733	6,48%
NIT	9004402831	FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	17.175.713	3,73%
NIT	8002297390	FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	16.182.342	3,52%
NIT	8110149014	MICROINVERSIONES S.A.	10.871.984	2,36%
NIT	8002279406	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	8.783.316	1,91%
NIT	8903014430	AMALFI S.A.S	5.813.935	1,26%
NIT	9003841824	LIBREVILLE S.A.S.	5.514.904	1,20%
NIT	8002530552	SKANDIA FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS MODERADO	4.587.435	1,00%

(CONTINUACION TABLA N°4)				
TIPO ID	ID	NOMBRE ACCIONISTA	CANTIDAD DE ACCIONES	% DE PARTICIPACION
NIT	8909015189	FUNDACION FRATERNIDAD MEDELLIN	4.518.270	0,98%
NIT	9004318031	NORGES BANK-CB NEW YORK	4.331.783	0,94%
NIT	9003875268	FONDO PENSIONES OBLIGATOR.PORVENIR MAYOR RIESGO	4.152.750	0,90%
NIT	9003601039	FINESTERRE S.A.S.	3.806.654	0,83%
NIT	9003798964	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MAYOR	3.473.202	0,75%
NIT	9007201801	FONDO BURSATIL HORIZONS COLOMBIA SELECT DE S&P	3.143.965	0,68%
NIT	9012367049	PALAREPAS S.A.S	2.804.653	0,61%
NIT	9006517614	CANAPA S.A.S.	2.754.510	0,60%
NIT	9006517789	LUNAPA S.A.S.	2.754.509	0,60%
NIT	9006569677	LANAPA S.A.S.	2.754.509	0,60%
NIT	9012360643	TANANA S.A.S.	2.343.636	0,51%
NIT	8001700437	FONDO DE CESANTIAS PORVENIR	2.104.927	0,46%
NIT	8001982815	PI-NUTRESA FONDO DE PENSIONES PROTECCION	1.985.154	0,43%
NIT	9003799210	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION RETIRO	1.970.172	0,43%
NIT	9005753243	BARRABAS INVERSIONES S.A.S.	1.903.841	0,41%

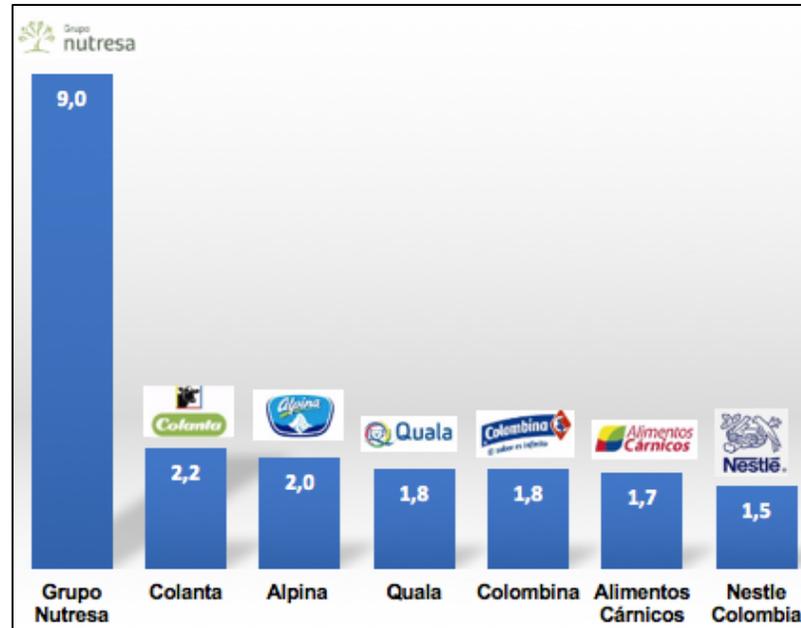
FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

Grupo de Inversiones Suramericana S.A. posee la mayor participación con un 33,99% del total de las acciones de la empresa, seguido por Grupo Argos S.A con un 10,07% de las acciones y luego el grupo Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado con un 6,48%, logrando con ellos tres, el 50,54% de la propiedad total del patrimonio económico de la empresa.

2.5. Empresas de la industria

Las empresas que participan en la industria de alimentos procesados en Colombia, son variadas. Es por esto que, en términos de Ingresos por ventas, hemos seleccionado las primeras 7 que se destacan por este indicador (Ver gráfico N°1).

GRAFICO N°1: EMPRESAS DE LA INDUSTRIA – INGRESOS OPERATIVOS 2018
(EN BILLONES DE COP)



Fuente: Estados Financieros Disponibles al 2018

Este grupo de empresas operan en la industria de alimentos y bebidas en Colombia, con producción tanto a nivel nacional como internacional y que intentan satisfacer la misma necesidad. A continuación, una breve descripción de ellas:

Grupo Nutresa: Esta empresa está estructurada por varios negocios (cárnicos, galletas, pastas, chocolates, helados, café,) para entregar al cliente una buena opción de compra y satisfacción a la hora de adquirir cualquier producto en sus líneas y marcas.

Colanta: Derivados lácteos y cárnicos. Es una cooperativa sin ánimo de lucro fabricante de productos alimenticios que incluye lácteos, refrescos, embutidos, vinos, cereales y exporta a Canadá, Curazao, Estados Unidos, Guatemala, San Martín y Venezuela.

Alpina: es una empresa multinacional colombiana productora de alimentos a base de lácteos. Tiene operación en Colombia, Ecuador, Venezuela y Estados Unidos y comercializa sus productos en centro América. Alpina se caracteriza por sus productos que son en su mayoría enfocados a los niños.

Quala: es una multinacional colombiana de consumo masivo dedicada a la producción y comercialización de productos pertenecientes a las categorías de bebidas, culinarios, cuidado personal, golosinas y congelados. Su sede principal está ubicada en Bogotá (Colombia) y tiene presencia directa en México, República Dominicana, Ecuador, Perú, Guatemala, El Salvador, Honduras y Nicaragua.

Colombina: es una compañía global de alimentos con sede en el Valle del Cauca, Colombia. Cuenta con más de 100 años de experiencia en la fabricación y comercialización de alimentos. Actualmente ofrece un amplio portafolio de productos en diferentes líneas: confitería, galletería, pastelería, salsas, conservas y helados. Adicionalmente realiza la distribución exclusiva de marcas tradicionales en Colombia como Café Buendía y Van Camp's. La Compañía exporta sus productos a más de 45 países del continente americano, África, Asia y Europa.

Alimentos Cárnicos: Alimentos Cárnicos es una empresa colombiana dedicada a la producción y distribución de productos cárnicos embutidos, madurados, larga vida y congelados. Actualmente hace parte del Grupo Nutresa dentro de la categoría de carnes

frías, cuyas empresas en dicha categoría abarcan el 72,5% del mercado colombiano.

Las marcas de Alimentos Cárnicos son: Rica, Cunit y Americana.

Nestlé Colombia: es una empresa multinacional suiza de alimentos y bebidas con sede en Vevey, Vaud, Suiza. Ha sido la empresa de alimentos más grande del mundo, medida por los ingresos y otras métricas, para 2014, 2015 y 2016. Se clasificó en el número 72 de la lista Fortune Global 500 en 2014 y en la edición 2016 de Forbes Global 2000 de las empresas públicas más grandes. En Colombia tiene presencia desde 1922; establecido oficialmente desde 1944; cuenta con 4 fábricas. Los productos de Nestlé incluyen alimentos para bebés, comida médica, agua embotellada, cereales para el desayuno, café y té, confitería, productos lácteos, helados, alimentos congelados, alimentos para mascotas y aperitivos.

3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

3.1. Estado de situación financiera

TABLA N°5: ESTADO SITUACION FINANCIERA CONSOLIDADO GRUPO NUTRESA S.A. DEL 31 DIC 2016 AL 30 JUNIO 2020 (EN MILLONES DE COP)

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
ACTIVO					
Activo Corriente					
Efectivo y equivalentes de efectivo	219.322	435.643	347.520	497.947	743.445
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar neto	889.197	957.568	1.020.579	1.166.248	1.207.640
Inventarios	1.028.417	982.816	1.109.878	1.248.128	1.472.682
Activos biológicos	75.677	81.518	94.569	96.632	100.702
otros activos corrientes	246.832	221.475	241.726	251.397	338.726
Activos no corrientes mantenidos para la venta	100.330	6.557	6.777	2.610	2.610
Total Activo Corriente	2.559.775	2.685.577	2.821.049	3.262.962	3.865.805
Activo No Corriente					
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	23.495	26.509	28.065	25.409	25.422
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	164.510	180.451	192.795	193.360	195.349
Otros activos financieros no corrientes	3.885.206	4.133.963	3.322.694	3.511.768	1.946.129
Propiedades, planta y equipo, neto	3.390.946	3.395.671	3.376.364	3.400.057	3.441.132
Activos por derechos de uso				878.552	855.072
Propiedades de inversión	71.842	72.306	77.062	79.489	79.313
Plusvalía	2.034.454	2.118.226	2.085.908	2.309.739	2.401.036
Otros activos intangibles	1.163.671	1.181.350	1.167.536	1.248.973	1.304.821
Activo por impuesto diferido	356.994	415.072	379.753	654.496	661.679
Otros activos no corrientes	48.661	100.352	72.471	80.436	84.235
Total, Activo No Corriente	11.139.779	11.623.900	10.702.648	12.382.279	10.994.188
TOTAL ACTIVOS	13.699.554	14.309.477	13.523.697	15.645.241	14.859.993
PASIVO					
Pasivo corriente					
Obligaciones financieras	847.689	557.133	522.302	527.196	515.558
Pasivos por derecho de uso	0	0	0	147.242	135.442
Proveedores y cuentas por pagar	888.840	993.241	1.094.960	1.235.133	1.268.591
Impuesto sobre la renta e impuestos por pagar	163.362	207.776	228.841	214.542	331.466
Pasivo por beneficios a empleados	161.592	172.730	165.833	191.864	185.454
Provisiones corrientes	2.734	9.820	4.118	1.948	3.475
Otros pasivos	49.746	14.261	26.676	29.912	69.469
Total pasivo corriente	2.113.963	1.954.961	2.042.730	2.347.837	2.509.455
Pasivo No Corriente					
Obligaciones Financieras	2.277.429	2.474.077	2.265.743	2.680.014	3.024.078
Pasivos por derechos de uso	0	0	0	745.313	750.270
Proveedores y cuentas por pagar No Corriente	158	158	158	158	158
Pasivo por beneficios a empleados	216.744	226.574	175.036	189.295	187.612
Pasivo por impuesto diferido	705.700	702.967	704.763	984.035	979.310
Provisiones no corrientes	0	0	0	13.238	13.230

(CONTINUACIÓN TABLA N°5)					
	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Otros pasivos	600	559	536	487	0
Total Pasivo No Corriente	3.200.631	3.404.335	3.146.236	4.612.540	4.954.658
TOTAL PASIVO	5.314.594	5.359.296	5.188.966	6.960.377	7.464.113
PATRIMONIO					
Capital emitido	2.301	2.301	2.301	2.301	2.301
Prima en emisión de capital	546.832	546.832	546.832	546.832	546.832
Reservas y utilidades acumuladas	3.655.280	3.396.462	3.552.827	3.802.402	4.006.730
Otro resultado integral acumulado	3.746.572	4.541.854	3.683.175	3.770.027	2.454.548
Utilidad del periodo	395.734	420.207	505.308	506.388	328.773
Patrimonio atribuible a las participaciones controladoras	8.346.719	8.907.656	8.290.443	8.627.950	7.339.184
Participaciones no controladoras	38.241	42.525	44.288	56.914	56.696
TOTAL PATRIMONIO	8.384.960	8.950.181	8.334.731	8.684.864	7.395.880
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	13.699.554	14.309.477	13.523.697	15.645.241	14.859.993

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

TABLA N°6: ESTADO SITUACION FINANCIERA CONSOLIDADO GRUPO NUTRESA S.A. DEL 31 DIC 2016 AL 30 JUNIO 2020 (EN PORCENTAJES)

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
ACTIVO					
Activo Corriente					
Efectivo y equivalentes de efectivo	1,60%	3,04%	2,57%	3,18%	5,00%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar neto	6,49%	6,69%	7,55%	7,45%	8,13%
Inventarios	7,51%	6,87%	8,21%	7,98%	9,91%
Activos biológicos	0,55%	0,57%	0,70%	0,62%	0,68%
otros activos corrientes	1,80%	1,55%	1,79%	1,61%	2,28%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,73%	0,05%	0,05%	0,02%	0,02%
Total Activo Corriente	18,69%	18,77%	20,86%	20,86%	26,01%
Activo No Corriente					
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	0,17%	0,19%	0,21%	0,16%	0,17%
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	1,20%	1,26%	1,43%	1,24%	1,31%
Otros activos financieros no corrientes	28,36%	28,89%	24,57%	22,45%	13,10%
Propiedades, planta y equipo, neto	24,75%	23,73%	24,97%	21,73%	23,16%
Activos por derechos de uso	0,00%	0,00%	0,00%	5,62%	5,75%
Propiedades de inversión	0,52%	0,51%	0,57%	0,51%	0,53%
Plusvalía	14,85%	14,80%	15,42%	14,76%	16,16%
Otros activos intangibles	8,49%	8,26%	8,63%	7,98%	8,78%
Activo por impuesto diferido	2,61%	2,90%	2,81%	4,18%	4,45%

(CONTINUACIÓN TABLA N°6)					
	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Otros activos no corrientes	0,36%	0,70%	0,54%	0,51%	0,57%
Total Activo No Corriente	81,31%	81,23%	79,14%	79,14%	73,99%
TOTAL ACTIVOS	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
PASIVO					
Pasivo corriente					
Obligaciones financieras	6,19%	3,89%	3,86%	3,37%	3,47%
Pasivos por derecho de uso	0,00%	0,00%	0,00%	0,94%	0,91%
Proveedores y cuentas por pagar	6,49%	6,94%	8,10%	7,89%	8,54%
Impuesto sobre la renta e impuestos por pagar	1,19%	1,45%	1,69%	1,37%	2,23%
Pasivo por beneficios a empleados	1,18%	1,21%	1,23%	1,23%	1,25%
Provisiones corrientes	0,02%	0,07%	0,03%	0,01%	0,02%
Otros pasivos	0,36%	0,10%	0,20%	0,19%	0,47%
Total pasivo corriente	15,43%	13,66%	15,10%	15,01%	16,89%
Pasivo No Corriente					
Obligaciones Financieras	16,62%	17,29%	16,75%	17,13%	20,35%
Pasivos por derechos de uso	0,00%	0,00%	0,00%	4,76%	5,05%
Proveedores y cuentas por pagar No Corriente	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pasivo por beneficios a empleados	1,58%	1,58%	1,29%	1,21%	1,26%
Pasivo por impuesto diferido	5,15%	4,91%	5,21%	6,29%	6,59%
Provisiones no corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	0,08%	0,09%
Otros pasivos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Total Pasivo No Corriente	23,36%	23,79%	23,26%	29,48%	33,34%
TOTAL PASIVO	38,79%	37,45%	38,37%	44,49%	50,23%
PATRIMONIO					
Capital emitido	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%	0,02%
Prima en emisión de capital	3,99%	3,82%	4,04%	3,50%	3,68%
Reservas y utilidades acumuladas	26,68%	23,74%	26,27%	24,30%	26,96%
Otro resultado integral acumulado	27,35%	31,74%	27,23%	24,10%	16,52%
Utilidad del periodo	2,89%	2,94%	3,74%	3,24%	2,21%
Patrimonio atribuible a las participaciones controladoras	60,93%	62,25%	61,30%	55,15%	49,39%
Participaciones no controladoras	0,28%	0,30%	0,33%	0,36%	0,38%
TOTAL PATRIMONIO	61,21%	62,55%	61,63%	55,51%	49,77%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

En relación a su estado de situación financiera, podemos decir que sus principales activos son No corrientes equivalentes a un 74% del total de activos de Nutresa, y dentro de estos, destaca la cuenta de “Propiedades, planta y equipos netos”, oscilando de manera estable desde diciembre del 2016 a junio del 2020, entre el 20 y el 25% del total de activos de la compañía.

Al ser una empresa productora de alimentos, podemos afirmar que los principales ingresos son gracias a sus activos fijos como inversión en plantas de producción, terrenos, maquinarias y equipos que permiten su operación principal. Además, por el tipo de giro del negocio, esto sustenta que el crecimiento está enfocado en la producción y en la diversificación de producto.

Otro punto importante, es mencionar que sus activos se financian en su mayoría con Patrimonio desde el 2016, pero luego vemos que desde el 2017 al 2020, se comienzan a equiparar Pasivo y Patrimonio, lo que hace pensar que la empresa ha decidido aumentar su deuda con terceros progresivamente.

3.2. Estado de resultados

TABLA N°7: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES CONSOLIDADOS GRUPO NUTRESA S.A. DEL 31 DIC 2016 AL 30 JUNIO 2020 (EN MILLONES DE COP).

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Operaciones Continuas					
Ingresos operacionales provenientes de contratos con clientes	8.676.640	8.695.604	9.016.066	9.958.851	5.324.782
Costo de ventas	-4.966.031	-4.855.635	-4.969.218	-5.565.300	-3.068.367
Utilidad bruta	3.710.609	3.839.969	4.046.848	4.393.551	2.256.415
Gastos de administración	-401.100	-399.846	-406.057	-467.302	-238.385

(CONTINUACIÓN TABLA N°7)					
	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Gastos de venta	-2.156.774	-2.283.874	-2.374.599	-2.436.469	-1.177.877
Gastos de producción	-147.694	-139.088	-146.966	-162.851	-89.479
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	1.763	1.909	-3.606	17.795	4.149
Otros ingresos netos operacionales	22.149	25.109	10.802	2.505	-8.501
EBITDA	1.028.953	1.044.179	1.126.422	1.347.229	746.322
Gastos por Depreciación y Amortización	-213.982	-269.654	-277.126	-387.608	-209.478
Utilidad Operativa (EBIT)	814.971	774.525	849.296	959.621	536.844
Ingresos Financieros	10.982	13.941	15.457	22.294	9.702
Gastos financieros	-324.637	-307.548	-247.304	-302.303	-155.031
Dividendos	50.545	54.386	58.851	61.516	68.694
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	-8.642	-21.401	23.113	-4.460	-121
Perdida por la posición monetaria neta	-32.946	0	0	0	0
Participación en asociadas y negocios conjuntos	6.103	5.994	-400	-2.268	-5.768
Otros ingresos, netos	28.492	3.290	5.202	714	0
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	544.868	523.187	704.215	735.114	454.320
Impuesto sobre la renta corriente	-172.866	-144.956	-164.423	-207.877	-143.102
Impuesto sobre la renta diferido	29.533	47.179	-24.901	2.656	20.339
Utilidad del periodo de operaciones continuadas	401.535	425.410	514.891	529.893	331.557
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	-1.844	-1.070	-6.135	-16.452	-264
Utilidad Neta del período	399.691	424.340	508.756	513.441	331.293

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

TABLA N°8: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES CONSOLIDADOS GRUPO NUTRESA S.A. DEL 31 DIC 2016 AL 30 JUNIO 2020 (EN PORCENTAJES)

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Operaciones Continuas					
Ingresos operacionales provenientes de contratos con clientes	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	-57,23%	-55,84%	-55,12%	-55,88%	-57,62%
Utilidad bruta	42,77%	44,16%	44,88%	44,12%	42,38%
Gastos de administración	-4,62%	-4,60%	-4,50%	-4,69%	-4,48%
Gastos de venta	-24,86%	-26,26%	-26,34%	-24,47%	-22,12%
Gastos de producción	-1,70%	-1,60%	-1,63%	-1,64%	-1,68%
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	0,02%	0,02%	-0,04%	0,18%	0,08%
Otros ingresos netos operacionales	0,26%	0,29%	0,12%	0,03%	-0,16%
EBITDA	11,86%	12,01%	12,49%	13,53%	14,02%
Gastos por Depreciación y Amortización	-2,47%	-3,10%	-3,07%	-3,89%	-3,93%
Utilidad Operativa (EBIT)	9,39%	8,91%	9,42%	9,64%	10,08%
Ingresos Financieros	0,13%	0,16%	0,17%	0,22%	0,18%
Gastos financieros	-3,74%	-3,54%	-2,74%	-3,04%	-2,91%
Dividendos	0,58%	0,63%	0,65%	0,62%	1,29%
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	-0,10%	-0,25%	0,26%	-0,04%	0,00%
Perdida por la posición monetaria neta	-0,38%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Participación en asociadas y negocios conjuntos	0,07%	0,07%	0,00%	-0,02%	-0,11%
Otros ingresos, netos	0,33%	0,04%	0,06%	0,01%	0,00%
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	6,28%	6,02%	7,81%	7,38%	8,53%
Impuesto sobre la renta corriente	-1,99%	-1,67%	-1,82%	-2,09%	-2,69%
Impuesto sobre la renta diferido	0,34%	0,54%	-0,28%	0,03%	0,38%
Utilidad del periodo de operaciones continuadas	4,63%	4,89%	5,71%	5,32%	6,23%
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	-0,02%	-0,01%	-0,07%	-0,17%	0,00%
Utilidad Neta del período	4,61%	4,88%	5,64%	5,16%	6,22%

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

Dentro del Estado de Resultados Consolidado, una de los aspectos fundamentales es entender la estructura de costos de venta de la empresa. Esta se compone de la siguiente manera.

