

**Implicaciones del Tratado de Libre Comercio entre Colombia y China y su  
impacto financiero en el sector agroindustrial colombiano,  
un análisis de caso**

**Ana María Escobar Escovar  
Marcela Pinzón Faccini**

**Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA-  
Maestría en Finanzas Corporativas  
Bogotá  
2015**

**Implicaciones del Tratado de Libre Comercio entre Colombia y China y su  
impacto financiero en el sector agroindustrial colombiano,  
un análisis de caso**

**Ana María Escobar Escovar  
Marcela Pinzón Faccini**

**Director:  
Juan Santiago Correa Restrepo**

**Co-director:  
Edgardo Cayón Fallón**

**Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA-  
Maestría en Finanzas Corporativas  
Bogotá  
2015**

## TABLA DE CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN.....	10
1.1.1. TLC entre Colombia y sus socios comerciales .....	13
1.1.2. TLC entre Estados Unidos y América Latina .....	16
1.1.3. TLC entre China y otros Países de América Latina .....	19
1.1.4. Desarrollo y resultados esperados .....	23
2. MARCO TEÓRICO.....	30
2.1. Análisis Sectorial .....	33
2.2. Valoración Financiera de una empresa del sector.....	35
2.2.1. Valoración por descuento de Flujo de Caja Libre.....	36
2.2.2. Valoración por descuento de FC disponible al accionista (FCDA).....	38
2.2.3. Valoración por descuento de Flujos de dividendos.....	41
3. HISTORIA DE LOS TLC ENTRE COLOMBIA Y SUS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES.....	43
3.1. Acuerdos Finalizados.....	46
3.2. Acuerdos Vigentes .....	48
3.2.1. TLC entre Colombia y México .....	48
3.2.2. TLC entre Colombia, El Salvador, Guatemala y Honduras .....	50
3.2.3. Comunidad Andina (CAN).....	51
3.2.4. Acuerdo de Comercio entre Colombia y CARICOM .....	53
3.2.5. Acuerdo Comercial CAN – MERCOSUR.....	54
3.2.6. TLC entre Colombia y Estados Unidos .....	56
3.2.7. Acuerdo de Libre Comercio entre Colombia y Chile.....	58
3.2.8. Acuerdo Comercial entre Colombia, la Unión Europea y Perú .....	59
4. ANÁLISIS DE LAS RELACIONES COMERCIALES ENTRE COLOMBIA Y CHINA Y EL SECTOR AGROINDUSTRIAL COLOMBIANO .....	61
4.1.1. República Popular de China .....	61
4.1.2. República de Colombia.....	63
4.1.3. Relaciones Comerciales entre Colombia y China .....	67
4.1.4. Sector agroindustrial colombiano y oportunidades de desarrollo .....	69
5. HISTORIA Y ANÁLISIS FINANCIERO DEL GRUPO NUTRESA.....	74

5.1.	Grupo Nutresa.....	74
5.1.1.	Historia del Grupo Nutresa.....	75
5.1.2.	Unidades de Negocio del Grupo Nutresa.....	78
5.2.	Información Financiera del Grupo Nutresa 2009 - 2013.....	82
5.2.1.	Balance General.....	83
5.2.2.	Estado de Resultados.....	89
6.	MODELO DE VALORACIÓN PARA EVALUAR EL IMPACTO FINANCIERO DE LA FIRMA DE UN TLC ENTRE COLOMBIA Y CHINA.....	95
6.1.	Escenario Base.....	95
6.1.1.	Balance General.....	96
6.1.2.	Estado de Resultados.....	106
6.1.3.	Flujo de Caja.....	135
6.2.	Escenarios Alternativos.....	136
6.2.1.	Supuestos para los Escenarios Alternativos.....	137
6.2.2.	Balance General.....	147
6.2.3.	Estado de Resultados.....	148
6.2.4.	Resultados del Escenario Alternativo 1.....	153
6.2.5.	Resultados del Escenario Alternativo 2.....	156
7.	RESULTADOS GENERALES, CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	159
8.	BIBLIOGRAFÍA.....	168

## ÍNDICE DE GRÁFICAS

Gráfica 1. Comercio bilateral de Colombia con China. Exportaciones, Importaciones y Balanza comercial 2000-2012 .....	11
Gráfica 2. Saldo Comercial Perú – China, 2000-2010 (USD Miles de Millones).....	20
Gráfica 3. Comercio Exterior de Colombia 1991 – 2012.....	43
Gráfica 4: Exportaciones de Colombia por tipo de industria a países con acuerdo comercial 2010 – 2013 .....	45
Gráfica 5. Comercio Exterior de la CAN con el Mundo 2007-2012.....	52
Gráfica 6. Comercio de Colombia con Caricom 2009 – 2013.....	54
Gráfica 7. Comercio bilateral entre Colombia y Estados Unidos - Exportaciones, importaciones y balanza comercial.....	57
Gráfica 8: Exportaciones de Colombia en 2014 por tipo de producto.....	66
Gráfica 9: Exportaciones de Colombia a China 2009 - 2013 (Millones de USD).....	67
Gráfica 10: Importaciones de Colombia desde China (CIF Millones de USD) .....	68
Gráfica 11: Balanza Comercial Sector Agroindustrial Colombiano 2003 – 2013.....	71
Gráfica 12: Ciclo Operacional Grupo Nutresa 2009 - 2013 (días).....	84
Gráfica 13: Ciclo de Efectivo Grupo Nutresa 2009 - 2013 (días).....	86
Gráfica 14: Razón Corriente Grupo Nutresa 2009 - 2013 (COP) .....	87
Gráfica 15: Prueba Ácida Grupo Nutresa 2009 - 2013 (COP) .....	88
Gráfica 16: Ingresos por línea de negocios Grupo Nutresa 2009 – 2013 .....	89
Gráfica 17: Margen Bruto Grupo Nutresa 2009 - 2013 (%) .....	91
Gráfica 18: Margen EBITDA Grupo Nutresa 2009 - 2013 (%) .....	93

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1 Crecimiento económico de Colombia periodo 2000 – 2014 .....	64
Ilustración 2: Grupo Nutresa (Marcas y Compañías) .....	75

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Exportaciones Industriales de Colombia por destino 2010 – 2013.....	44
Tabla 2: Indicadores Macroeconómicos China 2012 – 2013 .....	62
Tabla 3: Importaciones de China por capítulo de arancel (USD Millones).....	63
Tabla 4: Historia Grupo Nutresa 1916 – 1999 .....	76
Tabla 5: Historia Grupo Nutresa 2000 – 2011 .....	77
Tabla 6: Participación de Mercado local por categoría Grupo Nutresa 2013 .....	90
Tabla 7: Total Activos del Capital de Trabajo (COP Miles).....	97
Tabla 8: Total Pasivos del Capital de Trabajo (COP Miles) .....	98
Tabla 9: Total Activos OCOP (COP Miles).....	99
Tabla 10: Total Pasivos OCOP (COP Miles) .....	100
Tabla 11: Total Intangibles Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles) .....	102
Tabla 12: Total Provisiones Deudores Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles) .....	103
Tabla 13: Financiación Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles) .....	104
Tabla 14: Financiación Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles) .....	105
Tabla 15: Dividendos Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles).....	105
Tabla 16: Mercado Mundial de Alimentos empacados 2009 – 2019 (toneladas) .....	107
Tabla 17: Mercado de Alimentos empacados por categoría Colombia 2009 - 2019 (toneladas).....	108
Tabla 18: Mercado Mundial Alimentos empacados 2009 – 2024 (Categoría Grupo Nutresa - toneladas).....	109
Tabla 19: Mercado en Colombia de Alimentos empacados 2009 – 2024 (Categoría Grupo Nutresa - toneladas).....	110
Tabla 20: Participación del Mercado Mundial Grupo Nutresa 2011 - 2024 (por categoría) .....	110
Tabla 21: Participación de Mercado en Colombia Grupo Nutresa 2011 - 2024 (por categoría).....	111
Tabla 22: Ventas por categoría del Grupo Nutresa en el mercado Local 2011 - 2024 (toneladas).....	112
Tabla 23: Ventas por categoría del Grupo Nutresa en el mercado mundial 2011 - 2024 (toneladas).....	112
Tabla 24: Precio de venta por categoría del Grupo Nutresa en el mercado Local 2011 - 2024 (COP millones).....	113

Tabla 25: Precio de venta por categoría del Grupo Nutresa en el mercado mundial 2011 - 2024 (USD Miles) .....	114
Tabla 26: Ingresos Totales por categoría del Grupo Nutresa 2009 - 2024 (Local + Exterior - COP Miles) .....	115
Tabla 27: Costo de Ventas del Grupo Nutresa 2009 - 2024 (Local + Exterior - COP Miles) .....	116
Tabla 28: Gastos de producción Grupo Nutresa como % de los ingresos (2011 – 2024)	117
Tabla 29: Depreciación de PP&E usado del Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles) .	118
Tabla 30: CAPEX del Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles) .....	119
Tabla 31: Depreciación de PP&E nuevo del Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles) .	120
Tabla 32: Total PP&E y depreciación del Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles).....	121
Tabla 33: Depreciación Grupo Nutresa 2014e - 2024 por grupo de gastos (COP Miles)	122
Tabla 34: Amortización intangibles del Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles).....	123
Tabla 35: Amortización Grupo Nutresa 2014e - 2024 por grupo de gastos (COP Miles)	124
Tabla 36: Gastos Operacionales de administración (% fijo y variable).....	125
Tabla 37: Gastos Operacionales de Administración (COP Miles) .....	126
Tabla 38: Gastos Operacionales de ventas (% fijo y variable).....	127
Tabla 39: Gastos Operacionales de Ventas (COP Miles).....	128
Tabla 40: Impuesto de Renta Grupo Nutresa 2014e – 2024 (COP Miles).....	130
Tabla 41: Impuesto CREE Grupo Nutresa 2014e – 2024 (COP Miles).....	131
Tabla 42: Tasa impositiva (%) sobretasa CREE 2015 – 2018.....	132
Tabla 43 Impuesto de Renta y Complementarios Grupo Nutresa 2014e – 2024 .....	133
Tabla 44: Flujo de Impuestos Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles).....	134
Tabla 45: Flujo de Caja 2014e - 2024 (COP Miles) .....	135
Tabla 46: Mercado de Chocolates en China.....	140
Tabla 47: Mercado de Galletas en China .....	142
Tabla 48: Categorías de productos para el TLC .....	144
Tabla 49: Aranceles para importación de productos a China.....	145
Tabla 50: Participación del Grupo Nutresa en el mercado chino Escenario 1 .....	146
Tabla 51: Participación del Grupo Nutresa en el mercado chino Escenario 2 .....	146
Tabla 52: Mercado de Retail en China 2009 – 2019 (toneladas) .....	149
Tabla 53: Mercado de Alimentos empacados en China 2009 – 2024 (Categoría Grupo Nutresa - toneladas).....	150
Tabla 54: Mercado de Retail en China 2009 – 2019 (Ventas en CNY) .....	151
Tabla 55: Mercado de Alimentos empacados en China 2009 – 2024 (Categoría Grupo Nutresa - CNY) .....	151
Tabla 56: Precio de venta por tonelada y por categoría Grupo Nutresa 2009 – 2024 (CNY/Ton).....	152
Tabla 57: Precio de venta por tonelada y por categoría Grupo Nutresa 2009 – 2024 (USD/Ton).....	152

Tabla 58: Participación de mercado Grupo Nutresa en China (%) - Esc 1.....	154
Tabla 59: Volumen de ventas Grupo Nutresa en China (Toneladas) - Esc 1.....	155
Tabla 60: Precio de venta internacional Grupo Nutresa en China (USD/Ton) - Esc 1.....	155
Tabla 61: Ingresos Totales Grupo Nutresa en China (COP Miles) - Esc 1.....	156
Tabla 62: Participación de mercado Grupo Nutresa en China (%) - Esc 2.....	157
Tabla 63: Volumen de ventas Grupo Nutresa en China (Toneladas) - Esc 2.....	157
Tabla 64: Precio de venta internacional Grupo Nutresa en China (USD/Ton) - Esc 2.....	158
Tabla 65: Ingresos Totales Grupo Nutresa en China (COP Miles) - Esc 2.....	158
Tabla 66: Costo de Capital Móvil 2014e - 2024 (Ke).....	162
Tabla 67: Resultados Escenarios Valoración por FCDA .....	163
Tabla 68: Resultados Escenarios Valoración por FD .....	163