TABLA N°9: ESTRUCTURA DE COSTOS (EN MILLONES DE COP)

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Consumo de Inventario y otros costos	3.656.981	3.487.573	3.548.118	4.057.615	2.281.292
Beneficios de empleados	1.424.129	1.498.830	1.534.349	1.670.909	887.922
Otros servicios	680.388	694.323	745.846	879.586	419.275
Otros gastos	466.716	458.008	508.523	540.197	265.870
Servicios de transporte	302.263	311.528	336.391	381.463	203.157
Servicios de maquila	178.551	193.452	196.627	210.726	110.216
Servicios temporales	193.367	211.346	209.861	181.229	83.382
Energía y gas	134.538	140.653	148.255	164.672	86.293
Material publicitario	120.825	135.380	120.552	132.600	53.973
Mantenimiento	108.698	110.851	116.494	119.671	51.348
Honorarios	94.873	98.802	77.020	94.903	39.570
Impuesto diferente a Imp. a la renta	70.590	74.415	79.343	77.720	36.990
Arrendamientos	196.591	216.297	223.598	60.520	22.088
Seguros	32.800	33.318	35.604	41.094	20.896
Deterioro de Activos	10.289	13.667	16.259	19.017	11.836

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

TABLA N°10: ESTRUCTURA DE COSTOS (DEPRECIACION Y AMORTIZACIONES)
(EN MILLONES DE COP)

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Depreciación y amortización	228.092	268.000	276.472	274.951	143.104
Depreciaciones por derecho de uso	0	0	0	118.523	61.914
Diferencia en cambio no real de activos y pasivos operativos.	-14.110	1.654	654	-5.866	4.460

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

Al ser una empresa dedicada a la producción y fabricación de alimentos, podemos verificar en tabla N°9 que los dos costos más relevantes son: Consumo de Inventario y otros costos representando un 50% del total; beneficios de empleados con un 19% del total.

Observando ahora el comportamiento del margen bruto en tabla N°8, podemos destacar que se mantiene estable a través de los años para este análisis, moviéndose entre un 42 a un 45%, con cierta tendencia al alza para el 2018 pero baja a junio del 2020 alrededor de un 2,5%.

Luego, si vamos al EBIT, podemos ver que la tendencia anterior cambia, ya que es creciente, pero de manera muy moderada, a partir del 2017 hasta junio del 2020. Si vamos a examinar la razón, podemos destacar la baja del Gasto por Ventas que ha logrado la compañía de manera sostenida desde el año 2018 al 2020, lo que ha llevado a mejorar el margen EBIT a pesar de que el Margen Bruto baja a junio 2020.

3.3. Estado de flujos de efectivo

TABLA N°11: ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO CONSOLIDADO GRUPO NUTRESA S.A. DEL 31 DIC 2016 AL 30 JUNIO 2020 (EN MILLONES DE COP)

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Flujos de efectivo de actividades de operación					
Cobros procedentes de las ventas de bienes y servicios	8.630.392	8.571.873	8.935.188	9.807.576	5.408.016
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	6.198.605	5.942.715	-6.342.582	-6.868.916	-4.038.964
Pagos a y por cuenta de los empleados	1.429.959	1.519.534	-1.599.418	-1.660.668	-902.943
Impuestos a las ganancias e impuesto a la riqueza pagados	-221.788	-150.378	-112.855	-199.044	-108.873
Otras entradas/salidas de efectivo	27.897	1.957	-37.311	-46.565	16.047
Flujos de efectivo neto procedentes de actividades de operación	807.937	961.203	843.022	1.032.383	373.283
Flujos de efectivo de actividades de inversión					
Efectivos y equivalentes recibido de adquisiciones	0	0	2.649	839	0
Compra/ventas otros instrumentos de patrimonio	0	0	-63.950	-2.425	0
Compra de patrimonio de asociadas y negocios conjuntos	-36.583	-20.717	-12.094	-2.730	-2.293
Compra de propiedades, planta y equipo	-403.062	-244.024	-234.780	-254.495	-95.372

(CONTINUACIÓN TABLA N°11)					
	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Importes Procedentes de la venta de activos productivos	41.004	17.804	28.640	11.576	402
Adquisición de Intangibles y otros activos productivos	-8.108	-13.771	-18.181	-37.918	-12.738
Inversión neta en activos mantenidos para la venta	0	99.605	54	0	0
Dividendos recibidos	49.661	61.928	50.538	61.284	31.769
Intereses recibidos	7.221	10.163	11.101	11.270	7.168
Pagos a terceros para obtener el control de subsidiarias	0	0	-3.221	-423.507	-8.379
Disminución de efectivo y equivalentes por clasificación de inversión en subsidiarias o instrumentos financieros	-3.179	0	0	0	0
Otras (salidas) entradas de efectivo	28.751	2.041	30	-117	3
Flujos de efectivo netos usados en actividades de inversión	-324.295	-86.971	-239.214	-636.223	-79.440
Flujos de efectivo de actividades de financiación					
Importes procedentes de (usados en) préstamos	25.391	-119.218	-223.643	407.278	268.462
Dividendos pagados	-224.805	-243.051	-247.668	-279.660	-147.823
Intereses pagados	-276.981	-259.085	-198.915	-179.349	-94.498
Arrendamientos pagados	0	0	0	-151.099	-77.438
Comisiones y otros gastos financieros	-32.409	-34.156	-34.377	-37.590	-17.736
Otras entradas de efectivo	15.729	-6.791	9.165	5.752	-2.488
Flujos de efectivo neto usados en actividades de financiación	-493.075	-662.301	-695.438	-234.668	-71.521
Aumento (disminución) de efectivo y equivalente al efectivo por operaciones	-9.433	211.931	-91.630	161.492	222.322
Flujo de efectivo de operaciones discontinuadas	0	-916	-1.087	-8.776	188
Efecto de la variación en la tasa de cambio sobre el disponible	-57.309	5.306	4.594	-2.289	22.988
Aumento (disminución) neta de efectivo y equivalente al efectivo	-66.742	216.321	-88.123	150.427	245.498
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del período	286.064	219.322	435.643	347.520	497.947
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del período	219.322	435.643	347.520	497.947	743.445

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

Con respecto al Estado de Flujo de Efectivo Consolidado de Grupo Nutresa S.A., en tabla N°11, este presenta una estable evolución desde el 2016 al 2019, pareciendo tener una situación óptima apuntando a alcanzar en Efectivos y equivalentes de efectivo al final del periodo, en torno a COP\$ MM 450.000. Solamente podemos notar que el saldo al final del período 2016, es el menor de los 5 años, dado un incremento en el flujo de inversión y además el flujo de efectivo actividades de operación es bajo en relación a los otros años.

Para las actividades de operación, se percibe una buena evolución en términos de ingreso de efectivo por concepto de ventas de bienes y servicio, en el transcurso del tiempo evaluado. La empresa ha logrado recibir más efectivo, por este concepto y a la vez, ha tenido que pagar a proveedores, menos de lo acumulado por concepto de ventas. Esto habla bien del control en los ciclos de pagos y de liquidez de la empresa.

Ahora, al analizar los flujos de efectivo por actividades de inversión, existe cierta variabilidad en el neto de los flujos a través de los años, donde la mayor variabilidad se presenta en dos ocasiones. En el año 2016, por una mayor compra de propiedades planta y equipos, y también en el año 2019, debido a un aumento en el pago a tercero, por obtener el control de las subsidiarias.

Para los flujos de efectivo de las actividades de financiación, se aprecia un decrecimiento en los egresos desde el 2016 al 2020. Esto nos lleva a pensar que, dado que la empresa debe enfocarse en invertir en activo fijo para aumentar su valor y generar mayores utilidades, lo estaría haciendo mayormente ahora con pasivos que con su patrimonio.

3.4. Ratios financieros

TABLA N°12: RATIOS FINANCIEROS DE LIQUIDEZ GRUPO NUTRESA S.A.

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Razón Corriente	1,21	1,37	1,38	1,39	1,54
Razón Acida	0,72	0,87	0,84	0,86	0,95

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

3.4.1 Razones de Liquidez

a) Razón Corriente (En veces)

Este indicador (tabla N°12) nos muestra que sus activos corrientes son mayores que sus pasivos corrientes, por lo que nos hace pensar que la empresa se encuentra en una buena posición de cubrir sus obligaciones con terceros de corto plazo. En todos los años, podemos ver que la razón es bastante estable y se comporta de forma creciente.

b) Test Acido (En veces)

Este indicador (tabla N°12) exige un poco más a la evaluación de liquidez de la empresa, restando de los activos corrientes, los inventarios, y definitivamente ahora la situación cambia. Se ve que, al descontar los inventarios, ahora la empresa se encuentra en una posición más ajustada para atender y cubrir de buena manera a sus pasivos de corto plazo. Al ser una empresa de producción, deben tener que enfocar sus esfuerzos para una buena rotación de sus inventarios, de lo contrario esto puede afectar la liquidez de la compañía. De todas maneras, la prueba acida, se mantiene cercana a uno durante todos los años, y bastante controlada.

3.4.2 Razones de Endeudamiento

TABLA N°13: RATIOS DE ENDEUDAMIENTO DE GRUPO NUTRESA S.A.

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Deuda Total / Patrimonio	0,63	0,60	0,62	0,80	1,01
Deuda Total / EBITDA	5,17	5,13	4,61	5,17	10,00
Deuda Total / Activos	38,79%	37,45%	38,37%	44,49%	50,23%
TIE	2,60	2,64	3,66	3,43	3,69

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

a) Razón Deuda Total a Patrimonio: (En veces)

Este indicador (ver tabla N°13) nos da una señal que Grupo Nutresa S.A. está evolucionando desde el 2016 al 2020, en el financiamiento de sus activos, donde el 2016 financiaba alrededor de Patrimonio 60% / Pasivo 40%, y ahora con una situación apuntando a 50% Patrimonio / 50% Pasivo.

b) Deuda Total / EBITDA: (En veces)

La compañía venía en una situación estable en la relación deuda y EBITDA, sin embargo, este indicador (ver tabla N°13) se duplica para el año 2020. La situación es bastante abrupta si pensamos que ahora la empresa ha decidido cambiar su política de endeudamiento, sin la mejora en sus resultados, pero por lo que se prevé hoy, la crisis económica en el 2020, seguramente ha tenido forzado a la empresa a llevar a cabo este mayor endeudamiento, sobre todo para evitar problema de insolvencia.

c) Deuda Total / Activos (%)

Esta ratio (ver tabla N°13), al igual que el anterior, nos muestra que, en el 2020, la empresa posee un endeudamiento mayor al 2020, saliendo de una estabilidad de su

nivel de deuda, en los cuatro años anteriores, pero esta vez desde el punto de vista del total de activos.

d) Razón Cobertura de Intereses (TIE): (En veces)

La razón de cobertura de intereses (ver tabla N°13), nos indica cuantas veces puedo cubrir mis gastos financieros con las utilidades antes de impuestos (EBIT). Para este caso, la compañía se encuentra en un buen nivel para afrontar sus obligaciones financieras, por lo tanto, no debiese tener problemas de acceso a aumento de crédito.

3.4.3 Razones de Rentabilidad

TABLA N°14: RAZONES DE RENTABILIDAD DE GRUPO NUTRESA S.A.

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
ROA	5,95%	5,41%	6,28%	6,13%	3,61%
ROE	4,77%	4,74%	6,10%	5,91%	4,48%
Margen EBITDA	11,86%	12,01%	12,49%	13,53%	14,02%
Margen EBIT	9,39%	8,91%	9,42%	9,64%	10,08%
Margen Neto	4,61%	4,88%	5,64%	5,16%	6,22%

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

a) ROA (%)

Retorno sobre los activos (ver en tabla N°14), nos señala una regularidad existente de los rendimientos sobre los activos apuntando al 6%. Sin embargo, al 30 de junio 2020, este porcentaje se ve que ha disminuido, pero debido a que se está considerando solamente la mitad del año 2020 para el EBIT obtenido, por lo tanto, no entra en el análisis.

b) ROE (%)

Retorno sobre el patrimonio (ver en tabla N°14), al igual que en el caso anterior, debemos considerar en este análisis desde el año 2016 al año 2019, los que tienen la misma base de medición (un año) para los resultados. En ese sentido, el indicador nos señala que hay regularidad en sus resultados netos y también que hubo un salto en términos de mayor rentabilidad neta desde el 2017 al 2018 con aproximadamente un 2% más de rentabilidad y luego al 2019 se aprecia una nueva estabilidad de un 6% de rentabilidad neta sobre el patrimonio.

c) Margen EBITDA (%):

Es importante señalar primero que, en los tres siguientes indicadores, si podemos considerar todos los años, dado que hay se miden en similar base. EBITDA sobre los Ingresos por Venta (ver en tabla N°14), nos muestra una pequeña creciente alza a través de los años, por lo que, al no considerar la depreciación ni amortizaciones, nuestro resultado se ve que está mejorando a través del tiempo desde un 12% el 2016 a un 14% en el 2020.

d) Margen EBIT (%):

EBIT sobre las ventas del período (ver en Tabla N°14). Acá de igual forma vemos un leve crecimiento de este indicador a través de los años, en el 2016 (9,39%) y al 30 junio 2020 (10,08%), pero esta vez, menos acentuado que en el Margen EBITDA. Esto nos hace suponer un mayor gasto por depreciación y amortización a medida que va avanzando el tiempo.

e) Margen Neto (%):

Utilidad neta sobre las ventas del período (ver en tabla N°14). Un resultado estable con poco crecimiento y no muy rentable. Esto nos habla que la industria de alimentos percibe un retorno no muy atractivo debido a los altos costos de producción y gastos y adicionalmente a una fuerte competencia en la industria.

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1. Deuda financiera

Como veníamos observando gracias a las ratios anteriormente explicados, la deuda financiera de la empresa (ver tabla N°15), ha aumentado a través del tiempo en Grupo Nutresa S.A. Esta se compone de tres principales modalidades de obtención de deuda que genera intereses o gastos financieros. Préstamos, bonos y arrendamientos. El componente mayormente empleado por la empresa para adquirir deuda financiera, son préstamos. Todos los años, los préstamos representan alrededor de un 90% de la deuda financiera total de la empresa adquirida.

TABLA N°15: DEUDA FINANCIERA DE GRUPO NUTRESA S.A. (en MCOP)

(B)	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Préstamos	2.731.152	2.636.499	2.503.609	3.061.465	3.394.456
Bonos	379.094	381.453	272.255	135.585	135.543
Arrendamientos	14.872	13.258	12.181	10.160	9.637
TOTAL	3.125.118	3.031.210	2.788.045	3.207.210	3.539.636

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

4.1.1 Bonos

En agosto de 2009 se realizó en Colombia una emisión de bonos corporativos a través del Fideicomiso Grupo Nutresa, administrado por Alianza Fiduciaria S. A., la emisión se realizó por \$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 tramo. (Ver tabla N°16):

TABLA N°16: RESUMEN BONO VIGENTE GRUPO NUTRESA S.A.

Antecedentes	Bono
Bono	Colombia C12
Nemotécnico	BFCH19C12
Fecha de emisión	20-08-2019
Valor Nominal (VN o D)	135.543.000.000
Moneda	COP
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	20-08-2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	IPC + 5,75%
Periodicidad	Trimestre Vencido
Número de Pagos (N)	48
Período de gracia	No
Motivo de la emisión	Refinanciar Capital de Trabajo
Clasificación de Riesgo	AAA - Duff & Phelps Colombia
Tasa de Colocación o de Mercado el día de la emisión Kb	Sin Información
Valor de Mercado	Sin Información

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

4.2. Patrimonio Económico

TABLA N°17: PATRIMONIO ECONÓMICO DE GRUPO NUTRESA S.A.

(P)	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Nº de acciones en Circulación (M)	460	460	460	460	460
Precio de Cierre (COP)	\$24.900	\$27.820	\$23.500	\$25.400	\$20.900
Patrimonio Económico (MCOP)	\$11.457.074	\$12.800.635	\$10.812.901	\$11.687.136	\$9.616.580

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

Grupo Nutresa S.A. mantiene desde el 2016 a la fecha, el mismo número de acciones en circulación (Ver tabla N°17). Con respecto al precio de la acción de la empresa, se aprecia un comportamiento oscilante donde el año 2012 llega a un máximo de COP\$27.820 y al año siguiente baja a COP\$23.500, para luego volver a subir a COP\$25.400 y al 30 junio 2020, bajar fuertemente a los COP\$20.900.

Cabe señalar nuevamente que los resultados para el año 2020, pueden verse afectados fuertemente por la crisis económica mundial del COVID, por lo que esto, puede provocar cierta distorsión a la hora de estimar el Patrimonio económico real de la empresa.

4.3. Valor económico de la empresa

Una vez obtenido la deuda financiera (B) y el Patrimonio Económico (P), podemos obtener el Valor Económico de la compañía, sumando P + B.

TABLA N°18: VALOR ECONÓMICO DE GRUPO NUTRESA S.A. (en MCOP)

(V)	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
P + B	\$14.582.192	\$15.831.845	\$13.600.946	\$14.894.346	\$13.156.216

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

4.4. Estructura de capital objetivo

TABLA N°19: ESTRUCTURA DE CAPITAL HISTÓRICA DE GRUPO NUTRESA S.A.

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
B/V	21,43%	19,15%	20,50%	21,53%	26,90%
P/V	78,57%	80,85%	79,50%	78,47%	73,10%
B/P	27,28%	23,68%	25,78%	27,44%	36,81%

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

Una vez obtenidos la Deuda Financiera (B), el Patrimonio Económico (P), y el Valor Económico de la compañía (V), entonces podemos apreciar cual ha sido su estructura de capital (B/P) desde el año 2016 al 30 de junio del 2020.

La evolución de la estructura de capital desde el 2016 al 2019 ha sido bastante estable en torno al 26%, sin embargo, vemos que, a junio del 2020, su estructura cambia debido

a la mayor deuda adquirida como hemos concluido de los análisis anteriores, muy probablemente para cuidar problemas de Liquidez dentro de un año de crisis mundial.

Con respecto a la estructura de capital histórica, tomaremos el promedio de los últimos tres años (2018 a junio 2020) dado que recoge la versión de Nutresa en tiempos de mayor Deuda (2020), Crecimiento (2019), y posterior a la desinversión (2018), luego de terminar los negocios en 2017 en Venezuela.

Estructura de Capital Histórica $\left(\frac{B}{P}\right)$: 30,01

TABLA 20: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO DE GRUPO NUTRESA S.A.

	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Promedio 2016 - 2020	Promedio 2016 - 2019
B/V	21,90%	21,43%	26,90%	19,15%	21,90%	20,65%
P/V	78,10%	78,57%	80,85%	73,10%	78,10%	79,35%
B/P	28,20%	27,28%	36,81%	23,68%	28,20%	26,05%

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

Entonces, sería prudente para este análisis, no considerar el año a junio del 2020, y si tomar el promedio desde el 2016 al 2018, donde podemos sacar una media, dentro de un grupo con menos desviaciones y más cercano a la realidad de la empresa en un ambiente de normalidad económica. Por lo tanto, y como podemos ver en la tabla N°20, la estructura de capital seleccionada para esta evaluación B/P como la más representativa, es de 26,05% para Grupo Nutresa S.A.

Estructura de Capital Objetivo $\left(\frac{B}{P}^*\right)$: 26,05

5. ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para conocer el Costo de Capital de Grupo Nutresa S.A., debemos comenzar por estimar primero el Beta Patrimonial mediante el modelo de mercado. En esta ocasión obtendremos los precios semanales de la acción de la empresa (Nemotécnico: NUTRESA) cotizado en la Bolsa de Valores de Colombia *BVC, desde el 01 de julio del 2015 al 30 de junio del 2020. El precio tomado será el del día viernes o último día hábil de cada semana.

También se consideran para este análisis, los precios semanales del índice de mercado que se denomina *COLCAP, desde el 01 de julio del 2015 al 30 de junio del 2020. El precio tomado de igual manera que antes, será el del día viernes o último día hábil de cada semana.

Una vez obtenido el precio de la acción y del índice de mercado de acuerdo a lo explicado anteriormente, entonces, se calculan los retornos semanales para ambos.

El corte de tiempo que usaremos para los retornos semanales será de dos años (aproximadamente 104 retornos). Los cortes serán “jun-2017” (01 julio 2015 al 30 de junio del 2017), “jun-2018” (01 de julio del 2016 al 30 de junio del 2018), “jun-2019” (01 de julio del 2017 al 30 de junio 2019), “jun-2020” (01 de julio del 2018 al 30 de junio 2020).

Una vez definido lo anterior, entonces estamos en condiciones de estimar el beta de la acción de NUTRESA, a través del modelo de mercado:

$$R_{t,i} = \alpha + \beta \cdot R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

donde, $R_{t,i}$ es el retorno del precio de la acción i en el periodo t , α es la intersección o el retorno de la acción cuando el retorno del índice de mercado es cero, $R_{t,m}$ es el retorno del índice de mercado en el periodo t , β es la pendiente o la sensibilidad del retorno de la acción con respecto al retorno del índice de mercado y $\varepsilon_{t,i}$ es el error del modelo.