## ÍNDICE DE ECUACIONES

Ecuación 1: Costo de Capital ( $K_e$ ).....	26
Ecuación 2: Cálculo de los Flujos de Fondos de una Compañía .....	27
Ecuación 3: Enterprise Value .....	28
Ecuación 4: Cálculo del Flujo de Caja Libre de la Operación .....	36
Ecuación 5: Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC).....	37
Ecuación 6. Crecimiento a perpetuidad (g) .....	37
Ecuación 7. Valor terminal o perpetuidad.....	38
Ecuación 8: Cálculo del Flujo de Caja Disponible al Accionista (FCDA).....	39
Ecuación 9: Costo de Capital ( $K_e$ ).....	39
Ecuación 10: Valor de la compañía o Enterprise Value .....	40
Ecuación 11: Cálculo del Flujo de Dividendos (FD).....	41
Ecuación 12: Valor de la compañía o Enterprise Value .....	42
Ecuación 13: Inversión Total del WK en un periodo .....	98
Ecuación 14: Cálculo del Impuesto de Renta .....	134

## ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1: Modelo Financiero Grupo Nutresa 2014e – 2024

## 1. INTRODUCCIÓN

Buscando generar crecimiento económico para el país y fomentar el comercio a través de exportaciones e importaciones, a finales de los años ochenta, Colombia inició un proceso orientado hacia la globalización. Durante este periodo y bajo el gobierno de Virgilio Barco, en Colombia se llevaron a cabo importantes reformas encaminadas a mejorar la productividad e impulsar el crecimiento. Sin embargo, sólo hasta Febrero de 1990 se lanzó el “Programa de Modernización de la Economía” que buscaba integrar a Colombia en el mercado mundial, eliminando la prohibición a la mayoría de las importaciones que hasta la fecha estaban sujetas a licencias otorgadas de manera discrecional por el Estado (Alarcón, 2012).

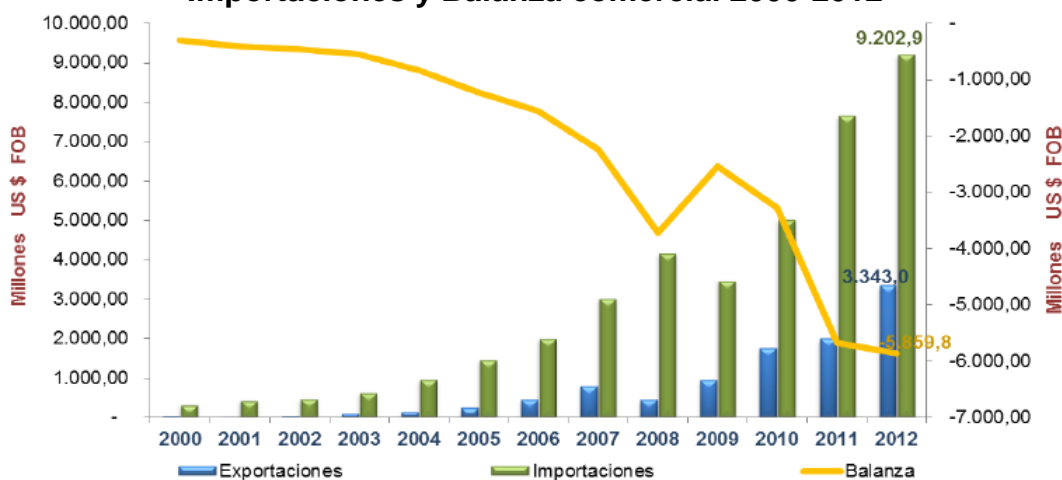
Aunque para el caso colombiano, el proceso de globalización no cumplió con la definición exacta planteada por Salomón Kalmanovitz como “el proceso de la totalmente libre circulación de mercancías, capitales y factores de la producción entre los países del mundo” (Kalmanovitz), Colombia entró a formar parte del mercado mundial de manera gradual, estableciendo acuerdos de libre comercio con sus socios comerciales que le permitieran contar con normas y reglas claras para el intercambio de bienes y servicios.

Con la idea de definir condiciones comerciales claras a través de acuerdos con sus principales socios comerciales, actualmente Colombia se encuentra analizando la posibilidad de firmar un Tratado de Libre Comercio (en adelante TLC) con China, país que en poco tiempo ha logrado “situarse con gran agresividad en los mercados mundiales como primer exportador y ascender en las relaciones con Colombia a segundo socio comercial” (Vieira Posada, 2013).

Frente a la posibilidad de llegar a un acuerdo comercial entre los dos países, cobran importancia aspectos tales como la Balanza Comercial entre Colombia y China, la competitividad y la capacidad de un país de proveer prosperidad a los

ciudadanos a partir del uso productivo de los recursos disponibles. Sin embargo, el comercio colombo-chino se caracteriza por la tendencia de Colombia a exportar productos de bajo valor agregado como aceites crudos de petróleo o de mineral bituminoso, ferroaleaciones, desperdicios y desechos de cobre; e importar productos de alto valor agregado como teléfonos y celulares, máquinas automáticas para procesamiento de datos, neumáticos y motocicletas entre otros (Melo & Vásquez, 2013), dando como resultado una balanza comercial altamente deficitaria y desfavorable para el país que, como lo muestra la siguiente gráfica, en 2012 fue de USD – 5.859,8 millones.

**Gráfica 1. Comercio bilateral de Colombia con China. Exportaciones, Importaciones y Balanza comercial 2000-2012**



Fuente: Melo & Vásquez, 2013

Teniendo en cuenta esta situación comercial entre Colombia y China, la firma de un TLC entre los dos países podrá representar un aumento significativo de la competencia sin la adecuada regulación anti-dumping, afectar los ingresos del mercado local y obligar a las empresas colombianas a acceder a nuevos mercados con condiciones desfavorables de negociación.

Los factores anteriormente mencionados, cambiarán las reglas de juego para los diferentes sectores de la economía colombiana, entre los cuales se destaca el

sector agroindustrial. El cual, según el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, durante el 2012 exportó USD4.680 millones, con un crecimiento del 5.4% frente al año anterior y durante el primer semestre del 2013 exportó USD2.784 millones. (Proexport, 2013). Así mismo, específicamente a China, durante el primer semestre de 2012, el sector agroindustrial colombiano exportó USD\$1.999 millones, superando en sólo seis meses el total exportado durante el 2011 (Proexport, 2012).

Aunque durante el 2013 los principales destinos para los productos agroindustriales fueron Estados Unidos, Venezuela, Perú, Ecuador y los Países Bajos, frente a la posibilidad de la firma de un TLC entre Colombia y China, el sector agroindustrial cobra especial importancia y según Proexport, tiene oportunidades en el mercado chino con productos tales como:

- ✓ Café Especial: principalmente café verde con etiqueta “hecho en Colombia”
- ✓ Azúcares y Miel: principal materia prima de industrias como la confitería y bebidas
- ✓ Productos lácteos
- ✓ Frutas y hortalizas procesadas
- ✓ Jugos y extractos vegetales
- ✓ Derivados del cacao (Proexport, 2012)

La entrada en vigencia de un TLC entre Colombia y China representa una oportunidad para fortalecer las relaciones entre los dos países como socios comerciales. Específicamente para Colombia, China representa la oportunidad de acceder a un mercado con millones de consumidores y que se caracteriza por su continuo crecimiento. Según Rafael Mejía Presidente de la Sociedad de Agricultores de Colombia (SAC) “este gigante es un gran demandante de alimentos y Colombia tiene el potencial para ser proveedor de los [más de] 1.200 millones de consumidores chinos” (Portafolio, 2013).

Adicionalmente, en el campo de la agroindustria, actualmente América Latina provee alimentos a China, pero existe una oportunidad para incrementar las exportaciones, mejorando su oferta de materias primas al convertirlas en productos procesados, terminados y/o diferenciados. (Fornes, 2013). Es en este momento cuando los productos agroindustriales colombianos aumentan su potencial como pilar fundamental para la economía. Pues con el tiempo, el perfil de los consumidores chinos se ha inclinado hacia los productos diferenciados y de mejor calidad, pero la habilidad del país para suplir la demanda interna ha cambiado, generando “una creciente necesidad por parte de este país de encontrar proveedores de alimentos y sus insumos en mercados externos” (Vieira Posada, 2013).

Con la firma de un TLC, las compañías colombianas y específicamente las del sector agroindustrial, deberán enfrentar las nuevas condiciones económicas como un reto, diseñar estrategias que les permitan conocer el nuevo mercado, mejorar sus condiciones de competitividad y rediseñar sus procesos, todo esto con el fin de aprovechar al máximo las nuevas oportunidades que representan los TLC para los países firmantes.

Buscando entender y dimensionar el posible impacto de un TLC entre Colombia y China, se llevó a cabo una revisión de la literatura relacionada con acuerdos comerciales similares y las opiniones de expertos en el tema, obteniendo los siguientes resultados:

#### **1.1.1. TLC entre Colombia y sus socios comerciales**

Como parte del análisis del TLC entre Colombia y Estados Unidos, el Ex Ministro de Comercio, Industria y Turismo Sergio Díaz-Granados confirma la idea de que un TLC representa un cambio en las condiciones del mercado, en las exigencias de competitividad para las empresas y asegura que la firma y puesta en marcha

de este acuerdo trae consigo un arduo trabajo para el país y representa un reto para las empresas, pero al mismo tiempo es “una fórmula para el crecimiento y así lo reflejan los países que han firmado acuerdos con la principal economía del mundo, e igualmente constituye una política que complementa otras del Plan de Desarrollo. Es una contribución al crecimiento a través de la eliminación de trabas e incertidumbres” (Díaz-Granados, 2013).

Por su parte y con el fin de profundizar en este tema, el Banco Interamericano de Desarrollo en el año 2010, promovió diálogos sobre la implementación de los TLC en América Latina, pues según este organismo “después del largo y complejo proceso de negociaciones comerciales, la mayoría de los gobiernos se han dado cuenta que la tarea no termina cuando un acuerdo de comercio ha sido firmado y ratificado. Más bien, surgen nuevos retos que deben abordarse con el fin de implementar con éxito un acuerdo comercial” (BID, 2010).

Frente a la posibilidad de llegar a un TLC comercio entre Colombia y China, las opiniones de los expertos y los sectores económicos afectados están divididas. Por un lado están quienes ven los acuerdos comerciales como una oportunidad de crecimiento, desarrollo, mayor inversión y la posibilidad de acceder a un mercado que en el caso de China es desconocido para muchos, pero por su tamaño cada día ofrece y demanda más bienes y servicios. En contraposición, están quienes consideran los acuerdos como una amenaza para el mercado local y que pueden generar un ambiente de competencia en desigualdad de condiciones en materia de tecnología, inversión, talento humano y otros recursos.

Dentro de las opiniones a favor, cabe resaltar la del Ex Ministro Sergio Díaz-Granados, quien en 2013 ratificó los beneficios del TLC firmado entre Colombia y Estados Unidos, al afirmar que “cumplimos las expectativas que el Gobierno se fijó en cuanto a diversificación de la oferta exportable a la principal economía del mundo” (Díaz-Granados, 2013). Adicionalmente Díaz-Granados, destacó los

grandes avances obtenidos con la apertura de nuevas empresas exportadoras (especialmente Mypimes y de turismo) y el crecimiento de la inversión extranjera de Estados Unidos en Colombia, factores claves que enmarcaron de manera positiva los resultados durante el primer año de vigencia del TLC y permanecieron acorde a lo esperado.

Por su parte, en el año 2010, el senador Jorge Enrique Robledo dio a conocer su posición en contra del TLC entre Estados Unidos y Colombia, afirmando que este acuerdo no se debía llevar a cabo. Pues para él, el TLC no contribuiría de manera positiva con el desarrollo nacional, si no que por el contrario amenazaría el país desde dos frentes: Por un lado, existirían posiciones soberanas frente a las importaciones y exportaciones y principalmente se consideraba un tratado más para importar, que un tratado para exportar, lo que pondría a Colombia en desventaja en la balanza comercial. Por otra parte, Robledo afirmó que no era necesario firmar un TLC para continuar con las relaciones económicas, argumentando que grandes potencias que tenían importantes negociaciones con Estados Unidos, para ese entonces no tenían firmado ningún acuerdo comercial. (Robledo, 2005).

Así mismo, en el año 2011 el Ministro de Agricultura Juan Camilo Restrepo, sostuvo que, aunque el TLC con Estados Unidos iba a generar oportunidades para ciertos sectores de la economía, Colombia no estaba preparada para la entrada en vigencia del TLC, representaba grandes amenazas en la desgravación arancelaria de productos como la leche y dificultades para el gremio arrocero, debido a los subsidios que el Gobierno Estadounidense ofrecía a sus productores y con los cuales Colombia no podría competir (Revista Semana, 2011).

### 1.1.2. TLC entre Estados Unidos y América Latina

Así mismo, haciendo un análisis de las diferentes opiniones de expertos con relación a los acuerdos comerciales para los países latinoamericanos, nos encontramos con diversas opiniones así:

En el caso de Ecuador y según Carlos Vallarino Guerrero, Docente de ESPOL, la posible firma de un TLC con Estados Unidos buscaba “consolidar las posiciones estratégicas de Estados Unidos y fracturar los mercados nacionales, sobre la base de sustituir políticas nacionales por políticas de protección a las transnacionales, como las de agro exportación, agroquímicos y comercialización” (Vallarino, 2012). Por ésta razón, para Ecuador la firma de un TLC con Estados Unidos, siempre fue visto como un mecanismo de la gran potencia para quebrar el mercado regional; para el Gobierno y su población, la firma nunca tuvo una aceptación favorable, ya que muchos afirmaban que sólo un grupo minorista de la población sería beneficiado, “Este grupo se trataría de los agroexportadores modernos y de la industria articulada al mercado estadounidense” (Vallarino, 2012).

Por su parte, el Presidente de la Cámara de Comercio de Quito Blasco Peñaherrera, tenía posiciones contrarias frente a lo que afirmaba el Gobierno y especialistas en la materia. Entre sus comunicados, Peñaherrera lamentaba el aislamiento de Ecuador en la región Andina, pues al ser un país con menor cantidad de mercados seguros y sin claridad en su política de apertura comercial, “Ecuador podría tener una mayor dependencia de los ingresos petroleros, su principal producto de exportación y fuente de ingresos [que] causaría mucho daño a la economía, por lo que insistió en que es necesario impulsar una apertura y diversificación comercial” (El Colombiano, 2012). Según Peñaherrera, la reticencia del Gobierno ecuatoriano a los TLC no es más que un "simple capricho político de personas que no entienden que el mundo ya se integró" (El Colombiano, 2012).



Por otra parte, para el caso de México, los beneficios esperados buscaban optimizar el uso de los recursos en la economía y promover la eficiencia y el ingreso real de la población a través de mayores tasas de crecimiento económico, las cuales reducirían la pobreza absoluta y generarían un ingreso per cápita ascendente. Así mismo, se esperaba que los mayores flujos de inversión y comercio, aprovecharan la ventaja comparativa de México en procesos Intensivos en mano de obra, lo que finalmente se traduciría en un incremento del valor real de los salarios en toda la economía (Portal Educativo DELFOS).

Por su parte y continuando con el caso de México, el economista Arturo Santamaria Gómez, aseguró que “El Tratado de Libre Comercio no ha fortalecido la soberanía mexicana, no tiene ninguna relación directa con las luchas por la democracia [...] no ha disminuido la emigración mexicana a Estados Unidos, no ha mejorado la economía, no ha mejorado el bienestar de las mayorías, ni ha mejorado la amistad de los pueblos mexicano y estadounidense” (Portal Educativo DELFOS).

Así mismo, expertos en la materia, tales como los premios Nobel Joseph Stiglitz (Premio Nobel de Economía 2001), Jose Saramago (Premio Nobel de Literatura 1998) y Adolfo Perez Esquivel (Premio Nobel de la Paz 1980), han tenido diversas opiniones frente a los resultados esperados con la firma de los TLC entre las economías latinoamericanas y Estados Unidos y adicionalmente, los califican como instrumento de dominación, pues además de los aspectos comerciales, involucran temas políticos y sociales, carecen de equidad y democracia, son impuestos de facto por EEUU y son una forma de perpetuar la colonización continental.

Por su parte Joseph Stiglitz, en una conferencia organizada por el FMI, critico los TLC asegurando que estos “no son más que factores de desigualdad entre los países en desarrollo, al promover la liberación de mercancías e impedir el libre

tránsito de los trabajadores” (Noticias Montreal, 2011). Bajo esta idea y refiriéndose al caso de México, afirmó que “el TLC contribuye a la desigualdad y al aumento del desempleo, ya que hay muchos vínculos entre la globalización y desigualdad, porque los acuerdos comerciales privilegian el flujo de mercancías e impiden el libre tránsito de trabajadores. Hay un aumento de la capacidad de negociación del capital sobre la mano de obra y por consiguiente, se reducen los salarios” (Noticias Montreal, 2011).

Así mismo, Stiglitz dio a conocer su opinión acerca del problema de la desigualdad en México y su relación con la firma de acuerdos comerciales; ya que para él, los tratados de libre comercio han sido injustos y mal redactados, debido a que están enfocados en la liberación de los mercados de capitales, pero no de los mercados locales. Razón por la cual, los recursos de capital se mueven, mientras el flujo de mano de obra es más limitado, lo que finalmente se traduce en una reducción de los salarios frente a los niveles normales (Portafolio, 2014).

Por su parte, en Junio de 2005 José Saramago afirmó que un TLC es el mayor instrumento que tiene Estados Unidos para gobernar a los demás países, ya que estos incluyen no solo aspectos comerciales sino también temas políticos y sociales y de esta forma, los acuerdos ponen en duda la independencia de los países y es responsabilidad de los países involucrados exigir respeto a sus derechos y soberanía. En conclusión, Saramago menciona que todos sabemos que el poder económico no está ahí para ayudar sino para ganar dinero y las democracias no tienen forma de controlarlo (El Universo, 2005).

Por último, para el Doctor Adolfo Perez Esquivel, un TLC está asociado al saqueo y dominio entre países. Idea que ratificó al dirigirse al pueblo de Costa Rica durante el proceso de referéndum para la aprobación del TLC con Estados Unidos, afirmando que “es necesario tener en cuenta las consecuencias para el presente y el futuro del pueblo si se someten al TLC, que nada tiene de libre

comercio y sí mucho de dominación. Basta tener en cuenta los subsidios agrícolas de los Estados Unidos a sus productores. De igual manera actúa la Unión Europea, que aplican medidas proteccionistas que terminarán destruyendo a los pequeños y medianos productores rurales y empresas costarricenses” (Perez Esquivel, 2007).

Para Perez, al igual que para Saramago y Stilglits, la firma de los TLC de Estados Unidos con América Latina, busca apropiarse de los recursos, aumentar el desempleo, la militarización del continente y el aumento de la pobreza. Por lo tanto, para Perez Esquivel las negociaciones deben basarse en el respeto mutuo y en la soberanía de los países involucrados (Perez Esquivel, 2007).

### **1.1.3. TLC entre China y otros Países de América Latina**

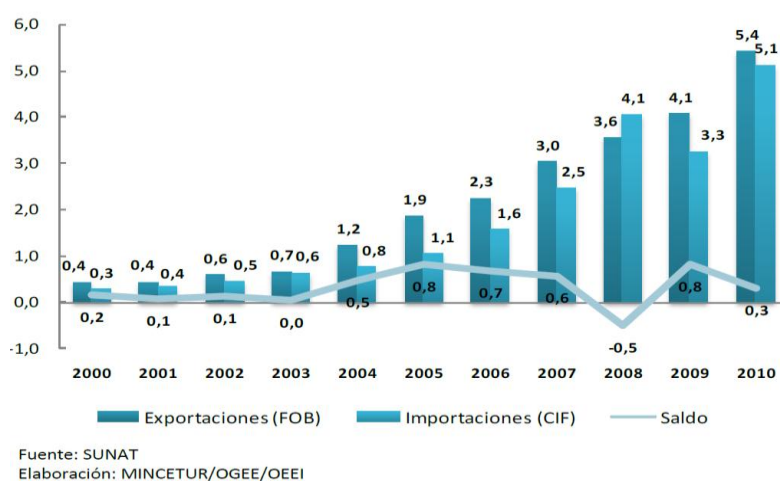
Con el fin de encontrar metodologías, resolver las posibles preguntas y entender las implicaciones económicas de un TLC entre Colombia y China, es relevante analizar casos de países que actualmente cuentan con acuerdos comerciales con el gigante asiático. Es por esto que se analizará el caso de Perú como país con características económicas, políticas y culturales similares a las de Colombia y el caso de Chile, un país con condiciones diferentes pero que permitirá hacer a conclusiones desde la perspectiva de un país desarrollado.

#### **1.1.3.1. TLC entre Perú y China**

El 1 de marzo de 2010 entró en vigencia el Tratado de Libre Comercio entre Perú y China, acuerdo que tuvo en cuenta temas fundamentales tales como: comercio de bienes y servicios, aspectos y restricciones de intercambio comercial, inversiones, propiedad intelectual, condiciones arancelarias entre otros.

De acuerdo a la siguiente gráfica del Ministerio de Comercio Exterior y Turismo de Perú, desde el momento de la firma, fue posible identificar el impacto positivo de este acuerdo en la balanza comercial peruana, año en el cual “China fue el segundo principal destino de las exportaciones peruanas (participación de 15%), con un monto de USD 5.436 millones (+33% con respecto del 2009)” (MinCE Perú, 2011):

**Gráfica 2. Saldo Comercial Perú – China, 2000-2010 (USD Miles de Millones)**



Fuente: (MinCE Perú, 2011)

Adicionalmente, de acuerdo a la información del Ministerio de Comercio Exterior y Turismo de Perú, algunos de los aspectos a destacar de los resultados del TLC entre Perú y China durante el primer año de vigencia (Mar 2010-Feb 2011) son:

- ✓ Las exportaciones tradicionales aumentaron en un 27% con respecto al periodo Mar 2009 – Feb 2010
- ✓ Las exportaciones no tradicionales se incrementaron en 39% frente al periodo anterior y los sectores más representativos fueron: maderas y papeles (30%), pesquero (30%), agropecuario (14%) y químico (14%)
- ✓ Se registraron 161 nuevas empresas exportadoras, de las cuales el 95% fueron PYMEs (MinCE Perú, 2011)

Lo anterior pone en evidencia que “la mejor manera de facilitar el acceso de los productos peruanos al mercado chino, era a través de la suscripción de un Tratado de Libre Comercio que comprometiera a China a adoptar medidas preferenciales, transparentes y estables” (Romero, 2013). Pues de esta forma, fue posible mejorar la situación deficitaria de la balanza comercial de Perú y generar crecimiento económico.

### **1.1.3.2. TLC entre Chile y China**

En enero de 2005, luego de cinco rondas de negociación durante el mismo año, se logró la firma de un TLC entre Chile y China, el cual entró en vigor el 1 de octubre de 2006. Poco a poco, China empezó a formar parte importante del comercio nacional de Chile, llegando a ser uno de los principales socios comerciales (MinRE, 2014).

En 2012, luego de seis años de la entrada en vigencia del TLC entre Chile y China, el comercio entre estos dos países aumentó significativamente. Las exportaciones de Chile hacia China aumentaron a una tasa promedio anual del 23%, pasando de USD 5.139 millones en 2006 a USD 17.821 millones en el 2012. Por su parte, las exportaciones del gigante asiático a Chile también crecieron a un promedio anual del 26%, pasando de USD 3.109 millones en el 2006 a USD 12.606 millones en el 2012. Como resultado de este cambio en la tendencia del comercio entre Chile y China, actualmente es posible afirmar que Chile tiene una balanza comercial superavitaria frente a China (Roldan & Moreno, 2013).