A continuación, en la tabla N°21, ilustramos los resultados obtenidos con el modelo de mercado:

Tabla N°21: OUTPUT MODELO DE MERCADO

	30-jun-17	30-jun-18	30-jun-19	30-jun-20
Beta de la acción	0,664	0,433	0,559	0,271
P-Value	0,000	0,000	0,000	0,000
Nª Observaciones	105	104	104	105
R2	36,8%	17,9%	23,0%	18,5%
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia y Boletín Accionistas Nutresa 2T (2017 – 2020)

Con respecto al beta obtenido para los distintos períodos, vemos una cierta cercanía en los períodos junio 2017 y junio 2019, con una baja del beta de la acción en junio 2018 y más acentuada la disminución del beta a Junio 2020.

Llama la atención el bajo beta de la acción en el período de junio 2020. Esto se explica principalmente debido a que en las fechas de la llegada de la pandemia COVID19 a América del Sur durante abril 2020, el índice COLCAP experimenta una baja considerable el día viernes 13 de marzo 2020, de un -24%, siendo este el mínimo del período, y la acción de Nutresa se deja de transar desde el día lunes 16 de marzo al jueves 16 de abril, descolgándose del índice de Mercado. Esto genera una alteración del beta de la acción lo que al aislar este efecto representado por el nuevo período 30-junio-

2020 (B), el resultado es el siguiente en la tabla N°22:

Tabla N°22: OUTPUT MODELO DE MERCADO (sin efecto pandemia)

	30-Jun-17	30-Jun-18	30-Jun-19	30-Jun-20(B)
Beta de la acción	0,664	0,433	0,559	0,544
P-Value	0,000	0,000	0,000	0,000
Nª Observaciones	105	104	104	100
R2	36,8%	17,9%	23,0%	37,2%
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia y Boletín Accionistas Nutresa 2T (2017 – 2020).

Por lo tanto, podemos ver que el beta de la acción vuelve a su nivel del período anterior, lo que nos da una señal de que estamos frente a un valor comparativamente estable por lo que usaremos 0,544 como el beta patrimonial de Nutresa.

Con respecto a la significancia del estimador, en todos los casos el modelo arroja un P-Value < 0,05 lo que nos indica que todos los estimadores son estadísticamente significativos. También vemos similar número de observaciones para cada período de tiempo de 104 a 105 observaciones - excepto a la corrección de 100 observaciones para el período corregido Jun-20(B) que a pesar de ser menos datos, esto no perjudica al estimador en términos estadísticos - , y el R^2 que indica el ajuste del modelo a los datos de la muestra, que si bien no es un valor alto, nos quedaremos con el beta de Nutresa que tiene el mejor ajuste con un R^2 de 37,2% y que además es estadísticamente significativo, por lo que nos indica que sí existe una relación entre los retornos del índice de mercado y los retornos del precio de la acción de la empresa.

Finalmente se indica una alta presencia bursátil para cada cierre en todos los períodos, lo que nos señala que la acción se transa en el mercado de manera diaria y por lo tanto

no hay problema de liquidez.

Tasa libre de Riesgo (R_f): Usaremos para este análisis, la Yield de los Bonos de Tesorería Colombiano TES para 10 años con fecha 30 junio 2020. Las Tasas de los TES (a 1, 5 y 10 años) son extraídas de la curva cero-cupón de los títulos de deuda pública, denominados en monedas en pesos colombianos COP y que calcula el Banco de la República.

Tabla N°23: TASA LIBRE DE RIESGO EN TERMINOS NOMINALES.

R_f (nominal)	6,65%
-----------------	-------

Fuente: Banco de la Republica de Colombia - <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tes>

Por otro lado, el premio por riesgo de mercado PRM, es obtenido desde *Damodarán - Julio 2020. (ver tabla N°24)

Tabla N°24: PREMIO POR RIESGO

PRM	8,03%
-----	-------

Fuente: Country Risk Premium (CRP) and Equity Risk Premium (ERP) by Country with default spreads – July 2020) – The 2020 Edition. A. Damodarán.

5.1. Costo de la Deuda

Tabla N°25: GASTO Y DEUDA FINANCIERA - POR PERIODO (en MCOP)

	2016	2017	2018	2019	30-Jun-20
Gasto Financiero (GF)	\$313.655	\$293.607	\$231.847	\$280.009	\$145.329
Deuda Financiera (B)	\$3.125.118	\$3.031.210	\$2.788.045	\$3.207.210	\$3.539.636
GF/B (Kb)	10,04%	9,69%	8,32%	8,73%	4,11%

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros (2016 – 2T2020).

Dada la mayor deuda contraída en el 2020, pero resguardando principalmente el problema de caja (transitorio) y, además, la baja deuda en bonos de largo plazo de la empresa y clasificación de riesgo AAA (bajo riesgo) de Nutresa, tomaremos como costo de la deuda, la razón GF/B promedio de los períodos entre 2017 y 2019. $K_b = 8,91\%$

5.2. Beta de la Deuda

Ahora, una vez conocido los datos anteriores, pasamos a obtener el beta de la deuda β_d de Nutresa

$$K_b = R_f + \beta_d \cdot PRM$$

Donde: K_b es el costo de la deuda, R_f es la tasa libre de riesgo, β_d es el beta de la deuda, y PRM es el premio por riesgo de mercado.

Reemplazando:

$$8,91\% = 6,65\% + \beta_d \cdot 8,03\%$$

$$\beta_d = 0,281$$

5.3. Estimación del Beta Patrimonial

En la estimación del Beta patrimonial, luego del análisis de regresión realizado para los distintos períodos de la acción de Nutresa, vemos un beta que se mueve de maneras estable, antes del período jun-2020 (esto debido principalmente a la crisis económica debido al COVID19) por lo que, al aislar este efecto, volvemos al rango de los años anteriores

Finalmente, al aislar el factor pandemia (COVID19) debido a la no transacción de la acción en el período 16 marzo – 16 abril del 2020, el Beta Patrimonial con deuda que usaremos es:

$$\beta_p^{c/d} = 0,544$$

5.4. Beta Patrimonial Sin Deuda

Ahora, debemos determinar el Beta Patrimonial sin deuda o debemos desapalancar el beta patrimonial con deuda que ya hemos obtenido, utilizando Rubinstein (1973).

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

Donde: $\beta_p^{c/d}$ es el beta patrimonial con deuda, $\beta_p^{s/d}$ es el beta patrimonial sin deuda, t_c es la tasa de impuesto corporativo histórica, β_d es el beta de la deuda, y $\frac{B}{P}$ es la estructura de capital promedio histórica.

t_c : Tasa de Impuesto Corporativo para Colombia a la fecha de valoración 30 junio 2020:

Tabla N°26: TASA IMPUESTO CORPORATIVO

t_c	32%
-------	-----

Fuente: Nueva Reforma Tributaria 2020 (Ley de Crecimiento), Congreso de Colombia.

En diciembre 2019 el Congreso de la República de Colombia aprobó la nueva reforma tributaria donde esperan bajar gradualmente el impuesto a la renta de 33% en el 2019, a 32% el 2020, 31% el 2021 y 30% el 2022.

Con respecto a la estructura de capital promedio histórica que usaremos para obtener el Beta Patrimonial Sin Deuda de Nutresa, tomaremos el promedio de los últimos tres años (2018 a junio 2020). Ver tabla N°27 y tabla N°28:

Tabla N°27: RATIOS DE ESTRUCTURA DE CAPITAL

	2016	2017	2018	2019	Jun-20
B/V	21%	19%	20%	22%	27%
P/V	79%	81%	80%	78%	73%
B/P	27%	24%	26%	27%	37%

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros (2016 – 2T2020).

Tabla N°28: ESTRUCTURA DE CAPITAL HISTÓRICA

Estructura de Capital Histórica $\left(\frac{B}{P}\right)$	30,01%
--	--------

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros (2016 – 2T2020).

Reemplazando y despejando:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

$$0,544 = \beta_p^{s/d} \cdot [1 + (1 - 32\%) \cdot 30,01\%] - 0,281 \cdot (1 - 32\%) \cdot 30,01\%$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,499$$

5.5. Beta Patrimonial con Estructura de Capital Objetivo ($\frac{B}{P}^*$):

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - (t_c^*)) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - (t_c^*)) \cdot \left(\frac{B}{P} \right)^*$$

Donde: $\beta_p^{c/d}$ el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo, $\beta_p^{s/d}$ es el beta patrimonial sin deuda, (t_c^*) es la tasa de impuesto corporativo de largo plazo⁶, β_d es el beta de la deuda, y $\frac{B}{P}^*$ es la estructura de capital objetivo.

La estructura de capital objetivo será considerada de acuerdo a la información que la empresa da a conocer en sus memorias, los últimos tres años (2017 – 2018 – 2019) y además en su Boletín de Accionistas al 30 de junio del 2020.

⁶ 27,93%; ver detalle Impuesto Largo Plazo en 7.4“Impuesto corporativo proyectado” (Página 95).

Cita - “Para cada inversión se analizan las diferentes fuentes de financiación, internas y externas, buscando un perfil de duración adecuado para la inversión específica y la optimización del costo. **En línea con su perfil de riesgo financiero moderado, la estructura de capital del Grupo apunta a obtener las más altas calificaciones de crédito**”. – Fin de la Cita. *Fuente: Boletín de Accionista al 30 de junio del 2020.*

Dado lo anterior, consideraremos el mensaje que la empresa se esmera por mantener un nivel de riesgo financiero estable, lo que se ve reflejado en los últimos cuatro años (2016 – 2019) entre un 24-27% de estructura de capital.

Sin embargo, como el presente año, con la pandemia, ha obligado a elevar la deuda por razones de asegurar liquidez y continuidad operacional, entonces consideraremos como estructura de capital objetivo, el promedio de los cuatro años (2016 – 2019):

Tabla N°29: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.

Estructura de Capital Objetivo ($\frac{B}{P} *$)	26,05%
--	--------

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros (2016 – 2T2020).

Reemplazando y despejando:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + ((1 - t_c) \cdot \left(\frac{B}{P} * \right)) \right] - \beta_d \cdot (1 - (t_c *)) \cdot \left(\frac{B}{P} * \right)$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,499 \cdot [1 + (1 - 27,93\%) \cdot 26,05\%] - 0,281 \cdot (1 - 27,93\%) \cdot 26,05\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,540$$

5.6. Costo Patrimonial

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$

Donde: K_p es el costo patrimonial, R_f es la tasa libre de riesgo, $\beta_p^{c/d}$ es el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo, y PRM es el premio por riesgo de mercado.

Reemplazando y despejando:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$

$$K_p = 6,65\% + 0,540 \cdot 8,03\%$$

$$K_p = 10,99\%$$

5.7. Costo de Capital

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - (t_c *)) \cdot \frac{B}{V}$$

Donde: K_0 es el costo de capital promedio ponderado, $\frac{P}{V}$ es la razón patrimonio a valor de empresa (en función de la estructura de capital objetivo), K_p es el costo patrimonial, K_b es el costo de la deuda, $(t_c *)$ es la tasa de impuesto corporativo de largo plazo, $\frac{B}{V}$ es la razón de endeudamiento de la empresa (en función de la estructura de capital objetivo).

Reemplazando y despejando:

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - (t_c *)) \cdot \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 10,99\% \cdot \frac{100}{126,05} + 8,91\% \cdot (1 - 27,93\%) \cdot \frac{26,05}{126,05}$$

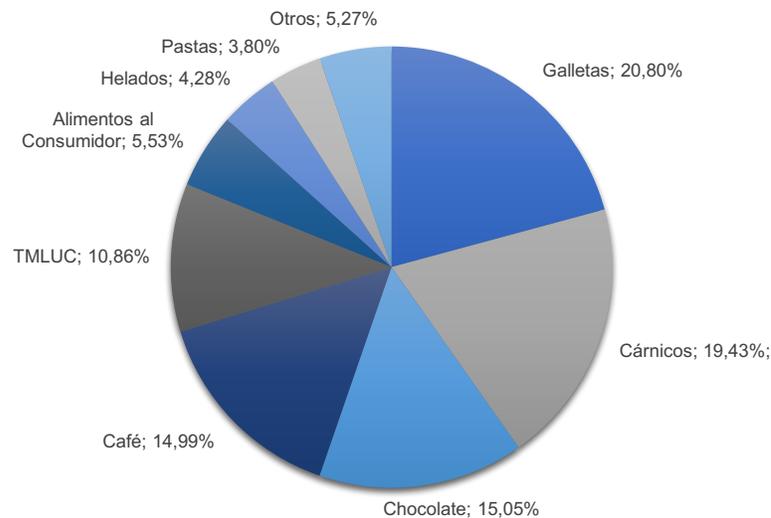
$$K_0 = 10,05\%$$

6. ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

6.1. Análisis de Crecimiento de la Empresa

Dentro de los variados segmentos en los que opera Grupo Nutresa en Colombia y en el extranjero, podemos destacar los que poseen mayores Ingresos por Ventas a la fecha al corte de nuestro análisis. Estos son el segmento de GALLETAS con un 21% de los ingresos totales de la empresa, luego el CARNICO con 19%, CHOCOLATE un 15%, y CAFÉ con un 15%. Además, podemos decir que estos cuatro segmentos se han mantenido, en promedio, en el mismo orden de relevancia relativa desde el 2016 a 2T2020. A continuación, en el Gráfico N°2, veamos cómo se distribuyen los distintos segmentos de Grupo Nutresa:

GRÁFICO N°2 – IMPORTANCIA RELATIVA DE CADA SEGMENTO AL 30 JUNIO 2020



Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros (2T2020).

En el gráfico N°2 podemos agrupar en segmentos de mayor relevancia, partiendo por los segmentos de Galletas y Cárnicos con un 40% del total de Ingreso por Ventas, luego en segundo lugar, el grupo de los segmentos Chocolate y Café con un aproximado de 30% del total y finalmente, en un tercer grupo, con el restante 30% del total, con variados segmentos, entre ellos TMLUC como el más relevante.

Otra característica es que, en el primer y segundo grupo, los segmentos son prácticamente similares entre ellos en términos de volumen de ingresos, por lo que podemos decir que existe una diversificación bastante homogénea entre los segmentos más importantes de la empresa.

Ahora bien, comenzaremos desglosando por segmentos, como ha sido el Crecimiento por ingresos de los distintos segmentos. En la tabla N°30 se detalla a continuación:

TablaN°30: EVOLUCIÓN DE CRECIMIENTO DE INGRESOS POR SEGMENTOS

	2017	2018	2019	Jun-20
Galletas	1,58%	3,04%	11,23%	15,46%
Cárnicos	-7,92%	1,98%	3,64%	13,26%
Chocolate	3,08%	6,53%	8,10%	1,83%
Café	5,02%	-1,57%	22,61%	48,53%
TMLUC	-0,17%	1,59%	4,87%	7,06%
Alimentos al Consumidor	6,08%	5,98%	10,32%	-23,84%
Helados	-2,80%	4,64%	6,92%	2,10%
Pastas	2,45%	2,84%	13,99%	22,97%
Otros	17,36%	32,96%	39,87%	73,67%
TOTAL SEGMENTOS	0,35%	3,85%	10,49%	14,27%
Ajuste (Eliminaciones)	18,42%	23,49%	14,13%	-16,37%
CONSOLIDADO	0,22%	3,69%	10,46%	14,60%

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros 2016- al 30 junio 2020. Nota: el período al 30 de junio 2020, se compara con el mismo periodo al 30 de junio del 2019.

Un punto a destacar es el efecto Coronavirus durante la primera mitad del año 2020.

Podemos ver en el segmento de Galletas y Cárnicos, como el crecimiento es mayor aún

que al del año 2019, a pesar de las dificultades que ha traído esta pandemia, y, en otros segmentos se han visto notoriamente afectados, como es el caso del segmento de Chocolates (1,83%) y el de Alimentos al Consumidor. (-24%).

Desde una perspectiva global, podemos notar que, Grupo Nutresa posee una oferta de productos bastante diversificada, lo que permite mantener, en primer lugar, una tasa de crecimiento positiva en el consolidado, y con bastantes muestras de aumentar su crecimiento ante los nuevos cambios que deberá asumir la industria ante los últimos acontecimientos, como, por ejemplo, el saber adaptarse a las necesidades de los clientes y a las nuevas formas de distribución en sus canales de venta.

Considerando ahora la descomposición por área geográfica, a continuación, presentamos la tabla N° 31 con el detalle del ingreso por venta por país en el que opera:

TABLA N° 31: EVOLUCION DE CRECIMIENTO DE INGRESOS POR AREA GEOGRÁFICA

	2017	2018	2019	Jun-20
Colombia	2,48%	4,40%	8,13%	8,44%
Estados Unidos	0,17%	-6,48%	38,60%	67,66%
Centroamérica	-0,11%	4,42%	13,28%	20,84%
Chile	-0,33%	2,90%	3,17%	7,52%
México	5,06%	3,28%	7,11%	-11,92%
República Dominicana y Caribe	7,83%	6,41%	11,83%	0,35%
Perú	9,83%	3,77%	10,43%	4,44%
Ecuador	3,10%	7,79%	7,19%	10,61%
Venezuela	-99,82%	-100,00%	--	--
Otros	20,74%	18,09%	4,65%	61,78%
TOTAL	0,22%	3,69%	10,46%	14,60%

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros 2016- al 30 junio 2020. Nota: el período al 30 de junio 2020, se compara con el mismo periodo al 30 de junio del 2019.

En la tabla N°31 se puede apreciar que el crecimiento en los últimos años en Colombia, donde se concentran el 60% de sus Ingresos totales por Venta, la empresa ha tenido un

crecimiento exponencial claro y marca una tendencia al alza.

Además, cabe señalar que, desde el 2019 al 30 junio 2020, la empresa se está expandiendo mayormente a los mercados de Estados Unidos, Centro América y Chile, países que hoy en día representan economías estables en términos macroeconómicos y niveles bajos de riesgo país como lo muestra la tabla N°32. Por otro lado, en el 2017, termina su participación en Venezuela, país de elevada incertidumbre económica actualmente. Entonces, diremos que la empresa se encuentra aislando correctamente el riesgo país.

Tabla N° 32: PREMIO POR RIESGO DE CAPITAL Y PREMIO RIESGO PAÍS.

PAIS	Premio por Riesgo de Capital	Premio Riesgo País
Estados Unidos	5,23%	0%
Chile	6,26%	1,03%
Perú	6,99%	1,76%
Panamá	7,58%	2,35%
México	7,58%	2,35%
Colombia	8,03%	2,80%
Guatemala	8,90%	3,67%
Costa Rica	13,32%	8,09%
Ecuador	19,92%	14,69%
Venezuela	27,14%	21,91%

Fuente: Country Risk: Determinants, Measures, and Implications – The 2020 Edition. A. Damodarán.

Finalmente, se detalla la evolución del crecimiento por tipo de categoría de producto que comercializa Grupo Nutresa a nivel global:

Tabla N°33: EVOLUCION DE CRECIMIENTO DE INGRESOS POR TIPO DE PRODUCTO.

	2017	2018	2019	Jun-20
Alimentos	-0,09%	3,08%	7,05%	21,40%
Bebidas	1,62%	-0,24%	9,57%	26,00%
Golosinas y Snacks	5,74%	5,94%	10,50%	-6,78%
Otros	-16,66%	20,73%	44,43%	-7,59%
TOTAL	0,22%	3,69%	10,46%	14,60%

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros 2016- al 30 junio 2020. Nota: el período al 30 de junio 2020, se compara con el mismo periodo al 30 de junio del 2019.

En la tabla N°33, vemos que el crecimiento más notorio se ve en los Alimentos, rubro principal de Nutresa, el cual crece de gran manera al 2T-2020. Al igual que el rubro de las bebidas, éstos logran un crecimiento en ventas importantes desde el 2019 y se sostiene a junio 2020. Ambos rubros representan juntos alrededor del 77% de las ventas totales de la empresa. (Ver anexo 05).

6.2. Análisis de Crecimiento de la industria

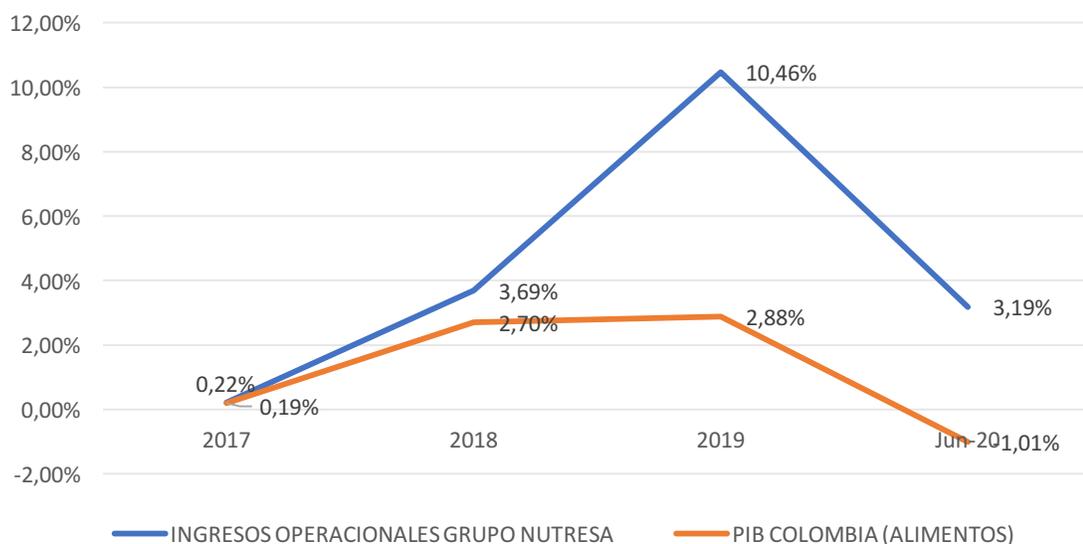
Para analizar la industria en la que opera Nutresa, tomaremos los datos del PIB en Colombia y en Estados Unidos (USA), los que representan a los segmentos geográficos donde principalmente opera la empresa en relación a sus ingresos por ventas, y luego, seleccionaremos del PIB solamente los datos de la actividad económica denominado “Elaboración de productos alimenticios, elaboración de bebidas; elaboración de productos de tabaco”. Esta denominación incluye los segmentos: GALLETAS, CARNICOS, CHOCOLATE y CAFÉ entre otros (Para el mayor detalle ver Anexo N°6).