Al analizar el caso de Perú y Chile, es posible identificar rasgos y tendencias comunes con Colombia y al mismo tiempo, visualizar el posible impacto positivo que tendrá la firma de un TLC entre Colombia y China, ya que para América Latina “más que una amenaza, China como mercado representa una oportunidad que no ha sido suficientemente aprovechada por los países de la región” (Montenegro,

Pereira, & Soloaga, 2011). Sin embargo, el camino por recorrer en el fortalecimiento y diversificación de las relaciones que tiene Colombia, y todos los países de Latinoamérica, es muy amplio y tiene grandes perspectivas positivas en materia de inversión.

Teniendo en cuenta lo anterior, para Colombia y los demás países de América Latina, existe una perspectiva positiva a la hora de pensar en establecer acuerdos bilaterales con el gigante asiático. Si bien China durante las últimas décadas ha venido desarrollando acuerdos con diferentes países alrededor de mundo, ha prestado especial atención en desarrollar relaciones de amistad con Latinoamérica. Sobre esta base, el 4 de noviembre de 2008 el gobierno chino publicó el “Documento sobre la Política Exterior China hacia América Latina y el Caribe”, donde describe cómo desea fortalecer sus vínculos con América Latina en el ámbito político, económico, cultural, educativo y comercial.

Adicionalmente, el documento destaca varios de los pilares fundamentales que China busca encontrar en sus aliados estratégicos en Latinoamérica, haciendo especial énfasis en la inversión, ya que “El Gobierno chino estimula y apoya a las diversas empresas chinas con capacidad y buena reputación, a desplegar la cooperación en inversión en América Latina y el Caribe en materia de manufactura, agricultura [...] en contribución al desarrollo socio-económico de China y los países de la región” (Vieira Posada, 2013).

Las razones antes mencionadas, ponen en evidencia las perspectivas positivas que plantea China frente al fortalecimiento y diversificación de las relaciones bilaterales con los países de América Latina. Así, ya son siete los países (Argentina, Brasil, Chile, México, Perú, Costa Rica y Venezuela) que han obtenido el título de socios estratégicos y dentro de los cuales Chile, Perú y Costa Rica han firmado un TLC. Por su parte, en 2008 Colombia firmó un acuerdo con China para la promoción y protección de inversiones, y en 2010, fue reconocido por China

como destino turístico. Pero sólo hasta 2012 firmaron nueve acuerdos, dentro de los cuales se destaca el “Memorando de entendimiento para adelantar un estudio conjunto con el fin de explorar la factibilidad de establecer un TLC” (Romero, 2013).

#### **1.1.4. Desarrollo y resultados esperados**

El aporte teórico de este trabajo de grado, está encaminado en evaluar el impacto financiero que tendrá el TLC entre Colombia y China, al entenderlo como un factor fundamental en el desarrollo del sector agroindustrial colombiano y sus implicaciones en las empresas del mismo. Pues la entrada en vigencia de un TLC entre Colombia y China, le permitirá a las empresas del sector agroindustrial colombiano competir con reglas claras y previamente establecidas entre los dos países, generando un entorno favorable para el mercado local, que promoverá las exportaciones hacia el gigante asiático y disminuirá el déficit en la balanza comercial.

Adicionalmente, la posibilidad de acceder a un mercado potencial de más de “1.344 millones” (Los TLC de Colombia, 2013) de habitantes, representa una oportunidad para incrementar los ingresos del sector y al mismo tiempo, reducir los costos de producción al tener acceso a materias primas con precios competitivos. Lo que finalmente se traducirá en un aumento en el intercambio de productos y una posibilidad de crecimiento para las empresas colombianas.

Teniendo en cuenta lo anterior y para lograr el objetivo general de analizar el impacto financiero que tendrá el TLC entre Colombia y China en el sector agroindustrial colombiano, la investigación se llevará a cabo utilizando el método inductivo-deductivo. El cual se fundamentará, por un lado en hipótesis generales que con inferencias lógicas permitirán llegar a conclusiones particulares, y por el otro, en comparaciones con hechos y datos particulares que llevarán a enunciados

generales del sector en estudio, teniendo en cuenta la probabilidad de ocurrencia y la posibilidad de replicar los resultados encontrados.

Adicionalmente, con el fin de abarcar diferentes puntos de vista y analizar la información presentada por autores dedicados a la investigación del tema, se utilizarán tanto fuentes primarias como secundarias. En cuanto a las fuentes primarias, se hará uso de investigaciones previamente realizadas, artículos de prensa y entrevistas a personas dedicadas a analizar las relaciones comerciales entre Colombia y China. Con respecto a las fuentes secundarias, se utilizarán libros para analizar la tendencia de cada uno de los autores y documentos académicos de bases de datos en línea.

De esta forma, este trabajo de grado se dividirá en seis capítulos (después de la introducción): en el primero se hará una descripción general del marco teórico utilizado como pilar fundamental de este documento; en el segundo se hará un breve recorrido por la historia de los TLC entre Colombia y sus principales socios comerciales; en el tercero se estudiará la situación económica actual de Colombia y China, las relaciones comerciales entre los dos países, las principales características del sector agroindustrial colombiano y su potencial como exportador; en el cuarto capítulo se analizará la situación actual y financiera de una empresa representativa del sector; en el quinto capítulo se evaluará el impacto financiero del acuerdo comercial a través de la valoración financiera de la empresa seleccionada y en el sexto, se presentarán los resultados generales, conclusiones y recomendaciones para la empresa y generalizadas para el sector agroindustrial colombiano.

Por lo tanto, a partir del análisis y determinación de supuestos tanto macro como microeconómicos, se llevará a cabo un modelo de valoración financiera de una empresa del sector agroindustrial colombiano, cuya participación de mercado sea significativa y que permita hacer conclusiones específicas de la empresa y



generalizadas para el sector. Así mismo, se tendrán en cuenta indicadores de desempeño de la compañía seleccionada, sus estados financieros y las condiciones actuales del mercado, entre otras variables fundamentales para evaluar el impacto financiero que tendrá la firma de un TLC entre Colombia y China.

Para el desarrollo de este trabajo de grado, se proponen tres (3) posibles escenarios que permitirán identificar los principales cambios y su impacto en el modelo de negocio tanto cualitativa como cuantitativamente. Los escenarios a evaluar son:

1. Escenario Base: Sin exportaciones a China ni suscripción del TLC y por lo tanto, la situación actual del sector y la empresa se mantienen
2. Escenario 1: Exportación de Colombia a China sin TLC
3. Escenario 2: Exportación de Colombia a China con la entrada en vigencia del TLC entre los dos países

Así mismo y teniendo en cuenta los escenarios planteados, se propone dividir el análisis y el desarrollo del documento en cinco (5) etapas:

- ✓ Análisis del entorno, descripción general y “due diligence” de la compañía
- ✓ Escenario Base: Valoración bajo las condiciones actuales (Stand Alone) de la compañía
- ✓ Escenario 1: Valoración del escenario de exportación de Colombia a China sin TLC entre los dos países
- ✓ Escenario 2: Valoración del escenario de exportación de Colombia a China con la entrada en vigencia del TLC entre los dos países

- ✓ Análisis comparativo de los escenarios y conclusiones específicas de la empresa y generalizadas para el sector

Para llevar a cabo un adecuado análisis del impacto financiero del TLC entre Colombia y China, los escenarios anteriormente planteados se evaluarán utilizando la metodología de valoración de Flujo de Caja Disponible al Accionista (FCDA) y Flujo de Dividendo (FD) de la compañía analizada.

Según Pablo Fernández (Doctor en Finanzas de la Universidad de Harvard) en su libro “Valoración de Empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor”, en los métodos de valoración mencionados “se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada” (Fernández, 1998). Por lo tanto, la valoración financiera por escenarios se dividirá en los siguientes pasos:

- 1. Proyección de los Estados Financieros de la compañía:** a partir de la información histórica disponible y teniendo en cuenta las condiciones de cada escenario, es necesario proyectar a futuro el Balance General, el Estado de Resultados y el Flujo de Caja de la compañía.
- 2. Cálculo de la tasa de descuento de los flujos de fondos:** teniendo en cuenta que se utilizará la metodología de valoración por FCDA y FD, la tasa de descuento a utilizar es el Costo de Capital  $K_e$ , el cual se calcula según el Modelo CAPM con la siguiente fórmula:

#### **Ecuación 1: Costo de Capital ( $K_e$ )**

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Dónde:

$K_e$  = Rentabilidad esperada por el inversionista o Costo de Capital

$R_f$  = Tasa libre de riesgo del mercado (Risk Free)

$R_m$  = Rentabilidad del mercado

$(R_m - R_f)$  = Prima por el riesgo del mercado

$B$  = Beta o Medida de riesgo de la compañía

Fuente: (García, 2003)

3. **Cálculo de la tasa de crecimiento a perpetuidad:** se estima teniendo en cuenta los niveles de rentabilidad y de reinversión de la compañía.
4. **Construcción del flujo de fondos para el periodo explícito de la proyección:** teniendo en cuenta la información proyectada en el Paso 1, se estima el valor de los flujos de fondos de la empresa utilizando la siguiente ecuación:

#### Ecuación 2: Cálculo de los Flujos de Fondos de una Compañía

<b>EBITDA</b>
(+/-) Variación del Capital de Trabajo
(+/-) Variación en Otras Cuentas Operacionales
( - ) CAPEX
( - ) Impuestos
<b>= Flujo de Caja Libre de la Operación (FCL)</b>
(+) Incremento de deuda a corto y largo plazo
(-) Amortización de deuda a corto y largo plazo
(-) Intereses de deuda a corto y largo plazo
(+) Otros Ingresos
(-) Otros Egresos
(+) Rendimientos Financieros
<b>= Flujo de Caja Disponible al Accionista (FCDA)</b>
(-) Dividendos decretados
(+) Capitalizaciones
(-) Descapitalizaciones
<b>= Flujo de Caja después de dividendos</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

- 5. Estimación del valor terminal o perpetuidad de los flujos de fondos:** es el valor de los flujos de la compañía, asumiendo la continuidad de su operación después del último año del periodo explícito y la tasa de crecimiento a perpetuidad.
- 6. Estimación del Enterprise Value de la compañía:** equivalente al Valor Patrimonial o Valor presente de los FCDA y FD (periodo explícito más perpetuidad), más el valor de la deuda financiera neta, las inversiones permanentes y descontando los pasivos estimados y provisiones así:

### Ecuación 3: Enterprise Value

<b>Valor Patrimonial (VPN FCDA)</b> (-) Pasivos estimados y provisiones (+) Deuda Financiera Neta (+) Inversiones Permanentes <b>= Enterprise Value</b>
---

Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

Una vez obtenido el Equity Value de la compañía analizada bajo los tres (3) escenarios planteados, se hará un análisis comparativo de los mismos que permitirá evaluar el impacto financiero que tendrá la firma del TLC entre Colombia y China, hacer conclusiones específicas de la empresa y al mismo tiempo, generalizadas para el sector agroindustrial colombiano.

Se seleccionaron las metodologías de valoración financiera por descuento de FCDA y FD para el desarrollo de este trabajo de grado, ya que éstas permiten estimar el valor de una compañía de manera muy acertada al representar el dinero “que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos (NOF) y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda (Fernández, 1998). Es decir, que los métodos además de tener en

cuenta el resultado de la operación, suponen la existencia de una estructura financiera que genera pago de intereses y abonos a capital en los diferentes periodos.

Así mismo, en el mundo real, el mercado valora y la comunidad de inversionistas está dispuesta a negociar compañías, teniendo en cuenta cual es el “dinero que queda disponible para los accionistas y que se destinará a dividendos o a recompra de acciones” (Fernández, 1998), es decir, los flujos disponibles al accionista y los flujos de dividendos esperados a futuro.

Por otra parte, son las dos metodologías más utilizadas en Banca de Inversión a la hora de valorar compañías con trayectoria, con un comportamiento financiero estable y participación de mercado representativa, todas características acordes con el perfil de la empresa a analizar en este trabajo de grado.

En conclusión, como principal resultado de este trabajo de investigación, se espera desarrollar un modelo de valoración financiera que permita analizar y evaluar el impacto financiero de la firma y entrada en vigencia de un TLC entre Colombia y China; el cual tendrá en cuenta tanto los cambios en el entorno macroeconómico, como las ventajas y las desventajas que podría representar este acuerdo para el sector agroindustrial colombiano.

## 2. MARCO TEÓRICO

El proceso de globalización e integración mundial, ha dado como resultado una dinámica económica impulsada por los acuerdos comerciales entre países. Bajo esta idea, los gobiernos se esfuerzan cada vez más por lograr acuerdos o tratados que favorezcan el intercambio de bienes y servicios con sus principales socios comerciales.

Aunque las opiniones frente a los beneficios que trae consigo la firma de un TLC están divididas y dependen, en gran medida, del sector económico consultado, es importante destacar que “en estas negociaciones se busca reducir los aranceles de manera bilateral o multilateral y se otorga acceso preferencial en materia comercial entre un grupo de países” (BanRep, 2006). Así mismo, esta apertura al intercambio comercial, se convierte en un incentivo para generar eficiencias en las economías locales y aumentar su competitividad.

Teniendo en cuenta lo anterior y debido a que la teoría del comercio internacional sugiere que “el libre comercio es deseable puesto que evita que los países incurran en las pérdidas de eficiencia asociadas a la protección” (BanRep, 2006), diferentes organismos internacionales y expertos en el tema, han llevado a cabo estudios que permiten cuantificar el impacto de un TLC en la economía de los países firmantes.

Un ejemplo de lo anterior, es el caso del Banco de la República, entidad colombiana que en el año 2006 llevó a cabo un estudio para evaluar “El impacto del tratado de libre comercio con Estados Unidos (TLC) en la balanza de pagos hasta 2010” (BanRep, 2006). Para esto, el Banco de República desarrolló un Modelo Multisectorial de Equilibrio General, el cual le permitió hacer una estimación del efecto que traería consigo el TLC con Estados Unidos, sobre el comercio de bienes con Colombia.

El ejercicio preparado por miembros del Banco de la República, utilizó diferentes metodologías para simular los efectos del TLC entre Colombia y Estados Unidos en la balanza de pagos. El análisis fue dividido en las siguientes categorías: comercio de bienes, comercio de servicios, inversión extranjera directa y otros rubros de la balanza de pagos. Adicionalmente, para el ejercicio propuesto se plantearon dos escenarios:

- ✓ Escenario base sin ATPDEA y en el cual las relaciones comerciales entre los países se deterioran por la finalización de este acuerdo
- ✓ Escenario con impacto del TLC

De acuerdo con el Modelo de Equilibrio General propuesto por el Banco de la República, el TLC entre Colombia y Estados Unidos traería consigo “un efecto relativamente importante sobre la economía colombiana, su sector externo y la balanza de pagos entre 2007 y 2010” (BanRep, 2006). Entre los principales resultados obtenidos bajo el escenario con TLC (incluyendo limitaciones para el sector agropecuario) se destacan:

- ✓ El comercio total de Colombia aumentaría significativamente entre 2007 y 2010, impulsado principalmente por un crecimiento de las exportaciones de USD 1.068 millones, mientras las importaciones crecerían USD 646 millones. Este crecimiento correspondería a un poco más del 1% del PIB y se sumaría a la ampliación del superávit comercial de USD 422 millones (BanRep, 2006).
- ✓ Durante el mismo periodo, el comercio total con Estados Unidos aumentaría USD 2.645 millones, generando un efecto negativo en el superávit comercial de Colombia con Estados Unidos (BanRep, 2006).
- ✓ Para el periodo 2007 – 2010, las exportaciones de bienes de Colombia a Estados Unidos crecerían USD 1.683 millones, mientras que las importaciones aumentarían USD 3.235 millones, generando así un mayor

déficit en la balanza comercial que desfavorecería a Colombia (BanRep, 2006).

- ✓ Durante los 3 años analizados, se esperaría un incremento de los flujos de inversión extranjera directa (IED) de aproximadamente US 2.135 millones durante el periodo analizado (BanRep, 2006).

El modelo anteriormente presentado y que fue planteado en el 2006 por el Banco de la República, aunque puede ser considerado limitado por ser un análisis para un periodo de tiempo específico y no tener en cuenta futuras nuevas actividades de importación y exportación, pone en evidencia la importancia de la firma de un TLC para la economía colombiana.

Específicamente el acuerdo entre Colombia y Estados Unidos, representaba para el país la posibilidad de acceder al mercado estadounidense después de finalizado el ATPDEA, de manera preferencial en materia de aranceles, con condiciones favorables y previamente establecidas que promovían el incremento del intercambio comercial y la inversión extranjera directa. Como resultado general, el modelo estimaba “un aumento del comercio total de Colombia de más de tres puntos del PIB, y un aumento de la IED superior a USD 2.300 millones” (BanRep, 2006).

Por otra parte y según Mauricio Reina, investigador asociado de Fedesarrollo, existen diversas opiniones frente a la cantidad significativa de acuerdos comerciales con los que cuenta Colombia. Pues a 2013, Colombia tenía acuerdos comerciales vigentes con Chile, México, Canadá, los países miembros de EFTA (Islandia, Liechtenstein, Suiza y Noruega), las economías del Triángulo Norte de Centroamérica y Estados Unidos, y al mismo tiempo, estaba en negociaciones con la Unión Europea, Corea del Sur, Panamá, Costa Rica, Israel, Turquía y Japón (Reina, 2013).



Sin embargo, en el más reciente informe de Panorama Económico Mundial realizado por el Fondo Monetario Internacional, se llevó a cabo un análisis de las economías emergentes exitosas en años recientes, y se observó que todas han estado asociadas con un fuerte crecimiento exportador. Por lo tanto, aunque la lista de acuerdos de Colombia con sus socios comerciales parece extensa, “no lo es cuando se evalúan a otros países de la región. Ya que mientras Colombia tiene menos de diez TLC, Chile cuenta con 22, Perú 15 y México otro tanto” (Guerra, García, Tovar, & Ferrari, 2013).

Adicionalmente, los países Latinoamericanos, específicamente Chile, Perú y Colombia, han sido los más adelantados en el desarrollo de acuerdos bilaterales. No obstante, “Chile es el país más exitoso de América Latina en términos de dinamismo económico, Perú es la economía más promisoría de Suramérica hoy en día, y México está recuperando su poderío económico regional” (Guerra, García, Tovar, & Ferrari, 2013).

Teniendo en cuenta lo anterior, el desarrollo de la investigación de este trabajo de grado, está enmarcado dentro de los análisis que se han realizado sobre el impacto que representa la entrada en vigencia de un TLC para las empresas de los países firmantes, y que es posible dividir según la metodología utilizada, en dos grupos:

### **2.1. Análisis Sectorial**

Las consecuencias tanto positivas como negativas de un tratado de libre comercio dependen en gran medida de las ventajas comparativas de cada país, las condiciones de la balanza comercial, los aranceles actuales y los cambios previstos con la entrada en vigencia del acuerdo comercial (Trejos, 2009).

Según Alberto Trejos, consultor de la Unidad de Comercio Internacional e Industria de la Sede Subregional de la CEPAL en México, es posible evaluar el impacto de los acuerdos comerciales en países pequeños de América Latina como Ecuador, Perú, Guatemala, y Paraguay, con los siguientes modelos o instrumentos:

- ✓ Estimación econométrica de modelos gravitacionales
- ✓ Modelos de equilibrio parcial
- ✓ Modelos de equilibrio general computable
- ✓ Seguimiento de indicadores periódicos del desempeño comercial

Según Trejos, un Modelo de Equilibrio Parcial (MEP) permite estimar “el cambio en los precios, la producción y el comercio de un bien en particular para cada nivel de aranceles u otras barreras comerciales” (Trejos, 2009). Partiendo del supuesto de la existencia de dos países que consumen y producen un mismo bien, pero que ante una diferencia en el precio de este bien da lugar a un intercambio comercial, esta herramienta permite hacer un análisis comparativo por escenarios antes y después de la entrada en vigencia de un acuerdo comercial.

Así mismo, el MEP permite “comprender la interacción de oferta y demanda de un producto en particular, integra el conocimiento sobre la estructura del mercado y el impacto de distintas medidas de política comercial” (Trejos, 2009) y utiliza una cantidad limitada y detallada de variables del comercio internacional (producción, consumo, exportaciones, importaciones, impuestos, elasticidades entre bienes locales y extranjeros, demanda de importaciones y exportaciones). Para su desarrollo es posible utilizar paquetes de software prefabricados como Global Simulation Model (GSIM), de Joseph Francois y Keith Hall (Hall & Francois, 2002).

## 2.2. Valoración Financiera de una empresa del sector

Al revisar la literatura y análisis existentes sobre el impacto que trae consigo la firma y puesta en marcha de un TLC entre dos o más países, es posible identificar una tendencia hacia el uso de metodologías y modelos que evalúan los posibles cambios que representa un acuerdo en variables macro y microeconómicas. Sin embargo, buscando evaluar el impacto financiero de un TLC entre dos países desde un enfoque más corporativo, surge la posibilidad de hacerlo a través de la valoración de una empresa representativa del sector en análisis, que permita hacer una evaluación por escenarios y llegar a conclusiones específicas de la empresa y generalizadas para el sector.

Según McKinsey & Company en su libro “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”, el valor de una compañía está determinado por su habilidad para generar un retorno saludable sobre el capital invertido (ROIC) y por su capacidad de crecimiento, ya que éstos resultan en mayores flujos de caja y por lo tanto, en un mayor valor de la compañía (McKinsey & Company, Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Teniendo en cuenta opiniones de expertos como ésta, el método de valoración de empresas a través del descuento de flujos de caja, ha sido el más utilizado en la práctica en los últimos tiempos.

A través del Discounted Cash Flow Model (DCF) se “determina el valor de cualquier activo, como el valor descontado de una serie de flujos de dinero previstos que dicho activo generará en el futuro, descontados a una tasa apropiada, en función del riesgo asociado a dichos flujos” (Blanco, González, & Ayala, 2009) y en un horizonte de tiempo que tiende a infinito.

Por lo tanto, para hacer una valoración utilizando este método, es necesario realizar una proyección detallada de los flujos de dinero (flujos de caja) que generará la compañía analizada durante un periodo de tiempo determinado u

horizonte de la inversión. Igualmente, se requiere determinar un valor terminal para la inversión, que finalmente será descontado en conjunto con los demás flujos y traído a valor presente.

Al revisar la teoría que soporta esta metodología de valoración, encontramos que se encuentra dividida en tres grupos según la información y condiciones propias de cada compañía y especialmente, de acuerdo al flujo de fondos que se desee utilizar así:

### 2.2.1. Valoración por descuento de Flujo de Caja Libre

El flujo de caja libre de un periodo determinado, “es el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos” (Fernández, 1998) y para calcularlo se utiliza la siguiente ecuación:

#### Ecuación 4: Cálculo del Flujo de Caja Libre de la Operación

<b>EBITDA</b> (+/-) Variación del Capital de Trabajo (+/-) Variación en Otras Cuentas Operacionales ( - ) CAPEX ( - ) Impuestos <b>= Flujo de Caja Libre de la Operación (FCL)</b>
---

Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

Por otra parte, para utilizar la metodología de descuento de flujos de caja libre para valoración de empresas, es necesario llevar a cabo el siguiente proceso:

#### 1. Proyección de los Estados Financieros de la compañía:

Es necesario proyectar a futuro el Estado de Resultados, Balance General y Flujo de Caja Libre (FCL) a partir de información histórica y teniendo en cuenta las condiciones de cada escenario

- 2. Cálculo del WACC o Costo Promedio Ponderado del Capital:** se estima teniendo en cuenta el costo de la deuda, el costo de capital y la proporción de cada fuente dentro de la estructura total de financiación de la compañía, así:

**Ecuación 5: Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)**

$$WACC = \left( \frac{D}{D + P} * Kd * (1 - Tx) \right) + \left( \frac{P}{D + P} * Ke \right)$$

Dónde:

D= Valor de la deuda de la empresa

P= Valor del patrimonio de la firma

Kd = Tasa de interés o Costo de la deuda

Ke = Costo de Capital

Tx = Tasa impositiva

Fuente: (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2002)

- 3. Estimación de la tasa de Crecimiento a perpetuidad (g):** se calcula teniendo en cuenta los niveles de rentabilidad y de reinversión de la compañía. Para su cálculo se utiliza la siguiente ecuación:

**Ecuación 6. Crecimiento a perpetuidad (g)**

$$g = \frac{\Delta \text{ Activos} + \Delta \text{ NWC}}{\text{NOPAT}} * \frac{\text{NOPAT}}{\text{Assets}}$$

Fuente: (Ospino, 2012)

- 4. Construcción del FCL para el periodo explícito de la proyección:** teniendo en cuenta la información proyectada en el Paso 1, se construye el FCL utilizando la ecuación anteriormente presentada.