Tabla N°34: CRECIMIENTO NUTRESA VERSUS INDUSTRIA EN COLOMBIA.

	2017	2018	2019	Jun-20
INDUSTRIA COLOM (PIB-ALIM)	0,19%	2,70%	2,88%	-1,01%
CREC. VTAS. GRUPO NUTRESA	0,22%	3,69%	10,46%	3,19%

Fuente: Elaboración Propia. - Banco de la Republica de Colombia.

Gráfico N°3 – CRECIMIENTO NUTRESA VERSUS INDUSTRIA (EN COLOMBIA).



Fuente: Elaboración Propia. - Banco de la Republica de Colombia.

En la tabla N°34 y en el gráfico N°3, se aprecia la variación real de un año al otro desde el 2017 al 30 de junio del 2020 para la Industria y para Nutresa. Se puede apreciar que la compañía supera el crecimiento de las ventas de la industria en todos los años, con una correlación positiva. La empresa sabe actuar muy bien dentro de Colombia, con tasas superiores de crecimiento a las de la industria.

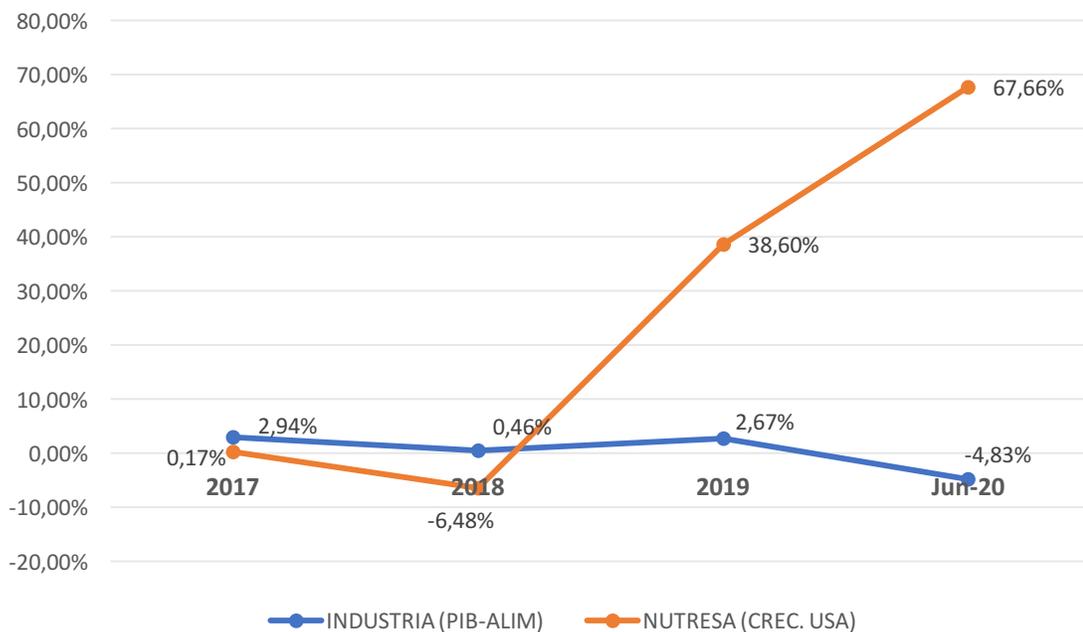
Por otro lado, para el caso de la Industria en Estados Unidos, podemos analizar lo siguiente:

TABLA N°35: CRECIMIENTO NUTRESA VERSUS INDUSTRIA EN USA.

	2017	2018	2019	Jun-20
INDUSTRIA USA (PIB-ALIM)	2,94%	0,46%	2,67%	-4,83%
CREC. VTAS. NUTRESA (USA)	0,17%	-6,48%	38,60%	67,66%

Fuente: Elaboración propia - Refinitiv Workspace

Gráfico N°4 – CRECIMIENTO NUTRESA VERSUS INDUSTRIA (EN USA).



Fuente: Elaboración propia - Refinitiv Workspace

En la tabla N°35 y en el gráfico N°4, de igual forma que en la situación anterior, se aprecia la variación real entre años, desde el 2017 al 30 de junio del 2020 para la Industria y para Nutresa. Se puede apreciar que hay un evento en el 2019, donde Nutresa aumenta su crecimiento de manera muy abrupta, pero esto se explica básicamente porque la empresa invierte en USA con la adquisición del 100% de las acciones de CCDC OPCO

Holding Corporation, sociedad constituida bajo las leyes de Delaware, Estados Unidos, y dueña del 100% de Cameron's Coffee, compañía dedicada a la producción y distribución de café tostado y molido de valor agregado, basada en Shakopee, Minnesota, con Ingresos por venta en torno a los USD 72 millones anuales o aproximadamente COP 270.000 millones. (Fuente: www.gruponutresa.com)

Otro punto a destacar mirando el Gráfico N°4 es la estabilidad con la que viene creciendo la industria en USA, lo que hace atractivo a la empresa invertir en este país. Entonces, podríamos decir que se ve una tendencia de un crecimiento del 2%, sin incluir el último período debido a la pandemia que ha afectado la demanda de la industria.

Análisis de Crecimiento Esperado.

Las perspectivas de crecimiento para los próximos años en el mundo, estará sujeta a la evolución del escenario macroeconómico que ha sido determinado por el desarrollo del Covid-19 y las medidas de contención necesarias para proteger la salud de la población. Tras una aguda caída a comienzos del segundo trimestre en la mayoría de los países de América y del mundo, en los últimos meses han existido signos de estabilización, combinándose una incipiente mejora en algunos sectores y deterioros en el margen en otros. Esto, de la mano de una mejor respuesta sanitaria, una adaptación más rápida a las nuevas condiciones de funcionamiento en varias actividades y el impulso de las diversas medidas adoptadas. Sin embargo, el shock negativo provocado por la pandemia es muy significativo, lo que se refleja en el elevado número de personas y empresas que ha visto afectada su fuente de ingresos. Revertir la pérdida de empleos, la caída de ingresos de los hogares, el deterioro del consumo y mantener un flujo de crédito acorde

con las necesidades de capital de trabajo e inversión de las empresas, constituyen los mayores desafíos para la recuperación económica. (Ver tabla N°36).

Tabla N°36: PROYECCION CRECIMIENTO MUNDIAL GRANDES ECONOMIAS

	Prom. 00-07	Prom. oct-18	2019 (e)	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
Estados Unidos	2,70%	2,30%	2,20%	-6,00%	2,40%	4,10%
Eurozona	2,20%	1,40%	1,30%	-8,90%	6,70%	5,20%
Japón	1,50%	1,40%	0,70%	-6,50%	2,20%	2,10%
China	10,60%	7,90%	6,10%	1,90%	7,30%	6,10%
India	7,10%	7,40%	4,20%	-5,60%	5,80%	5,60%
Resto de Asia	5,30%	4,60%	3,40%	-1,70%	4,90%	4,40%
América Latina (excl. Chile)	3,40%	2,00%	-0,70%	-9,20%	2,00%	2,90%

Fuentes: IPOM - Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país. (e) estimación; (f) proyección.

Colombia

Se estima que en 2020 se registraría una profunda recesión económica y que en 2021 se daría alguna recuperación, ambas de magnitudes bastante inciertas. En 2020 el decrecimiento económico estaría alrededor del -8,5%, en un rango entre el -10% y -6%, y para 2021 cercano al 4,1%, con un intervalo entre el 3% y 8%. Los rangos reflejan la elevada incertidumbre que enfrentan actualmente tanto la economía global como la colombiana. Estos rangos de pronóstico, al igual que el escenario central, contemplan un canal del crédito que continuaría operando en condiciones de relativa normalidad.

Chile

La evolución de la actividad estará determinada por el avance en el control de la pandemia y la capacidad de empresas y hogares para superar sus efectos adversos. La proyección asume que los sectores donde la interacción social tiene mayor relevancia seguirán viéndose afectados mientras no exista una vacuna, por lo que su actividad tardará varios trimestres en retomar sus niveles pre-pandemia. Al mismo tiempo, se considera que tanto empresas como personas podrán recuperar sus niveles de ingreso, en la medida que la actividad se recupere, proceso en el que será fundamental el apoyo de la política monetaria. El mayor control de la pandemia a nivel global también permitirá que el impulso externo mejore el próximo año respecto del 2020. Para el 2021 y 2022 se proyecta que el PIB crecerá entre 4,0 y 5,0% y entre 3,0 y 4,0%, respectivamente (Ver tabla N°37).

Tabla N°37: PROYECCION CRECIMIENTO PAISES CON PARTICIPACION.

	2020	2021	2022
EEUU	-6,00%	2,40%	4,10%
COLOMBIA	-8,50%	4,30%	4,00%
CHILE	-5,00%	4,50%	3,50%
AMERICA LATINA (S/CHILE)	-9,20%	2,00%	2,90%

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

En el caso de Nutresa, vemos que su crecimiento al 30 de junio del 2020 se ha desacoplado de la caída del crecimiento económico en Colombia y el mundo, mostrando números azules para este año en torno al 10% que, si bien, es un punto a favor para la empresa, este factor sigue incorporando una alta incertidumbre para el próximo año 2021, si la situación de este año no mejora.

Por lo tanto, sugerimos ser prudente por ahora en el análisis y representar en promedio para los próximos 5 años, relativamente cercano o similar al crecimiento del año 2018 (3%).

6.3. Análisis de los Costos y Gastos Operacionales de la Empresa

Primeramente, en la siguiente tabla N°38, podemos ver la descomposición de Costos y Gastos de Nutresa, considerando los datos desde el 2016 a junio 2020 (en millones de COP):

Tabla N°38 - DESCOMPOSICION DE COSTOS Y GASTOS (EN MILLONES DE COP).

	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Consumo de Inventarios y Otros Costos	\$3.656.981	\$3.487.573	\$3.548.118	\$4.057.615	\$2.281.292
Beneficios de empleados	\$1.424.129	\$1.498.830	\$1.534.349	\$1.670.909	\$887.922
Otros Servicios (1)	\$680.388	\$694.323	\$745.846	\$879.586	\$419.275
Otros Gastos (2)	\$466.716	\$458.008	\$508.523	\$540.197	\$265.870
Servicios de Transporte	\$302.263	\$311.528	\$336.391	\$381.463	\$203.157
Depreciaciones y Amortizaciones	\$228.092	\$268.000	\$276.472	\$274.951	\$143.104
Servicios de Maquila	\$178.551	\$193.452	\$196.627	\$210.726	\$110.216
Energía y Gas	\$134.538	\$140.653	\$148.255	\$164.672	\$86.293
Servicios Temporales	\$193.367	\$211.346	\$209.861	\$181.229	\$83.382
Depreciaciones por Derechos de Usos	\$0	\$0	\$0	\$118.523	\$61.914
Material Publicitario	\$120.825	\$135.380	\$120.552	\$132.600	\$53.973
Mantenimiento	\$108.698	\$110.851	\$116.494	\$119.671	\$51.348
Honorarios	\$94.873	\$98.802	\$77.020	\$94.903	\$39.570
Impuestos Diferentes a Impuesto de la Renta	\$70.590	\$74.415	\$79.343	\$77.720	\$36.990
Seguros	\$32.800	\$33.318	\$35.604	\$41.094	\$22.088
Arrendamientos	\$196.591	\$216.297	\$223.598	\$60.520	\$20.896
Deterioro de activos	\$10.289	\$13.667	\$16.259	\$19.017	\$11.836
TOTAL	\$7.899.691	\$7.946.443	\$8.173.312	\$9.025.396	\$4.779.126

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros 2016- al 30 junio 2020.

(1) Otros servicios incluyen mercadeo, aseo y vigilancia, espacios en canales, alimentación, servicios públicos, plan de acción comercial, software y bodegaje.

(2) Los otros gastos incluyen repuestos, gastos de viaje, envases y empaques, combustibles y lubricantes, contribuciones y afiliaciones, comisiones, taxis y buses, Suministros de edificaciones, papelería y útiles de oficina, suministros de aseo y laboratorio, gastos legales y licencias y premios.

Ahora bien, luego de haber obtenido el desglose de los costos y gastos de la empresa, debemos mencionar que, en nivel de importancia relativa, el ítem más relevante en todos los períodos es “Consumo de Inventario y Otros Costos” con un 45% del total de los costos y gastos de la empresa, y luego en segundo lugar “Beneficio a Empleados” con un 19% del total aproximadamente. Para poder ver más en detalle el nivel de importancia relativa, se puede consultar el anexo N°7.

Luego, dentro de esta sección, también observamos en la Tabla N°39, cómo ha sido el comportamiento en relación al crecimiento de los costos y gastos de Nutresa para nuestro periodo de estudio. Se aprecia que el mayor crecimiento recae en las cuentas de “Deterioro de activos” con un crecimiento del 26% en promedio del 2017 a junio 2020, y, en segundo lugar, “Seguros” con un crecimiento del 11% aproximadamente en promedio en todo nuestro periodo de análisis.

Tabla N°39 – TABLA DE CRECIMIENTO DE LA DESCOMPOSICION DE COSTOS Y GASTOS.

	2017	2018	2019	30-Jun-20
Consumo de Inventarios y Otros Costos	-4,63%	1,74%	14,36%	22,36%
Beneficios de empleados	5,25%	2,37%	8,90%	10,28%
Otros Servicios	2,05%	7,42%	17,93%	7,97%
Otros Gastos	-1,87%	11,03%	6,23%	5,57%
Servicios de Transporte	3,07%	7,98%	13,40%	15,66%
Depreciaciones y Amortizaciones	17,50%	3,16%	-0,55%	10,47%
Servicios de Maquila	8,35%	1,64%	7,17%	13,64%
Energía y Gas	4,55%	5,40%	11,07%	11,33%
Servicios Temporales	9,30%	-0,70%	-13,64%	-3,25%
Depreciaciones por Derechos de Usos				9,80%
Material Publicitario	12,05%	-10,95%	9,99%	-12,97%
Mantenimiento	1,98%	5,09%	2,73%	-10,42%
Honorarios	4,14%	-22,05%	23,22%	14,59%
Impuestos Diferentes a Impuesto de la Renta	5,42%	6,62%	-2,05%	-17,15%
Seguros	1,58%	6,86%	15,42%	19,43%
Arrendamientos	10,02%	3,38%	-72,93%	-28,12%
Deterioro de activos	32,83%	18,97%	16,96%	34,65%
TOTAL	0,59%	2,85%	10,43%	14,14%

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros 2016- al 30 junio 2020.

Por último, en la tabla N°40, podemos ver cómo ha sido el avance del crecimiento de la Depreciación y Amortización de Nutresa en los últimos años, donde el 2019 ha tenido un crecimiento abrupto de un 42%, explicado principalmente por un aumento en los Gastos por Venta (ver importancia relativa en Anexo N°8) de un 95% en relación al 2018, explicado básicamente por la mayor inversión de la compañía en nuevos negocios, como dicho anteriormente.

Tabla N°40 - DESCOMPOSICION DE CRECIMIENTO DE DEPRECIACION Y AMORTIZACION.

	2017	2018	2019	Jun-20
Costo de Venta	10,92%	2,31%	5,46%	5,82%
Gasto de Administración	0,12%	-8,07%	75,57%	12,96%
Gastos de Venta	34,45%	6,37%	95,49%	11,67%
Gastos de Producción	7,98%	1,37%	40,08%	133,04%
TOTAL	17,50%	3,16%	42,32%	10,27%

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros 2016- al 30 junio 2020.

6.4. Análisis del Resultado No Operacional de la Empresa

Las cuentas no operacionales, como se muestran en la tabla N°41, se componen principalmente por gastos financieros, y el resto son ajustes de los activos por diferencias de cambios, ingresos por dividendos entre otros.

Tabla N°41 – CUENTAS NO OPERACIONALES (EN MILLONES DE COP).

	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Ingresos Financieros	\$10.982	\$13.941	\$15.457	\$22.294	\$9.702
Gastos financieros	-\$324.637	-\$307.548	-\$247.304	-\$302.303	-\$155.031
Dividendos	\$50.545	\$54.386	\$58.851	\$61.516	\$68.694
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	-\$8.642	-\$21.401	\$23.113	-\$4.460	-\$121
Perdida por la posición monetaria neta	-\$32.946	\$0	\$0	\$0	\$0
Participación en asociadas y negocios conjuntos	\$6.103	\$5.994	-\$400	-\$2.268	-\$5.768
Otros ingresos, netos	\$28.492	\$3.290	\$5.202	\$714	\$0

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros 2016- al 30 junio 2020.

6.5. Análisis de los Activos de la Empresa.

En el siguiente estudio se muestra en detalle a los activos de la empresa. Se clasificaron en dos tipos: Los operacionales, donde estos activos tienen directa relación con el giro del negocio o con las ventas, y los No operacionales, que no poseen directa relación con los movimientos del negocio o con las ventas.

Tabla N°42 – DESCOMPOSICION DE CUENTAS DE ACTIVOS CORRIENTES (EN MILLONES DE COP).

	2016	2017	2018	2019	Jun-20	CLASIFICACION
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$219.322	\$435.643	\$347.520	\$497.947	\$743.445	No Operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar neto	\$889.197	\$957.568	\$1.020.579	\$1.166.248	\$1.207.640	Operacional
Inventarios	\$1.028.417	\$982.816	\$1.109.878	\$1.248.128	\$1.472.682	Operacional
Activos biológicos	\$75.677	\$81.518	\$94.569	\$96.632	\$100.702	Operacional
Otros activos corrientes	\$246.832	\$221.475	\$241.726	\$251.397	\$338.726	No Operacional
Activos no corrientes mantenidos para la venta	\$100.330	\$6.557	\$6.777	\$2.610	\$2.610	Operacional

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros 2016- al 30 junio 2020.

Tabla N°43 – DESCOMPOSICION DE CUENTAS DE ACTIVOS NO CORRIENTES (EN MILLONES DE COP).

	2016	2017	2018	2019	Jun-20	CLASIFICACION
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	\$23.495	\$26.509	\$28.065	\$25.409	\$25.422	Operacional
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	\$164.510	\$180.451	\$192.795	\$193.360	\$195.349	No Operacional
Otros activos financieros no corrientes	\$3.885.206	\$4.133.963	\$3.322.694	\$3.511.768	\$1.946.129	No Operacional
Propiedades, planta y equipo, neto	\$3.390.946	\$3.395.671	\$3.376.364	\$3.400.057	\$3.441.132	Operacional
Activos por derechos de uso				\$878.552	\$855.072	Operacional
Propiedades de inversión	\$71.842	\$72.306	\$77.062	\$79.489	\$79.313	No Operacional
Plusvalía	\$2.034.454	\$2.118.226	\$2.085.908	\$2.309.739	\$2.401.036	No Operacional
Otros activos intangibles	\$1.163.671	\$1.181.350	\$1.167.536	\$1.248.973	\$1.304.821	No Operacional
Activo por impuesto diferido	\$356.994	\$415.072	\$379.753	\$654.496	\$661.679	No Operacional
Otros activos no corrientes	\$48.661	\$100.352	\$72.471	\$80.436	\$84.235	No Operacional

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros 2016- al 30 junio 2020.

A continuación, se definen las cuentas de activos no operacionales de la empresa:

Efectivo y equivalentes de efectivo: Incluye el dinero en caja y bancos, las inversiones de alta liquidez fácilmente convertibles en efectivo y sujetas a un riesgo mínimo de cambios en su valor, con un vencimiento de tres meses o menos desde la fecha de su adquisición.

Otros activos corrientes: Cuentas que son de pago diferido u otros tipos de activos que no se incorporan en la operación del negocio.

Inversiones en Asociadas y Negocios Conjuntos: Negocio conjunto es una entidad que Grupo Nutresa controla de forma conjunta con otros participantes con participación de 50%, donde éstos mantienen un acuerdo contractual que establece el control conjunto sobre las actividades relevantes de la entidad. Por su parte, Inversiones en asociadas corresponde a participación menor al 50% en otras empresas.

Otros Activos Financieros No Corrientes: Grupo Nutresa clasifica como instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable con cargo a los otros resultados integrales las inversiones de portafolio que no son mantenidas para negociar. El resultado del período incluye los ingresos por los dividendos sobre dichos instrumentos y que son reconocidos por Nutresa en la fecha en que se establece el derecho a recibir los pagos futuros que es la fecha del decreto de dividendos por parte de la compañía emisora. Los otros resultados integrales incluyen las variaciones en el valor razonable de estos instrumentos financieros.

Propiedades de Inversión: Los terrenos y edificios que posee la empresa con el fin de obtener una renta o plusvalía, en vez de mantenerlas para su uso o venta en el curso ordinario de las operaciones. Las propiedades de inversión se dan de baja, ya sea en el momento de su disposición, o cuando se retira del uso en forma permanente, y no se espera ningún beneficio económico futuro. La diferencia entre el producido neto de la

disposición y el valor en libros del activo se reconoce en resultado del período en el que fue dado de baja.

Otros activos intangibles: Un activo intangible es un activo reconocible, de carácter no monetario y sin apariencia física, tales como Marcas, Softwares y licencias, Concesiones y franquicias, entre otros. Los costos de investigación y desarrollo se incorporan en esta cuenta, además del deterioro de valor de activos no financieros y unidades generadoras de efectivo y plusvalía.

Activos por impuestos diferidos: El activo por impuesto diferido se reconoce y se soporta sobre la base de que el Grupo está generando rentas gravables positivas y se encuentra proyectada para generar a futuro las rentas suficientes para compensar créditos y pérdidas fiscales de periodos anteriores antes de su vencimiento, además de obtener beneficios fiscales futuros por el Goodwill tributario en Chile, beneficios a empleados y demás rubros reconocidos en el activo por impuesto diferido. Las proyecciones de las rentas gravables y los datos reales anuales son revisadas para determinar el impacto y los ajustes sobre los valores del activo y su recuperabilidad en periodos futuros.

Plusvalía: Aumento o deterioro de valor, comparando valor libro de los activos netos asignados a la Unidad Generadora de Efectivo (UGE) contra su valor recuperable más diferencias por conversión. Al 30 de junio del 2020 no se reconocieron aumentos de valor de las plusvalías, solo aumentos por diferencias por conversión. Hay que señalar además que la plusvalía no está sujeta a amortización.

Otros activos No Corrientes: Se desglosa en a) Impuesto No Corriente, que trata de Reclamaciones en Proceso (aún pendientes de pago), b) Gastos Pagados Por anticipado y c) Otros Instrumentos financieros medidos a valor razonable, es decir, corresponden a los derechos mantenidos por el fondo de capital privado (“Cacao para el futuro”, compartimiento A, en plantaciones de cacao).

6.6. Estrategia de cobertura del riesgo de exposición cambiaria.

Nutresa, al tener una vasta presencia internacional, con más de un 40% de sus ingresos operacionales desde el exterior, debe mitigar el impacto de la volatilidad de las monedas a las cuales se está expuesta.

La empresa designa y documenta ciertos derivados como instrumentos de cobertura contable para cubrir: - los **cambios en el valor razonable** de activos y pasivos reconocidos o compromisos en firme (coberturas de valor razonable), - la exposición a las **variaciones en los flujos de caja** de transacciones futuras altamente probables, (coberturas de flujo de efectivo) y - coberturas de una **inversión neta** en el extranjero.

Nutresa espera que las coberturas sean altamente eficaces en lograr compensar los cambios en el valor razonable o las variaciones en los flujos de efectivo. El Grupo evalúa permanentemente las coberturas, al menos trimestralmente, para determinar que realmente éstas hayan sido altamente eficaces a lo largo de los períodos para los cuales fueron designadas.

Por el mismo lado, la empresa recurre al endeudamiento en dólares con el fin de obtener tasas de interés más competitivas en el mercado, y utiliza derivados financieros para mitigar el riesgo de la tasa de cambio en estas operaciones; estos derivados son

designados como coberturas contables, lo que implica que la medición al valor razonable del instrumento derivado se reconoce como un ajuste al costo amortizado de la obligación financiera designada como partida cubierta. La deuda en USD con cobertura al 30 de junio de 2020 asciende a USD\$33.170.771 (diciembre 2019: USD\$11.341.542) y la deuda con cobertura de tasa interés asciende a USD\$60.000.000 (diciembre 2019: USD\$0).

Además, Grupo Nutresa utiliza derivados financieros para gestionar y cubrir las posiciones de flujo de caja frente al dólar, en las diferentes geografías donde opera; estos derivados, no designados como contabilidad de cobertura, son medidos a valor razonable, y se incluyen en el estado de situación financiera en las categorías de “otros activos corrientes” y “otros pasivos corrientes”, según corresponda. El Grupo no utiliza instrumentos financieros derivados para propósitos especulativos.

7. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

Este análisis contempla como **Período de Proyección**, desde el segundo semestre del año 2020 (31-12-20), seguido por los años 2021, 2022, 2023, hasta el año 2024.

También debemos recordar que la moneda en que se realizan las distintas proyecciones y posteriormente la valorización de Grupo Nutresa S.A es en **Pesos Colombianos (COP)**.

Dicho lo anterior, a continuación, se presentarán los datos obtenidos en las proyecciones, siguiendo un orden descendente dentro del estado de resultados, comenzando por los ingresos operacionales, luego los costos operacionales, después los ingresos y costos no operacionales, impuesto corporativo y así finalmente, llegando al resultado neto proyectado.

7.1. Ingresos operacionales proyectados

Dentro de los ingresos operacionales, este análisis se basa en el supuesto que la tendencia de crecimiento de estos, sigue al crecimiento del indicador PIB – Alimentos de Colombia, dado que Grupo Nutresa posee la mayor participación en ventas (sobre el 60%) en este país, lo que se verá en detalle en la Tabla N°45.

Este indicador PIB – Alimentos, identifica el sector de elaboración de productos alimenticios, elaboración de bebidas y elaboración de productos de Tabaco.

En la tabla N°44, se puede apreciar la variación anual desde el año 2017 al 2019 del PIB

de Colombia, del PIB (Alimentos) de Colombia, la inflación para el sector de alimentos, y el crecimiento nominal y real de los Ingresos Operacionales del Grupo Nutresa.

TABLA N°44 - VARIACIÓN ANUAL PIB COLOMBIA, PIB COLOMBIA (ALIMENTOS) E INGRESOS OPERACIONALES GRUPO NUTRESA S.A.

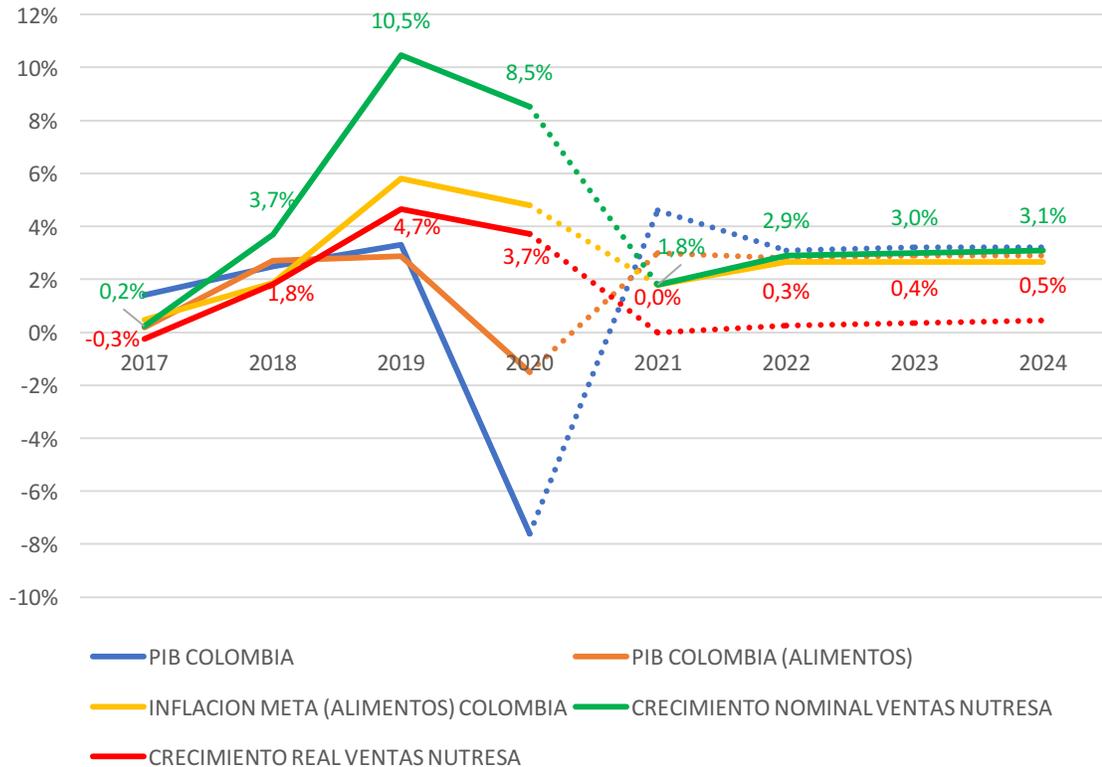
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PIB COLOMBIA	1,40%	2,50%	3,30%	7,60%	4,60%	3,10%	3,20%	3,20%
PIB COLOMBIA (ALIMENTOS)	0,19%	2,70%	2,88%	1,50%	3,00%	2,80%	2,90%	2,90%
INFLACION META (ALIMENTOS) COLOMBIA	0,5%	1,9%	5,8%	4,8%	1,8%	2,7%	2,7%	2,7%
CRECIMIENTO NOMINAL VENTAS NUTRESA	0,2%	3,7%	10,5%	8,5%	1,8%	2,9%	3,0%	3,1%
CRECIMIENTO REAL VENTAS NUTRESA	-0,3%	1,8%	4,7%	3,7%	0,0%	0,3%	0,4%	0,5%

Fuente: Elaboración propia – Banco de la Republica de Colombia y Estados Financieros 2016- al 30 junio 2020.

Es importante destacar que, en los años 2019 y 2020, se ve reflejado un mayor crecimiento en los ingresos operacionales, 10,5% y 8,5% (variación de aproximadamente 900,000 millones de COP) debido principalmente a la nueva compra de acciones de dos unidades de negocios: se adquiere el 100% de las acciones de CCDC OPCO Holding Corporation, dueña del 100% de Cameron's Coffee, y la compra del 51% de las acciones de Atlantic Food Service compañía líder en el canal de Food Service en Colombia, y también se debe a la inflación más alta de los últimos 4 años en Colombia para el sector de alimentos,

Ahora, siguiendo el criterio del análisis histórico desde el año 2017 en adelante, en el Gráfico N°05, vemos que la curva de crecimiento de los ingresos operacionales de Grupo Nutresa SA y las otras curvas, tienden a acoplarse en los años donde la empresa no realiza mayor inversión en nuevos negocios (2017 y 2018).

GRÁFICO N°5 - VARIACIÓN ANUAL Y PROYECCIÓN PIB COLOMBIA, PIB COLOMBIA (ALIMENTOS) Y CRECIMIENTO DE LOS INGRESOS OPERACIONALES GRUPO NUTRESA SA. (NOMINAL y REAL).



Fuente: Elaboración Propia. - Banco de la Republica de Colombia.

Siguiendo con el gráfico N°5, para el 2021, un año después de la aparición de la pandemia del COVID-19 y de la recesión económica global, definiremos el segundo supuesto en donde el crecimiento de los ingresos operacionales se verá afectado por la escasa nueva inversión en nuevos negocios dada la alta volatilidad en los mercados e incertidumbre, que continuaría por la primera mitad del año 2021, y por los constantes cambios que el mercado y los consumidores están experimentando dada esta nueva realidad, lo que es prudente mantener un valor de crecimiento nominal de ventas conservador de 1,8%, ósea, el crecimiento será solamente debido al factor inflación. Los

años que siguen, 2022 al 2024, se tomará la tendencia y del crecimiento nominal del PIB

Colombia - Alimentos, con 2,9%, 3,0% y 3,1%.

TABLA N°45A: - INFLACIÓN HISTORICA Y PROYECCIÓN EN COLOMBIA

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
INFLACION (INDUSTRIA ALIMENTOS)	6,7%	0,5%	1,9%	5,8%	4,8%	1,8%	2,7%	2,7%	2,7%

Fuente: Elaboración propia – Banco de la Republica de Colombia y Estados Financieros 2016- al 30 junio 2020.

Con respecto a la descomposición por área geográfica, se aprecia en la tabla N°45, que existe un crecimiento mayor en algunos países aparte de Colombia, como por ejemplo Estado Unidos, Centroamérica y Chile, con empresas consolidadas en sus mercados y de crecimiento estable y dentro del *core business* de Grupo Nutresa SA.

TABLA N°45B: INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS POR ÁREA GEOGRÁFICA (EN MILLONES DE COP).

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Colombia	5.362.653	5.495.394	5.737.388	6.203.824	6.731.897	6.853.071	7.051.810	7.263.364	7.488.529
Estados Unidos	707.255	708.453	662.545	918.285	996.450	1.014.386	1.043.803	1.075.117	1.108.446
Centro-américa	828.011	827.060	863.619	978.337	1.061.614	1.080.723	1.112.064	1.145.425	1.180.934
Chile	709.093	706.723	727.186	750.211	814.069	828.723	852.756	878.338	905.567
México	295.616	310.562	320.752	343.573	372.818	379.529	390.535	402.251	414.721
República Dominicana y Caribe	145.384	156.773	166.827	186.563	202.443	206.087	212.064	218.426	225.197
Perú	180.463	198.208	205.686	227.141	246.475	250.912	258.188	265.934	274.178
Ecuador	121.140	124.890	134.613	144.295	156.577	159.396	164.018	168.939	174.176
Venezuela	188.536	334							
Otros	138.489	167.207	197.450	206.622	224.210	228.246	234.865	241.911	249.410
TOTAL	8.676.640	8.695.604	9.016.066	9.958.851	10.806.554	11.001.072	11.320.103	11.659.706	12.021.157

Fuente: Elaboración propia –Estados Financieros consolidados Grupo Nutresa SA. del 2016 al 30 junio 2020.

Para la obtención de los ingresos operacionales para el 2020, se proyecta el segundo semestre del 2020 y luego se suman los dos semestres para obtener la proyección del año 2020.

El supuesto número 03, para proyectar el 2S-2020, hemos considerado tomar el promedio de las tasas de crecimiento del 2S-2017 y 2S-2018, en relación a que en estos periodos la empresa no realiza mayores inversiones en activos, sino, un crecimiento más enfocado en la optimización y definición de sus negocios, lo que suponemos será la estrategia que seguirá Grupo Nutresa SA por los siguientes años luego de terminada la pandemia del COVID-19.

Finalmente, en la tabla N°46, se aprecia el total consolidado proyectado para el periodo en análisis.

TABLA N°46 RESUMEN INGRESOS OPERACIONALES REALES PRONOSTICADOS PARA EL PERIODO 2S-2020 y del 2020 AL 2024. (EN MILLONES DE COP)

	31-12-20	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos operacionales provenientes de contratos con clientes	5.481.772	10.806.554	11.001.072	11.320.103	11.659.706	12.021.157

Fuente: Elaboración propia –Estados Financieros consolidados Grupo Nutresa S.A. del 2016 al 30 junio 2020.

7.1.1 Ingresos operacionales proyectados por categoría de productos.

Para complementar la proyección de crecimiento de Nutresa para los próximos años 2021-2024, hemos considerado la tendencia de crecimiento de la industria de alimentos y bebidas en el mundo y en Colombia.

Dentro de los factores destacados, tomaremos cinco de estos sugeridos por los estudios y por los analistas, donde generaremos la relación de estos con Nutresa, y también de cómo son considerados por la empresa. (Para mayor información ver anexo N°11).

Cambio corporativo

El propósito de Nutresa es ofrecer productos y menús que brinden a los consumidores alternativas que cumplan con sus expectativas de nutrición y bienestar, y promover activamente estilos de vida saludable a través de campañas y programas de sensibilización y formación

También asegurar la satisfacción, bienestar y nutrición de los consumidores, con productos seguros y de calidad, bajo un estricto cumplimiento del marco legal y con un excelente servicio, soportados en sistemas de gestión de calidad y seguridad en los alimentos.

Dietas inteligentes

La empresa en este tema, también logra poder segmentar para cada consumidor, distintas alternativas, para que estos puedan encontrar la mejor opción para su requerimiento. Por lo tanto, podemos decir que se ajusta a esta exigencia de la industria.

Cosechas de alta tecnología

La tecnología comenzará a tener efectos disruptivos en la cadena alimentaria tradicional, ya que los fabricantes emprendedores buscarán reemplazar las granjas y fábricas por laboratorios. La empresa es clara en este punto y señala que: **Trabajamos por la eco-eficiencia en la cadena de suministro y la reducción del impacto ambiental de nuestros productos en su ciclo de vida** mediante la gestión integral del agua, la implementación de programas de economía circular y la disminución de emisiones, consumos de energía y materiales de empaque.

Rápido crecimiento en la variedad de canales de venta de alimentos y bebidas.

Se presentará la oportunidad de preparar recomendaciones, promociones e innovaciones de productos en función de los patrones reales de conducta del consumidor. En este sentido la empresa hace énfasis en la continuidad del negocio, capitalizar oportunidades y administrar los riesgos fuera de control directo de la Compañía, mediante la incorporación de variables económicas, sociales y ambientales en la gestión de la cadena de suministro. Nutresa está constantemente trabajando en mejorar sus canales de distribución, especialmente venta online a través de plataforma de ventas y al mismo tiempo, recogiendo las opiniones de sus consumidores para una mejora continua en este aspecto clave.

Cambio climático y el crecimiento de la población

Nutresa explica que contribuye con la mitigación y adaptación al cambio climático mediante la implementación de acciones para la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero –GEI–, la búsqueda permanente de mayor eficiencia energética, la implementación de tecnologías limpias, el uso eficiente de las materias primas en las

operaciones de Grupo Nutresa y la evolución de los productos hacia la demanda de un mercado más consciente y de acuerdo al crecimiento de mayor demanda por crecimiento de la población con un 0,8% de crecimiento por año estimado (según la proyección de 9,6 mil millones de personas al 2050).

Por lo tanto, reafirmamos que Nutresa si considera estos cinco factores claves explicados por especialistas de la industria de alimentos y bebidas, para ir en la senda correcta del crecimiento. Sin embargo, nuestro supuesto refleja que la tasa de crecimiento, para los siguientes años, no variará significativamente en comparación al análisis basado en el crecimiento por región geográfica (ver tabla N°46A; N°46B y N°46C). Esto principalmente porque el único factor que consideraremos es el crecimiento de la población ya que es un dato confiable y realista, donde Nutresa puede cubrir este incremento de demanda cada año en torno a 0,8% nominal, para las categorías de productos Alimentos y Bebidas en términos reales y orgánico. El segmento, de Golosinas y Snacks lo proyectaremos gradualmente a la baja en su crecimiento entre 10% (2019) a un 0,2% nominal (2024) dado que se alejaría del concepto de producto saludable, y los restantes productos (menor participación) a una tasa de crecimiento constante. No podemos asegurar que Nutresa va a crecer a una determinada tasa inorgánicamente (adquiriendo otras compañías) o que tomará una mayor cuota de mercado de desplazando otras empresas de la competencia.

TABLA N°46A – HISTORICO Y PROYECCION DE INGRESOS OPERACIONALES CONSOLIDADOS POR CATEGORIA DE PRODUCTOS (EN MILLONES DE COP)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ALIMENTOS	4.374.350	4.728.118	4.724.057	4.869.364	5.212.575	5.525.330	5.569.532	5.614.088	5.659.001	5.704.273
BEBIDAS	1.849.510	2.020.927	2.053.646	2.048.641	2.244.602	2.424.170	2.443.564	2.463.112	2.482.817	2.502.679
GOLOSINAS Y SNACKS	1.301.546	1.390.596	1.470.386	1.557.762	1.721.324	1.893.456	1.908.604	1.923.873	1.933.492	1.937.359
OTROS	420.011	536.999	447.515	540.299	780.350	936.420	1.123.704	1.348.445	1.618.134	1.941.761
TOTAL	7.945.417	8.676.640	8.695.604	9.016.066	9.958.851	10.779.376	11.045.404	11.349.518	11.693.444	12.086.072

Fuente: Elaboración propia –Estados Financieros consolidados Grupo Nutresa S.A. del 2016 al 30 junio 2020.

TABLA N°46B – HISTORICO Y PROYECCIÓN TASA DE CRECIMIENTO DE INGRESOS OPERACIONALES CONSOLIDADOS POR CATEGORIA DE PRODUCTOS.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ALIMENTOS	8,09%	-0,09%	3,08%	7,05%	6,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
BEBIDAS	9,27%	1,62%	-0,24%	9,57%	8,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
GOLOSINAS Y SNACKS	6,84%	5,74%	5,94%	10,50%	10,0%	0,8%	0,8%	0,5%	0,2%
OTROS	27,85%	-16,66%	20,73%	44,43%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
TOTAL	9,20%	0,22%	3,69%	10,46%	8,2%	2,5%	2,8%	3,0%	3,4%

Fuente: Elaboración propia –Estados Financieros consolidados Grupo Nutresa S.A. del 2016 al 30 junio 2020.

TABLA N°46C – COMPARACION PROYECCIÓN CRECIMIENTO DE INGRESOS OPERACIONALES CONSOLIDADOS GEOGRÁFICO VERSUS POR PRODUCTO.

	2020	2021	2022	2023	2024
CRECIMIENTO GEOGRAFICO (NOMINAL)	8,5%	1,8%	2,9%	3,0%	3,1%
CRECIMIENTO PRODUCTO (NOMINAL)	8,2%	2,5%	2,8%	3,0%	3,4%

Fuente: Elaboración propia –Estados Financieros consolidados Grupo Nutresa S.A. del 2016 al 30 junio 2020.

7.2. Costos operacionales proyectado

Antes de evaluar las proyecciones de los costos operacionales, a continuación, en la tabla N°47 se muestra la proyección de la descomposición de los siguientes ítems: costos de venta, gastos de Administración, gasto de ventas, y gastos de producción.