- 5. Estimación del Valor terminal o perpetuidad del FCL:** es el valor de la compañía asumiendo la continuidad de su operación después del último año del periodo explícito. Para su cálculo se utiliza la siguiente fórmula:

**Ecuación 7. Valor terminal o perpetuidad**

$$V_{t \text{ año } \tilde{n}} = \frac{[FCL_n * (1 + g)]}{WACC - g}$$

Fuente: (Ospino, 2012)

- 6. Estimación del Enterprise Value de la compañía:** estimado como el Valor presente del Flujo de Caja Libre (“FCL”) del período de proyección, más el valor presente del flujo a perpetuidad.

Fuente: (Ospino, 2012)

**2.2.2. Valoración por descuento de FC disponible al accionista (FCDA)**

A partir del Flujo de Caja Libre (FCF), se estima el Flujo de Caja Disponible al Accionista (FCDA), restando “los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda” (Fernández, 1998). Por lo tanto, los FCDA son los recursos con los que cuenta una compañía luego de cubrir sus necesidades de inversión en activos fijos, capital de trabajo y aporte de capital e intereses a la deuda financiera.

Teniendo en cuenta lo anterior, la fórmula para estimar los FCDA es:

### Ecuación 8: Cálculo del Flujo de Caja Disponible al Accionista (FCDA)

<b>Flujo de Caja Libre de la Operación (FCL)</b> (+) Incremento de deuda a corto y largo plazo (-) Amortización de deuda a corto y largo plazo (-) Intereses de deuda a corto y largo plazo (+) Otros Ingresos (-) Otros Egresos (+) Rendimientos Financieros <b>= Flujo de Caja Disponible al Accionista (FCDA)</b>
---

Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

Para estimar el Enterprise Value bajo esta metodología es necesario llevar a cabo el siguiente proceso:

1. **Proyección de los Estados Financieros de la compañía:** a partir de la información histórica disponible y teniendo en cuenta las condiciones de cada escenario, es necesario proyectar a futuro el Balance General, el Estado de Resultados y el Flujo de Caja de la compañía.
2. **Cálculo de la tasa de descuento de los flujos de fondos:** dado que bajo la metodología de FCDA, los flujos a descontar son aquellos que quedan disponibles luego de cubrir las necesidades de inversión en activos fijos, capital de trabajo y servicio de deuda, la tasa de descuento a utilizar es el Costo de Capital ( $K_e$ ).

Según el Modelo de Valoración de Activos de Capital (CAPM) el Costo de Capital se calcula utilizando la siguiente fórmula:

### Ecuación 9: Costo de Capital ( $K_e$ )

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Dónde:

$K_e$  = Rentabilidad esperada por el inversionista o Costo de Capital

$R_f$  = Tasa libre de riesgo del mercado (Risk Free)

$R_m$  = Rentabilidad del mercado

$(R_m - R_f)$  = Prima por el riesgo del mercado

$B$  = Beta o Medida de riesgo de la compañía

Fuente: (García, 2003)

3. **Cálculo de la tasa de crecimiento a perpetuidad:** se estima teniendo en cuenta los niveles de rentabilidad y de reinversión de la compañía.
4. **Construcción del FCDA para el periodo explícito de la proyección:** teniendo en cuenta la información proyectada en el Paso 1, se construye el FCDA utilizando la ecuación anteriormente presentada.
5. **Estimación del valor terminal o perpetuidad de los flujos de fondos:** es el valor de los flujos de la compañía, asumiendo la continuidad de su operación después del último año del periodo explícito y la tasa de crecimiento a perpetuidad.
6. **Estimación del Enterprise Value:** Equivalente al Valor Patrimonial o Valor presente de los FCDA (periodo explícito más perpetuidad), más el valor de la deuda financiera neta, las inversiones permanentes y descontando los pasivos estimados y provisiones así:

#### Ecuación 10: Valor de la compañía o Enterprise Value

<b>Valor Patrimonial (VPN FCDA)</b> (-) Pasivos estimados y provisiones (+) Deuda Financiera Neta (+) Inversiones Permanentes <b>= Enterprise Value</b>
---

Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)



### 2.2.3. Valoración por descuento de Flujos de dividendos

Pablo Fernández define los dividendos como “los pagos periódicos a los accionistas y que constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones” (Fernández, 1998). Teniendo en cuenta lo anterior, para estimar el valor de una compañía utilizando el Método de descuento de Flujos de Dividendos (FD), se utiliza el flujo que reciben los accionistas como rendimiento de su inversión y el cual se define de acuerdo a la utilidad distributable del periodo y la Política de Dividendos que determine la Junta Directiva.

Teniendo en cuenta lo anterior, la fórmula para estimar los FD es:

#### Ecuación 11: Cálculo del Flujo de Dividendos (FD)

<b>Utilidad del ejercicio anterior + Utilidades acumuladas</b>
(-) Reserva Legal
(-) Otras reservas
<b>(=) Utilidad distributable como dividendos</b>
Política de distribución de dividendos (%)
<b>= Dividendos decretados o Flujo de dividendos (FD)</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

Para estimar el Enterprise Value bajo esta metodología es necesario llevar a cabo el siguiente proceso:

- 1. Proyección de los Estados Financieros de la compañía:** a partir de la información histórica disponible y teniendo en cuenta las condiciones de cada escenario, es necesario proyectar a futuro el Balance General, el Estado de Resultados y el Flujo de Caja de la compañía.
- 2. Cálculo de la tasa de descuento de los flujos de fondos:** dado que bajo la metodología de FD, los flujos a descontar son aquellos que reciben los inversionistas, y se determinan teniendo en cuenta la utilidad distributable y

la Política de Dividendos de la Junta Directiva, la tasa de descuento a utilizar es el Costo de Capital ( $K_e$ ). El cual, como se explicó anteriormente, se calcula utilizando el Modelo de Valoración de Activos de Capital (CAPM).

3. **Cálculo de la tasa de crecimiento a perpetuidad:** se estima teniendo en cuenta los niveles de rentabilidad y de reinversión de la compañía.
4. **Determinación del FD para el periodo explícito de la proyección:** teniendo en cuenta la información proyectada en el Paso 1, la utilidad distribuable y la Política de Dividendos de la compañía, se construye el FD utilizando la ecuación anteriormente presentada.
5. **Estimación del valor terminal o perpetuidad de los flujos de fondos:** es el valor de los flujos de la compañía, asumiendo la continuidad de su operación después del último año del periodo explícito y la tasa de crecimiento a perpetuidad.
6. **Estimación del Enterprise Value:** equivalente al Valor Patrimonial o Valor presente de FD (periodo explícito más perpetuidad), más el valor de la deuda financiera neta, las inversiones permanentes y descontando los pasivos estimados y provisiones así:

#### Ecuación 12: Valor de la compañía o Enterprise Value

<b>Valor Patrimonial (VPN FD)</b> (-) Pasivos estimados y provisiones (+) Deuda Financiera Neta (+) Inversiones Permanentes <b>= Enterprise Value</b>
---

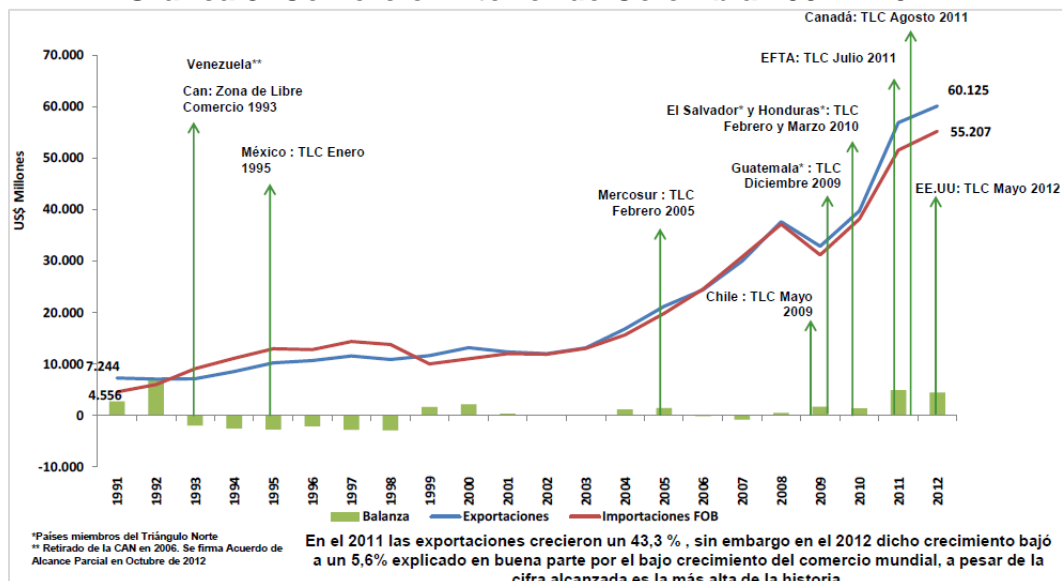
Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

### 3. HISTORIA DE LOS TLC ENTRE COLOMBIA Y SUS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES

El concepto de Tratado de Libre Comercio entre países, surge como parte del proceso de integración del mercado mundial y buscando establecer términos de intercambio favorables para las partes. Bajo este concepto, actualmente Colombia cuenta con “trece acuerdos comerciales vigentes; cuatro suscritos y tres en proceso de negociación” (MinCIT, 2013).

Colombia entró a formar parte del mercado mundial de manera gradual, estableciendo acuerdos de libre comercio con sus socios comerciales que le permitieran contar con normas y reglas claras para el intercambio de bienes y servicios. La gráfica presentada a continuación, preparada por el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo a partir de información del DANE, muestra la evolución del comercio exterior de Colombia entre 1991 y 2012. Periodo durante el cual, se destaca la firma de nueve tratados de libre comercio que han favorecido el desarrollo económico de Colombia frente al mundo.

**Gráfica 3. Comercio Exterior de Colombia 1991 – 2012**



De acuerdo con la gráfica anterior, las exportaciones de Colombia se incrementaron de USD 7.244 millones en 1991 a USD 60.125 millones en 2012 y las importaciones de USD 4.556 millones a USD 55.207 millones durante el mismo periodo.

Según el documento “Exportaciones Industriales en los Acuerdos Comerciales” del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo de Colombia, “los acuerdos comerciales han sido favorables para la industria manufacturera colombiana, en la medida que han ampliado los mercados en condiciones preferenciales y le han proporcionado importantes oportunidades a más productos nacionales” (Estudios Económicos MinCit, 2014). Prueba de lo anterior, es la diversidad que existe en la canasta exportadora hacia países con acuerdos comerciales vs. aquellos con los que aún no se tiene.

Dado lo anterior, vale la pena destacar la importancia de los acuerdos comerciales en la industria colombiana. Pues en 2013, las ventas a países con acuerdos comerciales representaron el 80% del total de las exportaciones industriales; siendo la CAN, Mercosur y Estados Unidos los principales destinos tal y como se presenta en la siguiente tabla:

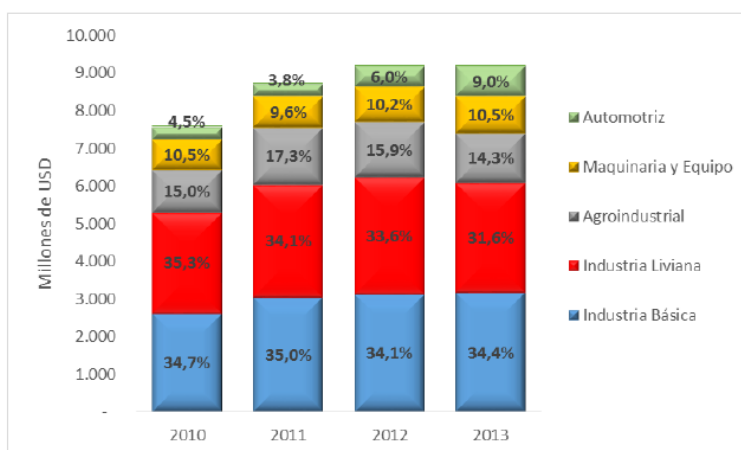
**Tabla 1: Exportaciones Industriales de Colombia por destino 2010 – 2013**

Exportaciones Industriales por destino (Millones de USD)						
Acuerdos	2010	2011	2012	2013	Part.	Var % 2013/2010
CAN	2,502	2,886	3,051	3,005	26%	20%
Mercosur	715	932	965	1,399	12%	96%
Estados Unidos	1,332	1,322	1,354	1,305	11%	-2%
Venezuela	1,205	1,328	1,645	1,264	11%	5%
México	487	593	716	772	7%	58%
Unión Europea	517	781	593	627	5%	21%
Chile	421	524	502	463	4%	10%
Triángulo Norte	256	302	302	313	3%	22%
Canadá	57	75	56	64	1%	12%
Suiza	97	19	19	11	0%	-89%
<b>Total Acuerdos</b>	<b>7,589</b>	<b>8,762</b>	<b>9,203</b>	<b>9,223</b>	<b>80%</b>	<b>22%</b>
Expo. Sin Acuerdo	1,992	2,238	2,156	2,277	20%	14%
<b>Total General</b>	<b>9,581</b>	<b>11,000</b>	<b>11,359</b>	<b>11,500</b>	<b>100%</b>	<b>20%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Estudios Económicos MinCit, 2014)

Frente a la posibilidad de llegar a un acuerdo comercial entre Colombia y China y teniendo en cuenta el enfoque al sector agroindustrial de este trabajo de grado, cobra especial importancia destacar la participación del sector agroindustrial dentro de la balanza comercial con los principales socios comerciales de Colombia. Puesto que, como lo muestra la siguiente gráfica, en 2013 el sector agroindustrial representó el 14,3% de las exportaciones, quedando en tercer lugar dentro de cinco categorías a saber:

**Gráfica 4: Exportaciones de Colombia por tipo de industria a países con acuerdo comercial 2010 – 2013**



Fuente: (Estudios Económicos MinCit, 2014)

La baja participación del sector agroindustrial, está alineada con la tendencia de Colombia a exportar productos de bajo valor agregado, e importar productos procesados y con alto valor agregado. Sin embargo, más que una limitación para generar desarrollo para el país, es necesario entenderlo como una oportunidad para ampliar la oferta exportable de la agroindustria colombiana, incluyendo nuevos y mejores productos que resulten atractivos para el consumidor y al mismo tiempo, aprovechar las nuevas oportunidades que se generan con la firma de tratados de libre comercio.

Por otra parte, para entender y analizar la situación actual de Colombia en el mercado mundial, a continuación se hará una revisión de los principales TLC entre

Colombia y sus socios comerciales, incluyendo tanto los acuerdos ya finalizados, como los vigentes o en proceso de negociación:

### **3.1. Acuerdos Finalizados**

A finales de los años noventa, la Iniciativa de las Américas (Enterprise for the Americas) propuso la creación de un área de libre comercio que buscaba integrar a Colombia, Chile y Venezuela, con los países miembros del NAFTA (Estados Unidos, Canadá y México) (Londoño, 2010).

Esta integración tenía como base la regulación del comercio exterior eliminando las barreras arancelarias para el libre intercambio de productos y servicios. Así mismo, promovía la creación de un programa de inversiones para facilitar el ingreso de capitales hacia América Latina e incentivaba el desarrollo industrial. Por otra parte, la propuesta del área de libre comercio incluía la reducción de la deuda pública latinoamericana con Estados Unidos para facilitar proyectos de desarrollo, se orientaba a la protección del medio ambiente (con planes de descontaminación y reforestación) y limitaba el desarrollo industrial que no cumpliera con las condiciones ambientales definidas. (Londoño, 2010)

Las condiciones exigidas por Estados Unidos para que los países latinoamericanos pudieran formar parte del NAFTA eran:

- ✓ Tener economías con características internacionales
- ✓ Fomentar las exportaciones no tradicionales
- ✓ Tener tasas de crecimiento altas
- ✓ Tener niveles de inflación y deuda externa controladas

Teniendo en cuenta lo anterior, en diciembre de 1994 “los Jefes de Estado y de Gobierno de las 34 democracias de la región, acordaron la creación de un Área de

Libre Comercio de las Américas (ALCA), en la cual se eliminarían progresivamente las barreras al comercio y a la inversión antes de 2005” (ALCA, 2006).

Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA) fue nombre formal que se le dio al acuerdo y entre sus principales objetivos se destacan: eliminar las barreras al comercio y la inversión, integrar mediante un solo acuerdo las economías del hemisferio occidental, crear un marco jurídico para proteger al inversionista, incrementar los flujos de comercio e inversión, mejorar las condiciones de producción y promover la estabilidad económica, crear una política de competencia y lograr un entendimiento común que permita mejorar la aplicación de las legislaciones antidumping.

Los países del ALCA, estaban integrados en bloques regionales así:

- ✓ NAFTA (North American Free Trade Agreement) integrado por Canadá, Estados Unidos y México
- ✓ MCCA (Mercado Común Centroamericano) conformado por El Salvador, Guatemala, Nicaragua, Honduras y Costa Rica
- ✓ CAN (Comunidad Andina) constituida por Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela
- ✓ MERCOSUR (Mercado Común del Sur) integrado por Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay
- ✓ CARICOM (Caribbean Community) conformado por Antigua y Barbuda, Barbados, Belice, Dominicana, Granada, Guayana, Haití, Jamaica, Bahamas, St Kitts y Nevis, San Vicente y Granadinas, Santa Lucía, Suriname y Trinidad y Tobago (ALCA, 2006)

Colombia entró a formar parte de las negociaciones del ALCA a finales de los años noventa, ya que la integración a un área de Libre Comercio como el NAFTA, le permitiría mejorar el desarrollo económico, la infraestructura, incrementar los

niveles de inversión extranjera y finalmente, lograr una ampliación de los mercados y una mejora industrial y tecnológica.

### **3.2. Acuerdos Vigentes**

#### **3.2.1. TLC entre Colombia y México**

El 13 de Junio de 1994, Colombia firmó con México y Venezuela el Tratado del Grupo de los Tres (TLC-G3), el cual entró en vigencia el 1 de enero de 1995 mediante Ley de la República de Colombia No. 172 de 1994. Este Tratado con carácter de Acuerdo de Complementación Económica (ACE), trajo consigo la apertura de mercados para bienes y servicios, estableció reglas claras para el comercio y la inversión y adicionalmente, estableció un programa de desgravación a 10 años para la mayoría de los productos a excepción del sector agropecuario (MinCIT, 2014).

En Mayo de 2006, Venezuela presentó formalmente la denuncia al Acuerdo, y en Agosto de 2009 Colombia y México lograron la adecuación del TLC y “suscribieron cinco decisiones contenidas en un protocolo modificadorio referidas al acceso a mercados, las adecuaciones a las reglas de origen, el Comité Regional de Insumos, las facultades adicionales a la Comisión Administradora y el cambio de nombre del Tratado” (MinCIT, 2014), cambios que se encuentran vigentes desde agosto de 2011.

El Tratado de Libre Comercio vigente a la fecha entre Colombia y México tiene en cuenta diversos temas de interés para las partes entre los cuales se destacan:

a) Programa de desgravación:

Establece la desgravación gradual del universo arancelario en un período de 10 años, con excepción del sector agrícola y el automotor para los cuales se tiene



una condición especial. Teniendo en cuenta lo anterior, la primera reducción de los aranceles se llevó a cabo el 1 de enero de 1995, dando paso a nueve etapas anuales adicionales que iniciaron el 1 de julio de 1996 y que llevaron a lograr la desgravación total de los bienes el 1 de julio de 2004 (MinCIT, 2014).

b) Sector Agropecuario:

Para los productos del sector agrícola el TLC entre Colombia y México estableció un esquema general de desgravación a 10 años (con un listado de excepciones temporales). Así mismo, se creó el Comité de Comercio Agropecuario, responsable de revisar anualmente las condiciones de este capítulo del acuerdo; se creó un Grupo de Trabajo de Normas Técnicas y de Comercialización Agropecuarias, encargado de revisar la aplicación y efectos de las normas técnicas o de comercialización y finalmente, se prohibieron los subsidios a las exportaciones una vez concluido el periodo de desgravación (MinCIT, 2014).

c) Reglas de Origen:

Buscando promover una mayor utilización de los recursos e insumos propios de la región en los productos comercializados entre las partes, se determinó que la eliminación de aranceles se aplica a los bienes producidos en su totalidad en la región. “El requisito de valor de contenido regional es de 55% bajo el método de valor de transacción, salvo para químicos, metalmecánica, maquinaria y equipo, y electrónica cuyo contenido regional será de 50%” (MinCIT, 2014).

d) Medidas de Salvaguardia:

Utilizadas para proteger las industrias nacionales de las importaciones en condiciones o cantidades que representen una amenaza como resultado del programa de desgravación. En el TLC se establecieron salvaguardias arancelarias que “tendrán una duración máxima de un año, prorrogable por uno más; y las medidas bilaterales sólo se podrán aplicar durante el período de transición al libre

comercio, más cinco años o bien, quince años a partir de la entrada en vigor del Tratado” (MinCIT, 2014).

e) Inversión:

Con la firma del TLC se determinaron las condiciones de seguridad y certidumbre para los inversionistas actuales y potenciales, incluyendo temas de propiedad intelectual, préstamos, reinversiones y cualquier transferencia de recursos. Adicionalmente, el acuerdo comercial tiene en cuenta las “garantías jurídicas para el trato nacional, trato de nación más favorecida, libertad de transferencias y expropiación” (MinCIT, 2014).

### **3.2.2. TLC entre Colombia, El Salvador, Guatemala y Honduras**

Con el objetivo de fortalecer la integración económica regional, mejorar las condiciones de acceso a los mercados, promover las inversiones y como instrumento de desarrollo para los países firmantes; Colombia, Guatemala, El Salvador y Honduras, firmaron en Agosto de 2007 un TLC que entró en vigencia en noviembre de 2009.

Se creó una Zona de Libre Comercio donde los bienes originarios de los países firmantes pueden disfrutar de las preferencias arancelarias acordadas, sin importar el lugar de producción o fabricación (Territorio Aduanero Nacional incluyendo Zonas Francas). Adicionalmente, fueron eliminados “los subsidios a la exportación para el comercio bilateral del ámbito agrícola [y los países firmantes se comprometieron a] buscar la eliminación de los subsidios a la exportación en el marco multilateral” (MinCIT, 2014).

Así mismo, el Acuerdo entre las partes incluye una cláusula evolutiva, que tiene como objetivo incluir en el programa de desgravación las mercancías que fueron

excluidas inicialmente, lo que constituye en elemento fundamental para alcanzar el adecuado aprovechamiento del Tratado (MinCIT, 2014).