TABLA N°47 – PROYECCION Y DESCOMPOSICIÓN DE COSTOS OPERACIONALES (EN MILLONES DE COP)

	31-12-20	2020	2021	2022	2023	2024
Consumo de Inventarios y Otros Costos	2.193.139	4.474.431	4.552.108	4.631.134	4.711.531	4.793.324
Beneficios de empleados	865.743	1.753.665	1.845.651	1.942.463	2.044.352	2.151.587
Otros Servicios	491.273	910.548	978.116	1.050.698	1.128.667	1.212.421
Otros Gastos	288.347	554.217	615.343	683.211	758.564	842.229
Servicios de Transporte	205.816	408.973	441.613	476.858	514.916	556.011
Depreciaciones y Amortizaciones	145.413	288.517	338.997	398.310	468.000	549.883
Servicios de Maquila	193.452	303.668	329.011	356.468	386.217	418.449
Energía y Gas	87.158	173.451	182.826	192.707	203.122	214.101
Servicios Temporales	115.264	198.646	217.116	237.303	259.367	283.483
Depreciaciones por Derechos de Usos	62.134	124.048	124.048	124.048	124.048	124.048
Material Publicitario	71.224	125.197	140.279	157.177	176.111	197.326
Mantenimiento	62.739	114.087	119.895	125.998	132.412	139.153
Honorarios	60.371	99.941	104.080	108.390	112.879	117.554
Impuestos Diferentes a Impuesto de la Renta	39.518	76.508	81.575	86.977	92.737	98.878
Seguros	22.600	44.688	47.754	51.031	54.532	58.273
Arrendamientos	112.908	133.804	147.216	161.973	178.209	196.072
Deterioro de activos	10.227	22.063	29.307	38.928	51.709	68.685
TOTAL	5.027.326	9.806.452	10.086.424	10.374.389	10.670.575	10.975.217

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros desde el 2016- al 30 junio 2020.

Para determinar cuál es la porción del total, para cada uno de estos cuatro ítems, hemos

proyectado estos de acuerdo al promedio de los últimos tres años (2017, 2018 y 2019) del porcentaje (peso relativo con respecto al ingreso operacional del cada año). Los resultados se pueden ver, en resumen, a continuación, en la tabla N°48:

TABLA N°48 – RESUMEN PROYECCIÓN DE COSTOS OPERACIONALES DEL ESTADO DE RESULTADOS (EN MILLONES DE COP).

	31-12-20	2020	2021	2022	2023	2024
Costo de ventas	-3.062.812	-6.131.179	-6.171.697	-6.347.897	-6.529.128	-6.715.533
Gastos de administración	-252.784	-491.169	-510.280	-524.848	-539.832	-555.244
Gastos de venta	-1.620.434	-3.003.329	-3.224.488	-3.316.546	-3.411.233	-3.508.623
Gastos de producción	-91.296	-180.775	-179.959	-185.097	-190.382	-195.817
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	4.161	3.850	7.087	7.293	7.512	7.744
Otros ingresos netos operacionales	6.318	-2.183	15.905	16.366	16.857	17.379

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros desde el 2016- al 30 junio 2020.

En donde las cuentas más relevantes son el Costo de Venta con aproximadamente el 55% de los ingresos operacionales totales y los gastos por venta con el 30% de estos.

7.3. Resultado no operacional proyectado

Para el análisis de los resultados no operacionales, podemos ver a nivel general que estos se presentan de manera permanente, y para esta proyección seguimos en un escenario más conservador, tomando para el 2020 - 2022, el promedio de 2017 y 2019, en donde se perciben mayores pérdidas por concepto no operacional, pero con menor

gasto financiero, y luego, para los años 2023 y 2024, el promedio del 2018 y 2019 considerando un mayor gasto financiero, pensando en que la compañía, una vez pasando el tiempo de crisis, vuelve a invertir más activamente en otros negocios.

TABLA N°49 – RESUMEN PROYECCIÓN CUENTAS NO OPERACIONALES DEL ESTADO DE RESULTADOS (EN MILLONES DE COP)

	31-12-20	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos Financieros	11.139	20.841	15.457	15.457	18.876	18.876
Gastos financieros	-147.201	-302.232	-247.304	-247.304	-274.804	-274.804
Dividendos	39	68.733	58.851	58.851	60.184	60.184
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	-10.159	-10.280	-2.848	-2.848	-2.848	-10.280
Participación en asociadas y negocios conjuntos	1.705	-4.063	-400	-400	-1.334	-1.334
Otros ingresos, netos	346	346	3.069	3.069	2.958	2.958
TOTAL	-143.492	-226.655	-173.175	-173.175	-196.968	-204.400

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros desde el 2016- al 30 junio 2020.

7.4. Impuesto corporativo proyectado

Con respecto al Impuesto sobre la renta e impuestos por pagar, las disposiciones fiscales vigentes y aplicables establecen que las tasas nominales de impuesto sobre la renta para Grupo Nutresa SA, son las siguientes:

TABLA N°50 – TASA IMPUESTO DE RENTA POR PAIS.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
COLOMBIA	33,00%	32,00%	31,00%	30,00%	30,00%	30,00%
CHILE	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%
COSTA RICA	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
ECUADOR	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
EL SALVADOR	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
ESTADOS UNIDOS	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%
GUATEMALA	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
MEXICO	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
NICARAGUA	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
PANAMA	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
PERU	29,50%	29,50%	29,50%	29,50%	29,50%	29,50%
REP. DOMINICANA	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros desde el 2016- al 30 junio 2020.

Existe una estabilidad marcada en proporción de la tasa impositiva de la mayoría de los países donde opera la compañía, excepto en Colombia en donde se aprecia una reducción gradual desde el 2019 al 2022 de un 33% a un 30%. Sin embargo, en nuestro análisis, dada la mayor participación en Colombia, Estados Unidos Centroamérica y Chile, usaremos el siguiente nivel de impuesto sobre la utilidad antes de impuesto de renta e intereses no controlante (Ver tabla N°51):

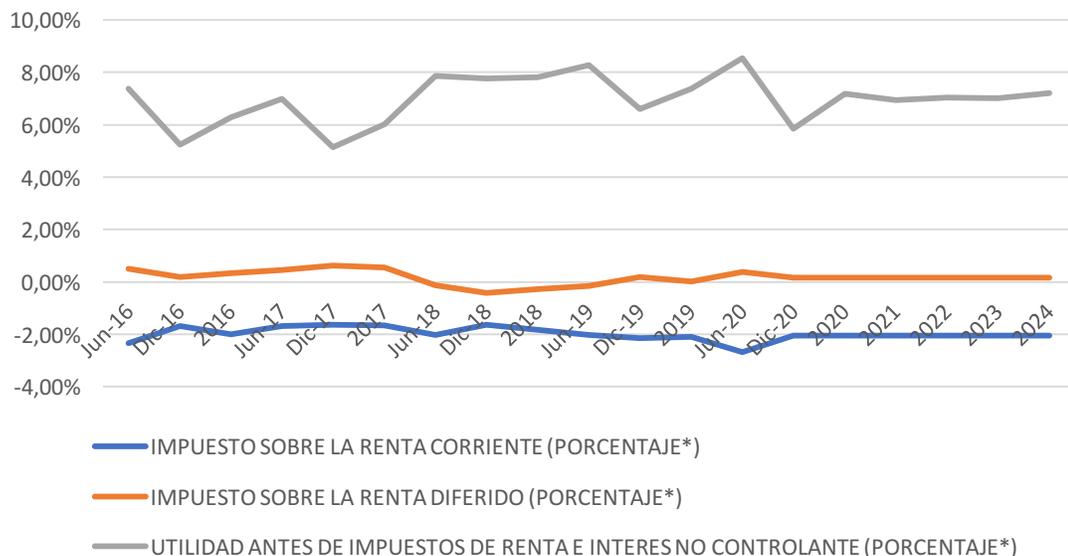
TABLA N°51 – PROYECCIÓN TASA DE IMPUESTO A LA RENTA CORRIENTE, IMPUESTO A LA RENTA DIFERIDO, Y UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO DE RENTA E INTERES NO CONTROLANTE, SOBRE INGRESO OPERACIONAL.

	31-Dic-20	2020	2021	2022	2023	2024
IMPUESTO SOBRE LA RENTA CORRIENTE (PORCENTAJE*)	-2,05%	-2,05%	-2,05%	-2,05%	-2,05%	-2,05%
IMPUESTO SOBRE LA RENTA DIFERIDO (PORCENTAJE*)	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS DE RENTA E INTERES NO CONTROLANTE.	5,85%	7,17%	6,95%	7,03%	7,00%	7,21%

Fuente: Elaboración propia – Estados Financieros desde el 2016- al 30 junio 2020.

En el siguiente gráfico N°6, se puede apreciar con mayor claridad el comportamiento de las tres variables y como mantiene su estabilidad, a pesar de las fluctuaciones de la Utilidad Antes de Impuestos de renta e interés no controlante, con variaciones de hasta 3% y la participación de los impuestos se mantiene prácticamente inalterada.

GRÁFICO N°6 – HISTORICO + PROYECCION TASA IMPUESTO A LA RENTA CORRIENTE, IMPUESTO A LA RENTA DIFERIDO Y UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO DE RENTA E INTERÉS NO CONTROLANTE, SOBRE INGRESO OPERACIONAL.



Fuente: Elaboración propia – Considerando Estados Financieros desde el 2016- al 30 junio 2020.

Por último, en la tabla N°52 presentamos un resumen del período de proyección de impuesto corporativo.

TABLA N°52 – RESUMEN PROYECCIÓN IMPUESTO CORPORATIVO (EN MILLONES DE COP)

	31-12-20	2020	2021	2022	2023	2024
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS DE RENTA E INTERES NO CONTROLANTE	320.794	775.114	764.465	796.198	816.531	866.663
TOTAL IMPUESTO	-102.789	-225.552	-206.281	-212.264	-218.632	-225.409
IMPUESTO CORPORATIVO PROYECTADO	-32,04%	-29,10%	-26,98%	-26,66%	-26,78%	-26,01%
IMPUESTO CORPORATIVO LARGO PLAZO	-27,93%					

Fuente: Elaboración propia – Considerando Estados Financieros desde el 2016- al 30 junio 2020.

7.5. Estado de resultado proyectado en millones de COP

En la tabla N°53 podemos apreciar el Estado de Resultados Proyectado de Grupo Nutresa S.A., considerando los periodos 2S-2020, 2020, 2021, 2022, 2023, y 2024. En términos generales, la empresa mantendría un crecimiento moderado en torno al 5,5 – 6% anual de sus ingresos operacionales a través de los años, enfrentando periodos de bastante incertidumbre en el 2020 y el 2021, dada la recesión mundial a causa de la Pandemia, con altos costos de ventas, pensando que hoy se están buscando nuevas maneras o procedimientos para adaptarse a los nuevos tiempos.

Por el lado de la deuda, vemos que la empresa seguiría su estrategia de una deuda controlada, y menor para los años 2021 y 2022, y luego pasar a volver a incrementar su posición crediticia para los años 2023 y 2024, pensando en nuevas inversiones y un mayor crecimiento.

TABLA N°53 – ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (EN MILLONES DE COP)

	31-12-20	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos operacionales provenientes de contratos con clientes	5.481.772	10.806.554	11.001.072	11.320.103	11.659.706	12.021.157
Costo de ventas	-3.062.812	-6.131.179	-6.171.697	-6.347.897	-6.529.128	-6.715.533
Margen bruto	2.418.960	4.675.375	4.829.375	4.972.206	5.130.578	5.305.624
Gastos de administración	-252.784	-491.169	-510.280	-524.848	-539.832	-555.244
Gastos de venta	-1.620.434	-3.003.329	-3.224.488	-3.316.546	-3.411.233	-3.508.623
Gastos de producción	-91.296	-180.775	-179.959	-185.097	-190.382	-195.817
Diferencia en cambio de activos y pasivos operativos	4.161	3.850	7.087	7.293	7.512	7.744
Otros ingresos netos operacionales	6.318	-2.183	15.905	16.366	16.857	17.379
Utilidad Operativa (EBIT)	464.925	1.001.769	937.640	969.373	1.013.499	1.071.063
Gastos por Depreciación y Amortización	-207.547	-350.651	-463.045	-522.358	-592.048	-673.931
Depreciación por Derecho de uso	0	-61.914	0	0	0	0
Diferencia en cambio no realizada de activos y pasivos operativos	908	-3.552	-1.445	-1.487	-1.532	-1.579
EBITDA	671.564	1.417.886	1.402.130	1.493.217	1.607.079	1.746.573
Ingresos Financieros	11.139	20.841	15.457	15.457	18.876	18.876
Gastos financieros	-147.201	-302.232	-247.304	-247.304	-274.804	-274.804
Dividendos	39	68.733	58.851	58.851	60.184	60.184
Diferencia en cambio de activos y pasivos no operativos	-10.159	-10.280	-2.848	-2.848	-2.848	-10.280
Participación en asociadas y negocios conjuntos	1.705	-4.063	-400	-400	-1.334	-1.334
Otros ingresos (egresos), netos	346	346	3.069	3.069	2.958	2.958
Utilidad antes de impuesto de renta e interés no controlante	320.794	775.114	764.465	796.198	816.531	866.663
Impuesto sobre la renta corriente	-107.218	-250.320	-215.171	-221.411	-228.053	-235.123
Impuesto sobre la renta diferido	9.587	29.926	19.240	19.798	20.392	21.025
Utilidad del periodo de operaciones continuadas	223.163	554.720	568.534	594.585	608.870	652.565
Operaciones discontinuadas, después de impuestos	-11.140	-11.404	-7.486	-7.703	-7.934	-8.180
Utilidad Neta del periodo	212.023	543.316	561.049	586.882	600.936	644.385

Fuente: Elaboración propia – Considerando Estados Financieros desde el 2016- al 30 junio 2020.

7.5.1. Supuestos Utilizados

1) PRIMER SUPUESTO:

Dentro de los ingresos operacionales del Grupo Nutresa S.A., este análisis se basa en el supuesto que la tendencia de crecimiento de estos, sigue al indicador de crecimiento del PIB de Colombia para la categoría de Alimentos, por dos razones: La primera, porque posee la mayor participación en ventas (sobre el 60%) en Colombia y la segunda, dado que este índice considera principalmente la elaboración de productos cárnicos, bebidas, pastas, productos de café, entre otros en el país.

2) SEGUNDO SUPUESTO:

Para el 2021, un año después de la aparición de la pandemia del COVID-19 y de la recesión económica global, definiremos el segundo supuesto en donde el crecimiento de los ingresos operacionales se verá afectado por la escasa nueva inversión en nuevos negocios dada la alta volatilidad en los mercados e incertidumbre, que continuaría hasta la primera mitad del año 2021, y por los constantes cambios que el mercado y la nueva conducta de los consumidores adaptándose a esta nueva realidad.

3) TERCER SUPUESTO:

El supuesto numero N°03 dado el supuesto dos, entonces la estrategia que seguirá Grupo Nutresa por los siguientes años 2021-2024, luego de terminada la pandemia del COVID-19 sería la de no realizar mayores inversiones en nuevos negocios, y crecer horizontal y gradualmente, más enfocados en la optimización y definición de sus actuales negocios.

7.6. Estado de resultado proyectado porcentual

TABLA N° 54 – ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO POCENTUAL.

	31-12-20	2020	2021	2022	2023	2024
INGRESOS OPERACIONALES DE CONTRATO CON CLIENTES	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
COSTOS VENTAS	-55,87%	-56,74%	-56,10%	-56,08%	-56,00%	-55,86%
MARGEN BRUTO	44,13%	43,26%	43,90%	43,92%	44,00%	44,14%
GASTO DE ADMINITRACION	-4,61%	-4,55%	-4,64%	-4,64%	-4,63%	-4,62%
GASTO DE VENTAS	-29,56%	-27,79%	-29,31%	-29,30%	-29,26%	-29,19%
GASTO DE PRODUCCION	-1,67%	-1,67%	-1,64%	-1,64%	-1,63%	-1,63%
DIFERENCIA EN CAMBIO DE ACTIVOS Y PASIVOS OPERATIVOS	0,08%	0,04%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%
OTROS INGRESOS NETOS OPERACIONALES	0,12%	-0,02%	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%
EBIT	9,06%	9,27%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%
GASTOS POR DEPRECIACION Y AMORTIZACION	-3,79%	-3,24%	-4,21%	-4,61%	-5,08%	-5,61%
DEPRECIACION POR DERECHO DE USO	0,00%	-0,57%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
DIFERENCIA EN CAMBIO NO REALIZADA DE ACTIVOS Y PASIVOS OPERATIVOS	0,02%	-0,03%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%
EBITDA	12,25%	13,12%	12,75%	13,19%	13,78%	14,53%
INGRESOS FINANCIEROS	0,20%	0,19%	0,14%	0,14%	0,16%	0,16%
GASTOS FINANCIEROS	-2,69%	-2,80%	-2,25%	-2,18%	-2,36%	-2,29%
DIVIDENDOS	0,00%	0,64%	0,53%	0,52%	0,52%	0,50%
DIFERENCIA EN CAMBIO DE ACTIVOS Y PASIVOS NO OPERATIVOS	-0,19%	-0,10%	-0,03%	-0,03%	-0,02%	-0,09%
PERDIDA POR LA POSICION MONETARIA NETA	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PARTICIPACIÓN EN ASOCIADAS Y NEGOCIOS CONJUNTOS	0,03%	-0,04%	0,00%	0,00%	-0,01%	-0,01%
OTROS INGRESOS NETOS	0,01%	0,00%	0,03%	0,03%	0,03%	0,02%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS DE RENTA E INTERES NO CONTROLANTE	5,85%	7,17%	6,95%	7,03%	7,00%	7,21%
IMPUESTO SOBRE LA RENTA CORRIENTE	-1,96%	-2,32%	-1,96%	-1,96%	-1,96%	-1,96%
IMPUESTO SOBRE LA RENTA DIFERIDO	0,17%	0,28%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%
UTILIDAD DEL PERIODO DE OPERACIONES CONTINUADAS	4,07%	5,13%	5,17%	5,25%	5,22%	5,43%
OPERACIONES DISCONTINUADAS, DESPUES DE IMPUESTOS	-0,20%	-0,11%	-0,07%	-0,07%	-0,07%	-0,07%
UTILIDAD NETA DEL PERIODO	3,87%	5,03%	5,10%	5,18%	5,15%	5,36%

Fuente: Elaboración propia – Considerando Estados Financieros desde el 2016- al 30 junio 2020.

8. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

Luego de haber proyectado el estado de resultados de Grupo Nutresa S.A., desde el segundo semestre del 2020 (2S-2020) hasta el año 2024, y siguiendo con nuestro objetivo de valorizar la empresa, entonces ahora debemos obtener la proyección del Flujo de Caja Libre. Esta nueva proyección cuenta con algunos supuestos previos antes de ser conocido, los que se detallan a continuación:

8.1. Depreciación y amortización

En este ítem, vemos que entre el 2018 y el 1S-2020, la tasa de crecimiento de la depreciación y amortización de la empresa ha sido particularmente baja (entre 0% y 3%) y, desde el año 2016 al 2017, vemos una tasa de crecimiento en torno al 17,5%. En este caso, nuestro supuesto será, mantener la tasa de crecimiento más alta de un 17,5% por el mayor tiempo y uso de sus activos (PPE), y además siguiendo un criterio más conservador para el inversionista.

TABLA N°55: PROYECCIÓN DE LA DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN (EN MILLONES DE COP).

	31-12-20	2021	2022	2023	2024
DEPRECIACION Y AMORTIZACIÓN	207.547	463.045	522.358	592.048	673.931

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

8.2. Inversión en reposición

Consideraremos la proyección del valor de la depreciación desde 2S-2020 al 2024, como el valor de la Inversión en reposición, es decir, la empresa realizará inversiones en activo fijo en la misma cantidad en que el activo fijo existente se deprecia. En la siguiente Tabla N°56 se puede observar la proyección del período a considerar:

TABLA N°56: PROYECCIÓN DE LA INVERSIÓN EN REPOSICIÓN (EN MILLONES DE COP).

	31-12-20	2021	2022	2023	2024
INVERSIÓN DE REPOSICIÓN (100% DEP. Y AMORT.)	207.547	463.045	522.358	592.048	673.931

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

8.3. Inversión en capital físico

Para el valor de la Inversión en capital físico, realizamos un análisis de relación entre el valor de propiedad, planta y equipo de grupo Nutresa S.A. y sus ingresos operacionales, desde el año 2016 al 1S-2020 (PP&E/ventas).

En la siguiente tabla N°57, podemos ver que la compañía a partir del año 2017, empieza a bajar gradualmente su cantidad de capital físico en relación a sus ingresos operacionales, hasta el año 2019.

TABLA N°57: ESTIMACIÓN DE LA INVERSIÓN EN PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO DEL 2016 AL 1S-2020 (EN MILLONES DE COP).

	2016	2017	2018	2019	30-06-20
INGRESOS OPERACIONALES	8.676.640	8.695.604	9.016.066	9.958.851	5.324.782
PP&E NETO	3.390.946	3.395.671	3.376.364	3.400.057	3.441.132
PP&E/VENTAS	39,08%	39,05%	37,45%	34,14%	64,62%
ESTIMACIÓN PP&E/VENTAS AÑO	32,00%				

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Considerando lo anterior, y dentro del supuesto que en el año 2020 la empresa continúa reduciendo la razón (PP&E/ventas) hasta un 32%, y luego, esta razón se mantendría igual para cada año de nuestra proyección (2021 al 2024). En la próxima tabla N°58, podemos ver los valores para la inversión en PP&E de acuerdo a los ingresos por ventas anuales proyectados desde el 2020 al 2024.

TABLA N°58: PROYECCIÓN DE LA INVERSIÓN EN PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO (EN MILLONES DE COP).

	31-12-20	2021	2022	2023	2024
INVERSIÓN EN PP&E PARA SIGUIENTE PERIODO	62.246	102.090	108.673	115.664	0

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Finalmente, en el año 2024, la inversión en planta y equipo para el siguiente año será cero, debido al supuesto que la tasa de crecimiento de los ingresos operacionales desde el año 2025 en adelante, será de 0%. (ver en valor terminal).

8.4. Inversión (liberación) de capital de trabajo

Para proyectar la inversión en capital de trabajo de grupo Nutresa S.A, nos basaremos

en su comportamiento histórico, considerando desde el año 2016 al año 2019, en cómo se relacionan el capital de trabajo operacional neto (CTON) y los ingresos operacionales en cada año.

En la siguiente tabla N°59, podemos ver la relación histórica CTON/VENTAS, que se mueve en torno al 15 – 18% con una leve tendencia marcada al alza, lo que, para nuestro supuesto, utilizaremos el porcentaje de CTON mas alto (18%) con respecto a las VENTAS o ingresos operacionales.

TABLA N°59: IMPORTANCIA RELATIVA DE INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO CON RESPECTO AL INGRESO OPERACIONAL (EN MILLONES DE COP).

	2016	2017	2018	2019
INGRESOS OPERACIONALES	8.676.640	8.695.604	9.016.066	9.958.851
CTON (% DE VENTAS)	15%	17%	16%	18%
CTON (DIAS DE VENTA)	56	61	60	65
CTON REFERENCIA (% DE VENTAS)	18%			
CTON REFERENCIA (DIAS DE VENTA)	65			

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Entonces, usando el criterio anterior podemos proyectar el capital de trabajo operacional neto y, por consiguiente, la nueva inversión en capital de trabajo operacional neto, que corresponde a la diferencia entre la proyección del año siguiente y la actual, que se muestra en la tabla N°60:

TABLA N°60: PROYECCIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO E INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO (EN MILLONES DE COP).

	31-12- 20	2021	2022	2023	2024
CAPITAL DE TRABAJO	1.924.811	1.959.457	2.016.282	2.076.770	2.141.150
NUEVA INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO NETO		34.647	56.824	60.488	64.380

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

8.5. Valor terminal

Para estimar el flujo implícito y, por consiguiente, el valor terminal de Grupo Nutresa S.A., debemos señalar que la tasa de crecimiento orgánico de la empresa de los últimos 4 años, es relativamente baja observando que sus ventas han aumentado entre 1-3% anual, y que la empresa logra mantenerse dentro de este rango de manera estable. Sin embargo, la rigurosidad del mercado dinámico, hace que la compañía busque más opciones de mayor crecimiento, con nuevas adquisiciones y una cartera más diversificada en el rubro de los alimentos.

Dicho lo anterior, y seguimos dentro de un marco conservador e incierto dado el período de cambios en la conducta del consumidor a raíz de los últimos hechos de la pandemia que ha afectado la economía en todos sus ámbitos y de manera global, estimaremos a partir del 2025 en adelante, proyectaremos los ingresos como una perpetuidad sin crecimiento (0%).

TABLA N°61: PROYECCIÓN DE VALOR TERMINAL (EN MILLONES DE COP).

	31-12-20	2021	2022	2023	2024	2025
VALOR TERMINAL					8.372.510	

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

8.6. Proyección de los flujos de caja libre

En la tabla N°62, se detalla la proyección explícita para esta valorización de grupo Nutresa S.A., luego de haber proyectado el estado de resultados (31-12-20 al 2024), las

inversiones proyectadas, incluyendo el flujo libre de caja del primer año de la proyección implícita, obtenemos el siguiente cálculo:

TABLA N°62: PROYECCIÓN DE FLUJO LIBRE DE CAJA (EN MILLONES DE COP).

	31-12-20	2021	2022	2023	2024	2025
FLUJO DE CAJA LIBRE	189.251	590.139	587.212	614.404	777.057	841.437

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

En la siguiente tabla N°63, se resume la información obtenida previamente, y veremos cómo se calcula el FLC para el período explícito e implícito.

Para determinar el FCL, se calculó el flujo de caja bruto, el cual incorpora el ajuste de depreciación y amortización, además de la pérdida/utilidad por posición monetaria (que, a partir del año 2017, la empresa lo reclasifica dentro de inversión/gastos financieros no operacionales), y diferencia de cambios de activos y pasivos no operativos.

De la misma manera, se incorporan los siguientes ajustes después de impuestos: Ingresos por dividendos y financieros, gastos financieros, otros ingresos y egresos no operacionales y la utilidad/pérdida por la participación en asociadas y negocios conjuntos. Una vez obtenido el flujo de caja bruto y para determinar el flujo de caja libre se incorporan los ajustes de inversión en reposición, nueva inversión en activo fijo e inversión en capital de trabajo, de acuerdo a lo estimado anteriormente, incluyendo el flujo de caja libre del primer año de la proyección implícita, es decir, el año 2025.

TABLA N°63: CUADRO RESUMEN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE DEL 2S-2020 AL 2025 (EN MILLONES DE COP).

	31-12-20	2021	2022	2023	2024	2025
UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO	+212.023	+561.049	+586.882	+600.936	+644.385	+644.385
+ DEPRECIACION Y AMORTIZACION	+207.547	+463.045	+522.358	+592.048	+673.931	+673.931
- INGRESOS POR DIVIDENDOS	-39	-58.851	-58.851	-60.184	-60.184	-60.184
+ GASTOS FINANCIEROS	+147.201	+247.304	+247.304	+274.804	+274.804	+274.804
- INGRESOS FINANCIEROS	-11.139	-15.457	-15.457	-18.876	-18.876	-18.876
-/+ UTILIDAD (PERDIDA) POR ASOCIADAS	-1.705	+400	+400	+1.334	+1.334	+1.334
+/- DIFERENCIA EN CAMBIO EN PASIVOS Y ACTIVOS NO OPERATIVOS	+10.159	+2.848	+2.848	+2.848	+10.280	+10.280
+/- PERDIDA POR LA POSICION MONETARIA	0	0	0	0	0	0
+/- OTROS GASTOS (INGRESOS) NO OPERACIONALES	-346	-3.069	-3.069	-2.958	-2.958	-2.958
FLUJO DE CAJA BRUTO	563.701	1.197.269	1.282.415	1.389.952	1.522.716	1.522.716
- INVERSION DE REPOSICION	-207.547	-463.045	-522.358	-592.048	-673.931	-673.931
- INVERSION EN CAPITAL FISICO (NUEVA INVERSION)	-62.246	-102.090	-108.673	-115.664	0	0
- OTRAS INVERSIONES/INGRESOS ACT	-104.658	-7.348	-7.348	-7.348	-7.348	-7.348
-/+ INVERSION (LIBERACION) DE CAPITAL DE TRABAJO NETO	0	-34.647	-56.824	-60.488	-64.380	0
FLUJO DE CAJA LIBRE NETO	189.251	590.139	587.212	614.404	777.057	841.437

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

9. PRECIO DE LA ACCION PROYECTADO

9.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Para calcular el valor presente de los flujos de caja de la compañía, utilizaremos la tasa de costo de capital WACC de 10,05%, previamente obtenida.

En el año 2025, luego de haber estimado el FCL, y posterior a este, el valor terminal de MCOP\$ 8.372.510 (perpetuidad sin crecimiento), entonces, sumaremos este valor terminal al Flujo de Caja Libre del año 2024, para luego descontarlo a la tasa de costo de capital WACC.

En la tabla N°64, se pueden observar los cálculos en detalle, que fueron realizados para obtener el valor presente de los flujos, el cual es de MCOP\$ 7.186.974,96

TABLA N°64: VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE AL 30 JUNIO 2020 (EN MILLONES DE COP).

	31-12-20	2021	2022	2023	2024	2025
FCL	189.251	590.139	587.212	614.404	777.057	841.437
VALOR TERMINAL					8.372.510	
FCL + VALOR TERMINAL	189.251	590.139	587.212	614.404	8.387.806	

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

VAN GRUPO NUTRESA S.A (MCOP). **\$7.186.974,96**

TASA DE COSTO DE CAPITAL WACC 10,05%

Luego de obtener el valor presente de los flujos, ahora nuestro objetivo es calcular el precio de la acción de Nutresa. Por lo tanto, primero debemos calcular el valor de los

activos de la empresa. Para esto, necesitamos ajustar el valor presente del flujo de caja libre calculado en el punto anterior, agregando el valor de los activos prescindibles de la empresa, y el exceso de capital de trabajo a la fecha de valoración que estamos considerando (30 junio 2020). Dicho esto, una vez calculado el valor total de los activos, podemos entonces conocer valor del patrimonio económico, restando la deuda financiera y las participaciones no controladoras del valor total de los activos. En definitiva, estaremos en condiciones de estimar el precio de la acción, dividiendo el valor del patrimonio económico por el número total de acciones de Nutresa.

9.2. Déficit (Exceso) de capital de trabajo

Para obtener el valor económico de los activos de Grupo Nutresa. S.A., primero calcularemos el exceso o déficit de capital de trabajo. Este se estima obteniendo la diferencia entre el capital de trabajo observado al 30 de junio 2020 y el capital de trabajo que estima la empresa para el próximo período (al 31 Dic 2020).

En nuestro caso, hemos estimado el valor en capital de trabajo de Nutresa en base a las ventas, como el 18% de estas, y, por lo tanto, tomamos el valor de ingresos operacionales proyectados para fines del 2020, y luego calculamos el capital de trabajo para el 2021 (fines del 2020) en MCOP\$ 1.924.811. De esta manera, podemos desprender el valor del exceso de capital de trabajo, realizando la diferencia con el capital de trabajo al 30 junio 2020 de MCOP\$ 1.773.822 (que en nuestro supuesto será el mismo al 31 de Dic del 2019).

A continuación, en la tabla N°65, podemos apreciar el exceso de capital de trabajo neto en millones de COP:

TABLA N°65: EXCESO CAPITAL DE TRABAJO (EN MILLONES DE COP).

EXCESO CAPITAL DE TRABAJO	150.989
---------------------------	---------

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

9.3. Activos prescindibles

Continuando con nuestro objetivo de conocer el total del valor económico de los activos de la empresa, ahora necesitamos identificar cuáles son sus activos prescindibles. Estos activos prescindibles son activos que no influyen directamente en la operación del negocio y, que, si se vendieran o eliminaran, la empresa no correría riesgo en la continuidad del negocio.

En la tabla N°66 se detallan todos los activos prescindibles de la empresa, al 30 de junio de 2020, sumando un total de MCOP\$ 7.754.733

TABLA N°66: DETALLE ACTIVOS PRESCINDIBLES (EN MILLONES DE COP).

TOTAL ACTIVOS PRESCINDIBLES	7.754.733
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO	743.445
OTROS ACTIVOS CORRIENTES	338.726
INVERSIONES EN ASOCIADAS Y NEGOCIOS CONJUNTOS	195.349
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS NO CORRIENTES	1.946.129
PROPIEDADES DE INVERSION	79.313
PLUSVALIA	2.401.036
OTROS ACTIVOS INTANGIBLES	1.304.821
ACTIVOS POR IMPUESTO DIFERIDO	661.679
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	84.235

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Por lo tanto, siendo ahora conocidos: el valor presente del flujo libre de caja, el exceso de capital de trabajo y los activos prescindibles de Grupo Nutresa S.A, entonces, estamos en condiciones de calcular el valor total de los activos de la empresa, el que se muestra a continuación en la tabla N°67:

TABLA N°67: TOTAL VALOR ACTIVOS (EN MILLONES DE COP).

TOTAL VALOR ACTIVOS	14.790.719
---------------------	------------

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

9.4. Deuda financiera

Para conocer el valor económico del patrimonio de Nutresa, entonces debemos restar del valor total de activos, la deuda financiera de la compañía y las participaciones no

controladoras al 30 de junio del 2020. En la tabla N°68, se detallan de la siguiente manera:

TABLA N°68: DEUDA FINANCIERA Y PARTICIPACIONES NO CONTROLADORAS (EN MILLONES DE COP).

DEUDA FINANCIERA	3.539.636
PARTICIPACIONES NO CONTROLADORAS	2.520

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

9.5. Valorización económica de la empresa y el precio proyectado de la acción.

Finalmente, calculando el valor económico del patrimonio de la empresa, el que asciende a MCOP\$ 11.248.563, se deberá considerar este valor para el cálculo del precio de la acción proyectado al 30 de junio del 2020, en donde se obtiene al dividir el valor económico del patrimonio por el número total de acciones en circulación, como detalla la tabla N°69:

TABLA N°69: VALOR PATRIMONIO ECONÓMICO DE GRUPO NUTRESA S.A. AL 30 DE JUNIO DEL 2020 (EN MILLONES DE COP).

VALOR PATRIMONIO ECONOMICO GRUPO NUTRESA S.A.	11.248.563
NUMERO DE ACCIONES	460.123.458

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Luego de dividir el valor del patrimonio económico por el número de acciones en circulación, entonces pasamos a obtener el valor estimado del precio de la acción de

Grupo Nutresa S.a. a través del método de flujo de caja descontado, el que asciende a COP\$ 24.446,84 por acción, como se detalla en la tabla N°70:

TABLA N°70: COMPARACION DE PRECIO PROYECTADO Y PRECIO DE MERCADO AL 30 JUNIO 2020 (EN COP).

PRECIO ACCION PROYECTADO AL 30-06-2020	24.446,84
PRECIO CIERRE ACCION AL 30-06-2020	20.900,00
UPSIDE/DOWNSIDE	16,97%

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Además, en la tabla N°70, podemos ver que el precio proyectado de la acción de Nutresa al 30 de junio del 2020, es un 16,97% mayor que el precio de cierre de la acción a la misma fecha, lo que nos hace pensar que el precio de cierre de la acción estaría subestimando el valor real del patrimonio económico de la compañía. A continuación, en la tabla N°71, se puede ver un resumen de los datos necesarios para el cálculo del precio de la acción proyectado al 30 de junio del 2020.

TABLA N°71: RESUMEN VALORIZACION ECONOMICA GRUPO NUTRESA S.A. AL 30 JUNIO 2020 (EN MILLONES DE COP).

VALOR PRESENTE FCL	7.186.975
EXCESO DEFICIT CTON	-150.989
ACTIVOS PRESCINDIBLES U OTROS ACTIVOS	7.754.733
VALOR TOTAL DE ACTIVOS	14.790.719
DEUDA FINANCIERA	-3.539.636
PATRIMONIO ECONÓMICO	11.248.563
NUMERO DE ACCIONES	460.123.458
PRECIO ACCION PROYECTADO AL 30 JUNIO 2020	24.446,84
PRECIO ACCION REAL	20.900
DIFERENCIA DE PRECIOS (%)	+16,97%

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

En relación a las causas que podrían explicar la diferencia entre el precio de la acción proyectado y el precio que transa el mercado para la acción de Nutresa al 30 de junio del 2020, se podría atribuir esta al exceso de incertidumbre o pesimismo luego del comienzo de la pandemia en febrero 2020 y durante todo el primer semestre.

Diversas señales poco optimistas con respecto al control de la pandemia, han llevado a una disminución prolongada de la actividad económica, afectando a las bolsas de todo el mundo. Esto se puede reflejar incluso para el caso de la acción de Nutresa, que podemos apreciar en el gráfico N°7, donde la acción pasa de estar en un nivel de precio estable en torno a los COP\$ 25.000 durante enero y febrero, para luego, experimentar una caída abrupta que llega a un mínimo de 20.000 (-25%) al 12 de marzo.

Por lo tanto, al presentar la valorización al 30 de junio, con un precio proyectado mayor al precio de cierre de mercado (+16,97%), se puede corroborar meses después, que al conocerse el desempeño en ventas que ha mantenido la empresa, a pesar de la pandemia, la acción logra recuperarse a fines de agosto, llegando a niveles de COP\$ 23.300, pero, aún de manera poco estable dado la latente incertidumbre por nuevos rebotes a causa del COVID-19 (ver gráfico N°8).

GRÁFICO N°7: EVOLUCION PRECIO ACCION NUTRESA AÑO 2020 (EN COP).



Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa. S.A.

GRÁFICO N°8: EVOLUCION PRECIO ACCION NUTRESA DESPUES DEL 30 JUNIO 2020 (5 MESES) - EN COP.



Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa. S.A.

9.6. Análisis de sensibilidad

Dentro de las variables críticas a analizar para la proyección del precio de la acción de Nutresa, examinaremos primero el crecimiento de ventas anuales desde el 2021 al 2024. Este se refiere al crecimiento nominal (orgánico), es decir, crecimiento real más inflación, a través de sus competencias propias. (sin fusión ni adquisiciones).

En la tabla N°72, podemos ver primeramente el resultado de nuestra proyección original, en donde vemos un crecimiento ascendente desde el 2021 al 2024, y, para efectos del análisis, un promedio de 2,7% por cada año.

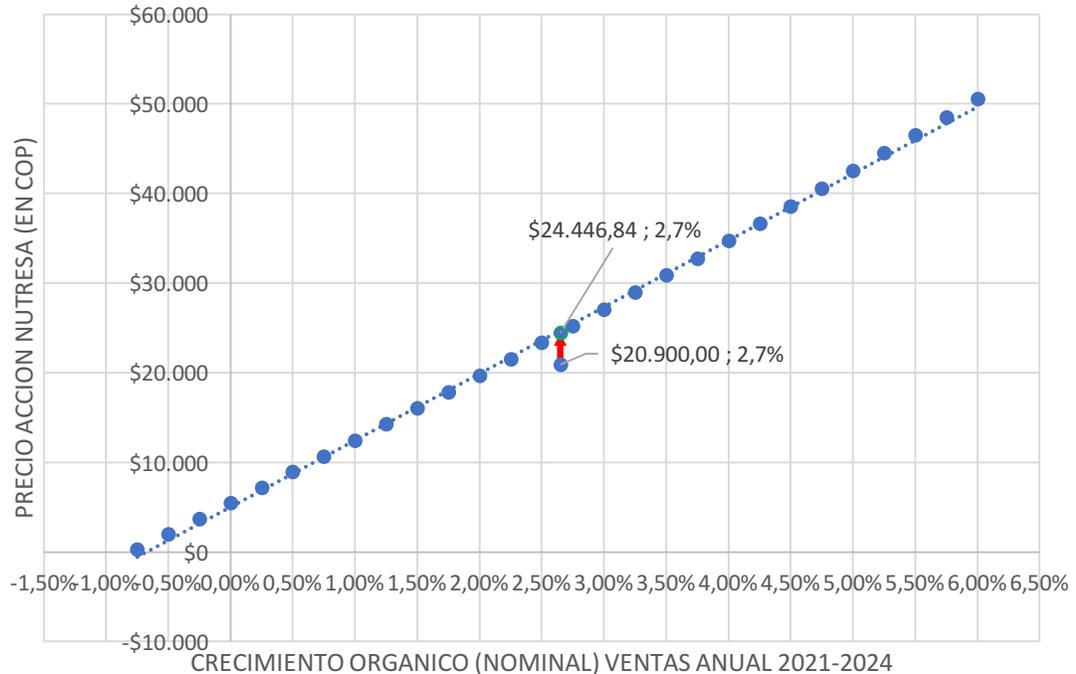
TABLA N°72: CRECIMIENTO ANUAL NOMINAL ORGANICO EN VENTAS POR AÑO DE ACUERDO A PROYECCION AL 30 JUNIO 2020

	2021	2022	2023	2024
CRECIMIENTO INGRESOS OPERACIONALES DE CONTRATO CON CLIENTES	1,80%	2,90%	3,00%	3,10%

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

En el gráfico N°9, vemos como se posiciona el precio de cierre de la acción en COP\$20,900 para un crecimiento en ventas estimado promedio ponderado por año de un 2,7%, y, por otro lado, observamos nuestro precio de la acción proyectado al 30 de junio del 2020, de COP\$24.446,84 al mismo crecimiento promedio de 2,7% anual.

GRÁFICO N°9: PRECIO ACCION NUTRESA DE ACUERDO AL CRECIMIENTO ORGANICO PROMEDIO VENTAS ANUALES (2021-2024).



Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

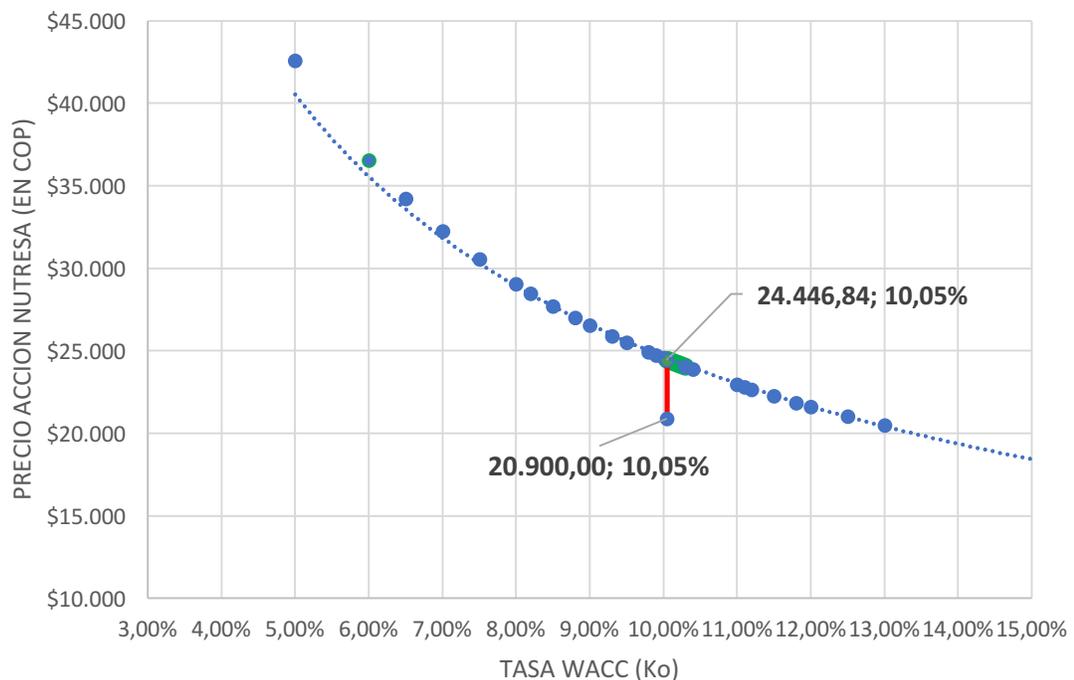
Como hemos visto en el análisis previo, el precio de la acción de Nutresa, luego de 5 meses post proyección, sube a los niveles de nuestro precio proyectado. Sin embargo, al sensibilizar el precio de la acción de Nutresa con respecto a cambios en la tasa de crecimiento nominal de ventas, bajo nuestro modelo de flujo de caja descontado, podemos observar primeramente una correlación positiva (lineal).

Luego, observando el comportamiento del precio de la acción del 2020, podemos deducir que la empresa ha tenido los mejores resultados con precio COP\$25,400, lo que reflejaría un crecimiento anual de ventas en torno al 2,8% máximo, y en el peor escenario, COP\$20.000, con un crecimiento proyectado asociado de 2,0% anual. Por lo

tanto, existe una diferencia de +/- \$COP 5.400 en el precio de la acción, por cada +/-80 puntos bases en la tasa de crecimiento de la venta para este año 2020.

En segundo lugar, vemos una nueva sensibilización del precio de la acción de Nutresa con respecto a la tasa WACC (ver gráfico N°10):

GRÁFICO N°10: PRECIO ACCION NUTRESA DE ACUERDO A TASA WACC.



Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Al sensibilizar el precio de la acción de Nutresa con respecto a distintas tasas de costo de capital WACC, bajo nuestro modelo de flujo de caja descontado, podemos observar primeramente una correlación negativa (exponencial).

Luego, observando el comportamiento del precio de la acción del 2020, podemos deducir que la empresa ha tenido los mejores resultados con precio COP\$25,400, lo que

reflejaría una tasa WACC alrededor de un 9,5%, y en el peor escenario, COP\$20.000, con costo de capital aproximado al 11,7%. Por lo tanto, existiría una diferencia de +/- \$COP 5.400 en el precio de la acción, por cada +/-220 puntos bases en la tasa costo de capital.

CONCLUSIONES

En la actualidad, la empresa se encuentra en tiempos de mucha incertidumbre económica y financiera debido a la inesperada llegada de la pandemia del COVID-19 a comienzos del año 2020. Muchas industrias han sido fuertemente afectadas debido a las restricciones que han impuesto las acciones preventivas al contagio, lo que ha repercutido en menores ventas y en algunos casos, cambios de conducta de los consumidores. Sin embargo, a pesar de lo anterior, Grupo Nutresa se encuentra en una situación financiera saludable, con indicadores de liquidez estables y normales los últimos cuatro años, y de igual manera, sus activos son financiados con deuda total casi equiparada a su nivel de patrimonio, una rentabilidad neta estable dentro del 4 al 5% con respecto a sus ventas, y un plan de crecimiento inorgánico creíble y sostenible, lo que sigue llamando el interés de los inversionistas para esta acción, llevándola a recuperarse rápidamente frente a la alta volatilidad y caída que experimentó en marzo del 2020, y que ciertamente seguirá en el año 2021. Grupo Nutresa ha sabido mostrar al mercado que la diversificación en su cartera de negocios, y un buen manejo financiero, les ha permitido mantener un crecimiento sostenido durante el tiempo, a pesar de una crisis externa.

Finalmente, a pesar del exceso de ruido en la economía, hemos visto que la acción de Nutresa, que fue afectada a comienzos de la pandemia donde cayó a niveles abruptos un -20% durante marzo del año 2020, esta ha dado señales de repunte, con sus resultados trimestrales, tendiendo a recuperarse a los niveles de precio que hemos obtenido en esta valorización de COP\$24.446,84.

BIBLIOGRAFÍA

- Grupo Nutresa S.A. Estados Financieros Consolidados, años 2016 al 2020 S3.
Sitio web: <https://www.gruponutresa.com/inversionistas/>
- Grupo Nutresa S.A. Estados Financieros Intermedios Consolidados, años 2016 al 2020 S3. Sitio web: <https://www.gruponutresa.com/inversionistas/>
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Información de mercado en Colombia. Sitio web: <http://www.bvc.com.co/>
- Banco de la Republica de Colombia. Estadísticas Económicas del mercado colombiano. Sitio web: <http://www.bvc.com.co/>
- Maquieira V., Carlos (2015). Finanzas Corporativas Teoría y Práctica. Editorial Thomson Reuters, 1° Edición.
- Olivares, José A. Contabilidad Financiera (2019) Facultad Economía & Negocios Universidad de Chile, Edición Digital
- Investing, Información financiera de Grupo Nutresa S.A. y de la industria alimenticia. Sitio web: <https://www.investing.com/>

- Finance Yahoo, Información sobre las empresas de la industria alimenticia. Sitio web: <https://finance.yahoo.com/>
- Damodaran Online. Información de la industria alimenticia, riesgo país, costo de capital y valorizaciones. Sitio web: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Aswath Damodarán, Investment Valuation (2002) Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset
- Repositorio Académico Universidad de Chile, Tesis, Artículos de Revistas, Libros para Economía y Negocios <http://repositorio.uchile.cl/>
- Refinitiv Workspace Plataform - Indicador Económico, Estados Unidos, Producción, Manufactura, Elaboración de alimentos perecibles, brebajes y tabaco, Reserva Federal <https://workspace.refinitiv.com/web>

ANEXOS.

ANEXO N°1: INGRESO DE ACTIVIDADES ORDINARIAS POR SEGMENTO

	2018	2019	PARTICIPACION - 2019
Galletas	\$1.834.070	\$2.040.127	20%
Cárnico	\$1.886.451	\$1.955.084	19%
Chocolates	\$1.582.978	\$1.711.240	17%
Café	\$996.084	\$1.221.253	12%
Tresmontes Lucchetti - TMLUC	\$996.068	\$1.044.540	10%
Alimentos al Consumidor	\$738.628	\$814.832	8%
Helados	\$445.957	\$476.807	5%
Otros	\$325.819	\$455.721	5%
Pastas	\$302.355	\$344.642	3%
TOTAL SEGMENTOS	\$9.108.410	\$10.064.246	100%
(AJUSTES Y ELIMINACIONES)	-\$92.344	-\$105.395	
CONSOLIDADO	\$9.016.066	\$9.958.851	

FUENTE: Estados Financieros Grupo Nutresa S.A. - www.gruponutresa.com

ANEXO N°2: ALGUNAS MARCAS POR SEGMENTO

Galletas	Cárnico	Chocolates	Café	TM Lucchetti	Alim. al Consumidor	Helados	Pastas
							

FUENTE: www.gruponutresa.com

ANEXO N°3: Algunos hechos importantes a lo largo de la vida de la empresa son:

1920 – Fundación de la Compañía Nacional de Chocolates Cruz Roja, que posteriormente se convertirá en Compañía Nacional de Chocolates S.A. y luego en Grupo Nutresa.

1961 – 21 de marzo, la Compañía Nacional de Chocolate cotiza por primera vez en la Bolsa de Valores de Medellín.

1995 – Fundación de la primera empresa comercializadora en el exterior, Corporación Distribuida de Alimentos S.A. – Cordialsa, en Ecuador y de la empresa distribuidora en Venezuela, Cordialsa Venezuela S.A.

2000 – Fundación de Novaventa S.A. empresa dedicada a la comercialización de los productos de las compañías de alimentos en canales alternativos como venta directa a través de catálogos y máquinas dispensadoras.

2004 – Adquisición de las plantas de galletas y chocolates de Nestlé en Costa Rica, dando origen a Compañía Nacional de Chocolates DCR y a Compañía de Galletas Noel de CR.

2006 – Inversiones Nacional de Chocolates S.A. cambia de denominación por la de Grupo Nacional de Chocolates S.A. el cual refleja la nueva estructura y visión de sus negocios y con el propósito de concentrar las contribuciones de las compañías al desarrollo económico y social de la comunidad.

2009 – Adquisición de Nutresa S.A. de C.V., en México, empresa que participa en el

mercado local de chocolates con marcas de alto reconocimiento.

2010 – Con los objetivos principales de continuar el proceso de crecimiento y consolidación de mercados en su región estratégica y la búsqueda de mayor liquidez, Grupo Nutresa emite 25 millones de acciones ordinarias a un precio de \$20.900 por acción.

2013 – Grupo Nutresa adquiere Tresmontes Lucchetti – TMLUC-, de Chile, jugador clave en los mercados de pastas, jugos, cafés, snacks, aceites comestibles, sopas, postres, y bebidas instantáneas frías, y con fuerte presencia en México en este último segmento. TMLUC nace de la compra, en 2004, de Lucchetti Chile S.A. por parte de Corpora Tresmontes S.A. La primera había nacido en Santiago de Chile en 1904 como “La Proveedora” fábrica artesanal de fideos, mientras que la segunda nació en 1918, como depósitos “Tres Montes”, dedicados a la venta al detalle de té, café y hierba mate en el país austral.

Grupo Nutresa anuncia su alianza con Starbucks y Alsea para el montaje y operación de las tiendas Starbucks en Colombia, la primera de las cuales, abre sus puertas en Bogotá, en julio del 2014.

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Anexo N°4 - A continuación, detallamos algunas de las normas que rigen en el Colombia:

- Ley 9 de 1979 (Medidas Sanitarias alimentos desde su manipulación hasta su consumo)
- Decreto 3075 de 1997 (Actividades que generan factores de riesgo desde la fabricación hasta la comercialización)
- Decreto 4149 de 2004 (Regulación de algunos trámites)
- Resolución 5109 de 2005 (Reglamento en cuanto requisitos de rótulos o etiquetas)
- Resolución 1506 de 2011 (Requisitos de rotulado o etiquetas en cuanto a aditivos)
- Resolución 2674 de 2013 (Requisitos sanitarios que deben tener las personas naturales o jurídicas que ejercen la fabricación de estos)
- Decreto 539 de 2014 (Reglamentos técnico sobre requisitos sanitarios que se deben cumplir al momento de importar y exportar alimentos)

Resolución 719 de 2015 (clasificación de alimentos de consumo humano de acuerdo con el riesgo en salud pública).

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Anexo N°5 – EVOLUCION IMPORTANCIA RELATIVA POR INGRESO DE TIPO DE PRODUCTO

	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Alimentos	54,49%	54,33%	54,01%	52,34%	51,26%
Bebidas	23,29%	23,62%	22,72%	22,54%	26,26%
Golosinas y Snacks	16,03%	16,91%	17,28%	17,28%	14,11%
Otros	6,19%	5,15%	5,99%	7,84%	8,37%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Anexo N°6 – DEFINICION DE ITEM SELECCIONADO DEL PIB PARA INFORMACION DE LA INDUSTRIA.

Elaboración de productos alimenticios; elaboración de bebidas; elaboración de productos de tabaco
Procesamiento y conservación de carne y productos cárnicos de bovinos, bufalinos, porcinos y otras carnes n.c.p.; procesamiento y conservación de carne y productos cárnicos de aves de corral y procesamiento y conservación de pescados, crustáceos y moluscos
Elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal
Elaboración de productos lácteos
Elaboración de productos de molinería, almidones y productos derivados del almidón; elaboración de productos de panadería; elaboración de macarrones, fideos, alcuquuz, y productos farináceos similares y elaboración de alimentos preparados para animales
Elaboración de productos de café
Elaboración de azúcar y elaboración de panela
Elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería
Procesamiento y conservación de frutas, legumbres, hortalizas y tubérculos; elaboración de otros productos alimenticios (platos preparados y conservados mediante enlatado o congelado, elaboración de sopas y caldos en estado sólidos, polvo o instantáneas entre otros)
Elaboración de bebidas (incluido el hielo) y elaboración de productos de tabaco

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Anexo N°7 – TABLA DESCOMPOSICION DE COSTOS Y GASTOS EN IMPORTANCIA RELATIVA.

	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Consumo de Inventarios y Otros Costos	46,29%	43,89%	43,41%	44,96%	47,73%
Beneficios de empleados	18,03%	18,86%	18,77%	18,51%	18,58%
Otros Servicios	8,61%	8,74%	9,13%	9,75%	8,77%
Otros Gastos	5,91%	5,76%	6,22%	5,99%	5,56%
Servicios de Transporte	3,83%	3,92%	4,12%	4,23%	4,25%
Depreciaciones y Amortizaciones	2,89%	3,37%	3,38%	3,05%	2,99%
Servicios de Maquila	2,26%	2,43%	2,41%	2,33%	2,31%
Energía y Gas	1,70%	1,77%	1,81%	1,82%	1,81%
Servicios Temporales	2,45%	2,66%	2,57%	2,01%	1,74%
Depreciaciones por Derechos de Usos	0,00%	0,00%	0,00%	1,31%	1,30%
Material Publicitario	1,53%	1,70%	1,47%	1,47%	1,13%
Mantenimiento	1,38%	1,39%	1,43%	1,33%	1,07%
Honorarios	1,20%	1,24%	0,94%	1,05%	0,83%
Impuestos Diferentes a Impuesto de la Renta	0,89%	0,94%	0,97%	0,86%	0,77%
Seguros	0,42%	0,42%	0,44%	0,46%	0,46%
Arrendamientos	2,49%	2,72%	2,74%	0,67%	0,44%
Deterioro de activos	0,13%	0,17%	0,20%	0,21%	0,25%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Anexo N°8 – TABLA DESCOMPOSICION DE DEPRECIACION Y AMORTIZACION POR IMPORTANCIA RELATIVA.

	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Costo de Venta	61,28%	57,86%	57,38%	42,52%	41,49%
Gasto de Administración	6,58%	5,61%	5,00%	6,17%	5,48%
Gastos de Venta	31,09%	35,58%	36,69%	50,39%	51,19%
Gastos de Producción	1,04%	0,95%	0,94%	0,92%	1,84%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Grupo Nutresa S.A.

Anexo N°09: TABLA CRECIMIENTO VENTAS AÑO PROMEDIO (2021 – 2024) Y PRECIO ACCION NUTRESA PROYECTADO ASOCIADO.

CRECIMIENTO VENTAS PROMEDIO POR AÑO (2021-2024)	PRECIO ACCION NUTRESA PROYECTADO AL 30 JUNIO 2020
-0,75%	\$271,96
-0,50%	\$1.972,30
-0,25%	\$3.684,47
0,00%	\$5.408,53
0,25%	\$7.144,52
0,50%	\$8.892,52
0,75%	\$10.652,57
1,00%	\$12.424,74
1,25%	\$14.209,08
1,50%	\$16.005,65
1,75%	\$17.814,51
2,00%	\$19.635,71
2,25%	\$21.469,32
2,50%	\$23.315,40
2,65%	(PROYECCION ORIGINAL) \$24.446,84
2,65%	(CIERRE AL 30 JUN 2020) \$20.900,00
2,75%	\$25.174,00
3,00%	\$27.045,17
3,25%	\$28.928,99
3,50%	\$30.825,51
3,75%	\$32.734,78
4,00%	\$34.656,87
4,25%	\$36.591,84
4,50%	\$38.539,74
4,75%	\$40.500,64
5,00%	\$42.474,60
5,25%	\$44.461,67
5,50%	\$46.461,92
5,75%	\$48.475,40
6,00%	\$50.502,18

Anexo N°10: TABLA TASA WACC – K_o Y PRECIO ACCIÓN NUTRESA PROYECTADO ASOCIADO.

TASA WACC - K _o	PRECIO ACCIÓN
20,00%	\$15.796,40
18,00%	\$16.741,35
16,00%	\$17.935,78
13,00%	\$20.450,70
12,50%	\$20.991,75
12,00%	\$21.579,33
11,80%	\$21.828,72
11,50%	\$22.219,55
11,20%	\$22.631,89
11,10%	\$22.774,43
11,00%	\$22.919,62
10,40%	\$23.850,94
10,30%	\$24.016,97
10,05%	(PROYECCION ORIGINAL) \$24.446,84
10,05%	(CIERRE AL 30 JUN 2020) \$20.900,00
10,00%	\$24.535,45
9,90%	\$24.715,41
9,80%	\$24.899,13
9,50%	\$25.474,01
9,30%	\$25.878,29
9,00%	\$26.519,09
8,80%	\$26.971,03
8,50%	\$27.689,57
8,20%	\$28.461,61
8,00%	\$29.009,01
7,50%	\$30.507,30
7,00%	\$32.222,83
6,50%	\$34.205,84
6,00%	\$36.523,30
5,00%	\$42.563,44

ANEXO N°11: Crecimiento de la industria de alimentos según los analistas y estudios.

El estudio de la agencia de mercado MINTEL llamado “Tendencias Globales en Alimentos y Bebidas 2030” señala que existen cuatro factores claves que están cambiando la industria de alimentos y bebidas:

Cambio corporativo

Las empresas triunfantes serán las que mejoren la salud del planeta y de su población.

Dietas inteligentes

La tecnología permitirá a los consumidores diseñar enfoques híper individualizados para la salud física y mental. A medida que la vida se torne más frenética y estresante para los consumidores, las dietas flexibles y equilibradas se transformarán en un aspecto esencial.

Cosechas de alta tecnología

Aumentará la confianza del consumidor en la ciencia y en la tecnología de los alimentos, las cuales serán vitales para salvar nuestro suministro alimentario. La tecnología comenzará a tener efectos disruptivos en la cadena alimentaria tradicional, ya que los fabricantes emprendedores buscarán reemplazar las granjas y fábricas por laboratorios,

Rápido crecimiento en la variedad de canales de venta de alimentos y bebidas.

Se presentará la oportunidad de preparar recomendaciones, promociones e innovaciones de productos en función de los patrones reales de conducta del consumidor.

En esta misma línea, la agencia NIELSEN, en su estudio llamado 'Mundo Saludable', asegura que 4 de cada 10 colombianos están cambiando a la versión saludable de sus productos, y que, en las despensas, 9 de cada 10 hogares colombianos tiene al menos un producto que ofrece beneficios nutricionales y en pro de la salud. Es, en este sentido, que la industria de alimentos se está moviendo y evolucionando. «Varias áreas de las empresas de alimentos están viviendo profundos desafíos que exigen acelerar los procesos de innovación para responder a importantes tendencias del mercado», dice **Camilo Montes, director de la Cámara de Alimentos de la Andi.**

El estudio de MINTEL asegura que estamos ante el inicio de una nueva era de personalización que responde al **aumento de las compras de alimentos vía Internet y con teléfonos móviles**, lo cual va en línea con las predicciones sobre las características del consumidor del futuro, que **valorará más el tiempo que el dinero**, y utilizará la Inteligencia Artificial para satisfacer sus necesidades y comprarán con las marcas que reflejen sus valores y propósitos.

Cambio Climático y Población

Sumado a estos cambios de consumo de alimentos, están también los factores que inciden directamente como el **cambio climático y el crecimiento de la población**, dado que para 2050, se espera que la población mundial aumente en un 40% a 9,6 mil millones de personas. Para alimentar a esta población en aumento drástico, la industria agrícola necesitará producir un 70% más de alimentos y solo usará un 5% más de tierra.

Por otro lado, el director de la Cámara de Alimentos asegura que se ha detectado la necesidad de responder desde la ciencia de los alimentos al desequilibrio en la ingesta

energética que están teniendo los consumidores, explicado, entre otros factores, por la poca actividad física y hábitos de vida saludable. «Lo anterior, ha impulsado a que desde la industria se realicen importantes investigaciones alrededor de la reducción de nutrientes de interés en salud pública, la biodisponibilidad de nutrientes y la saciedad. Esta última va de la mano con la nanotecnología, que permite que las texturas y los sabores creen nuevas experiencias en el paladar», dice.

Los directivos de las empresas en Colombia se están ocupando de mejorar sus procesos. **José Luis Sánchez Bernal, presidente de Dupont de Colombia y la Región Andina**, asegura que el futuro de las empresas de alimentos en el país tiene que ver con su capacidad de reinversión. «El desarrollo de la industria de alimentos tiene que ver con lo que está pasando con la población, con las tendencias de consumo, y con los datos sobre longevidad para suplir sus necesidades. **Lo orgánico y las etiquetas limpias** seguirán siendo tendencias que influyen directamente en las empresas de alimentos». finaliza.