El TLC entre Colombia y los Países del Triángulo Norte tiene en cuenta temas fundamentales como:

a) Reglas de origen:

El TLC incluye la opción de importar materias primas hasta por un 10% del valor final del bien, a excepción del sector agrícola para el que exige además una transformación mínima dada por el cambio de subpartida arancelaria. Así mismo, se acordaron requisitos específicos de origen para productos como la carne, derivados del café, embutidos, dulces y productos industriales (MinCIT, 2014).

b) Medidas de Salvaguardia:

El TLC incluye un esquema de salvaguardia bilateral que permite aplicar medidas provisionales hasta por 200 días, para corregir rápidamente posibles desajustes del sector productivo. De ésta forma, se determinó “que el período total de aplicación de una salvaguardia bilateral puede ser hasta de tres años, prorrogable por 1 año adicional si así fuera necesario para facilitar el ajuste de la producción nacional a las nuevas condiciones de competencia” (MinCIT, 2014).

### **3.2.3. Comunidad Andina (CAN)**

En 1966 se dio inicio a las negociaciones para dar origen a la Comunidad Andina (CAN), acuerdo que entró en vigencia en octubre de 1969 con Perú, Chile y Colombia como países firmantes. En noviembre de 1969 Ecuador y Bolivia se unieron al pacto y en 1973 lo hizo Venezuela.

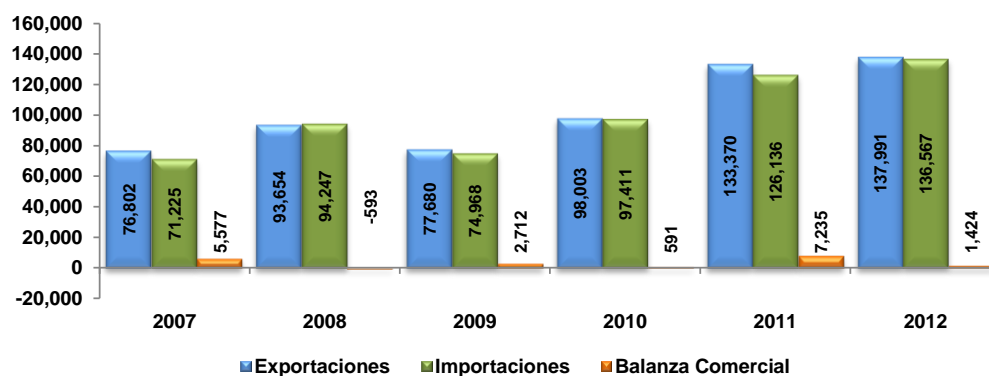
En 1976 Chile se retiró de la Comunidad Andina y en el 2006 lo hizo Venezuela, pero en agosto del mismo año, éste último “suscribió con los Países Miembros de

la Comunidad Andina un Memorando de Entendimiento por medio del cual, acordaron dar plena vigencia a las ventajas comerciales recibidas y otorgadas de conformidad con el Programa de Liberación de la subregión andina, que debe mantenerse entre las partes, de acuerdo con el artículo 135 del Acuerdo de Cartagena” (MinCIT, 2014).

Actualmente, la Comunidad Andina (CAN) es una organización subregional con personería jurídica internacional y de la cual hacen parte Bolivia, Colombia, Ecuador y Perú. Adicionalmente, desde el 2005, se unieron como Miembros Asociados los países pertenecientes al MERCOSUR (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay) y Chile lo hizo en el 2006 (MinCIT, 2014).

La CAN surgió “con el objetivo de alcanzar un desarrollo integral, más equilibrado y autónomo, mediante la integración andina, suramericana y latinoamericana” (CAN, 2014) y como lo muestra la gráfica presentada a continuación, la integración de los países ha contribuido al crecimiento de las importaciones y exportaciones al resto del mundo, dando como resultado una balanza comercial positiva.

**Gráfica 5. Comercio Exterior de la CAN con el Mundo 2007-2012**  
Comunidad Andina: Comercio Exterior de la CAN con el Mundo,  
2007-2012  
(Cifras en millones de USD)



Fuente: CAN, 2014

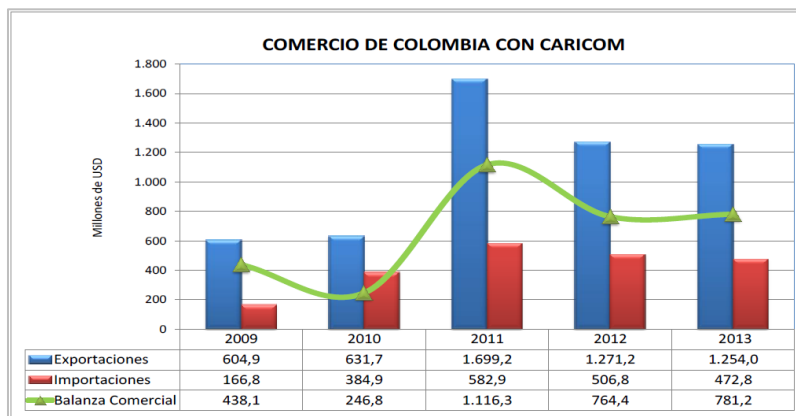
Dentro de los principales logros de la CAN durante sus años de vigencia se destacan:

- ✓ La conformación de una zona de comercio libre de aranceles para el 100% de los productos
- ✓ El comercio creció significativamente, pasando de USD 80 millones en exportaciones entre los países miembros en 1969, a más de USD 10.349 millones en 2012
- ✓ Cerca del 80% del comercio entre los países del acuerdo corresponde a productos manufacturados
- ✓ Creación de un régimen común que evita la doble tributación y previene la evasión fiscal (CAN, 2014)

#### **3.2.4. Acuerdo de Comercio entre Colombia y CARICOM**

La Comunidad del Caribe (CARICOM) fue creada en 1962 con el fin de estimular la cooperación económica bajo la figura de un mercado común del Caribe, estrechar las relaciones políticas y económicas entre los países miembros y promover la cooperación en temas de educación, cultura e industria. La Comunidad agrupa a los siguientes países de la región: Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Haití, Jamaica, Montserrat, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Suriname y Trinidad y Tobago.

Con este acuerdo, los productos colombianos tienen acceso preferencial al mercado de CARICOM y como lo muestra la siguiente gráfica, en el 2013 el comercio entre las partes dio como resultado una balanza comercial positiva para Colombia de USD 781 millones.

**Gráfica 6. Comercio de Colombia con Caricom 2009 – 2013**

Fuente: (MinCIT, 2014)

Según cifras del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo de Colombia, durante el 2013 los principales productos exportados al CARICOM fueron: aceites crudos de petróleo (58%), fueloil (17%), gasolina (6%), gasolina sin tetraetilo de plomo (5%) y azúcar (3%). Por su parte, los principales productos importados desde CARICOM fueron: aceites livianos (64%), metanol (9%), gasolina sin tera etilo de plomo (8%), amoniaco (6%) y urea (6%) (MinCIT, 2014).

### 3.2.5. Acuerdo Comercial CAN – MERCOSUR

En 1998 la CAN y el MERCOSUR suscribieron un Acuerdo Marco para la creación de una Zona de Libre Comercio, el cual estableció que el proceso de negociación se desarrollaría en dos etapas: la primera para negociar un Acuerdo de Preferencias Arancelarias Fijas y la segunda para establecer un Acuerdo de Libre Comercio.

Con la firma del Acuerdo Marco, se dio inicio a la etapa de negociación de Preferencias Arancelarias Fijas entre las partes y el 18 de octubre de 2004, Colombia, Ecuador y Venezuela (Países miembros de la CAN) y los Estados miembros del MERCOSUR, suscribieron el Acuerdo de Complementación Económica N° 59, cuyo principal propósito era la creación de un área de libre

comercio entre las partes que permitiera “la expansión y diversificación del intercambio comercial y la eliminación de las restricciones arancelarias y de las no arancelarias que afectan el comercio recíproco” (MinCIT, 2014).

Así mismo, el acuerdo entre las partes incluyó un Programa de Liberación Comercial aplicable a los productos originarios de los países; incluyendo los productos tanto agrícolas, como industriales en el área de libre comercio de bienes, a través de “desgravaciones progresivas y automáticas, aplicables sobre los aranceles vigentes para la importación de terceros países en cada parte signataria” (MinCIT, 2014).

El Acuerdo Comercial entre la CAN y el MERCOSUR tiene en cuenta temas fundamentales tales como:

a) Programa de Liberación Comercial

Teniendo en cuenta las diferencias entre los niveles de desarrollo de los países miembros, el Acuerdo entre la CAN y el MERCOSUR estableció normas de origen y plazos de desgravación diferenciados. Por lo tanto, para el caso de Argentina y Brasil, se definieron programas de desgravación arancelaria más acelerados que los establecidos para Colombia.

Tomando como referencia lo anterior, “el grueso de la producción colombiana se viene desgravando en un plazo de 12 años y los productos altamente sensibles quedaron en la canasta de 15 años” (MinCIT, 2014) tales como azúcar, vehículos y autopartes, leche y sus derivados, arroz, calzado, electrodomésticos y muebles de madera.

b) Agricultura

Dada la sensibilidad del sector agrícola, con la firma del Acuerdo se decidió mantener instrumentos como “el Mecanismo de Estabilización de Precios y la

desgravación arancelaria a 15 años se aplicará únicamente sobre una parte del arancel, permitiendo la vigencia y permanencia de dicho Mecanismo” (MinCIT, 2014). Por lo tanto, para el 2018 se habrá logrado la desgravación total del componente fijo del arancel y “la del componente variable se mantendrá permanente al aplicar el componente variable del Sistema Andino de Franjas de Precios (SAFP)” (MinCIT, 2014).

Así mismo, existe una salvaguardia para el sector agrícola que puede ser activada por cantidad o por precio, cuando las importaciones de un determinado producto bajo condiciones preferenciales amenazan la producción doméstica. La medida tiene un periodo de duración de 90 días, sin embargo para productos sensibles (carnes y lácteos) es posible otorgar preferencias únicamente sobre cantidades limitadas.

### **3.2.6. TLC entre Colombia y Estados Unidos**

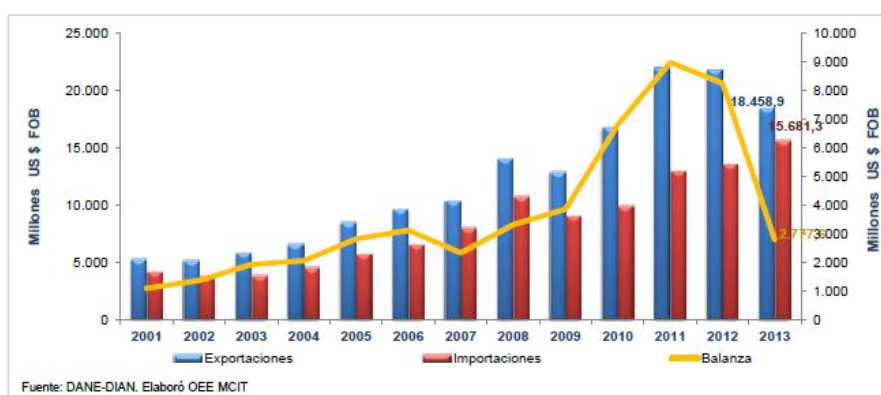
El 22 de noviembre de 2006, Colombia suscribió con Estados Unidos el Acuerdo de Promoción Comercial que fue aprobado por el Congreso de los Estados Unidos el 12 de octubre de 2011. Con esta aprobación, se dio inicio a la etapa de implementación normativa del Acuerdo en Colombia, con el objetivo de asegurar que era compatible con las leyes colombianas.

La firma de un TLC entre Colombia y Estados Unidos representó la posibilidad de continuar con los beneficios del ATPDEA que culminó el 15 de febrero de 2011. Por esta razón, los países miembros iniciaron las negociaciones con el objetivo principal de convertir el acuerdo en “una posibilidad para que empresarios realicen inversiones a largo plazo, que incrementen su capacidad productiva y cuenten con una estabilidad en el tiempo y en las condiciones favorables para las exportaciones” (MinCIT, 2014).



De acuerdo a la información del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo de Colombia y como lo muestra la siguiente gráfica, durante la última década el comercio bilateral entre los dos países ha tenido un comportamiento creciente. Situación que ha resultado favorable para Colombia y le ha permitido arrojar una balanza comercial positiva

**Gráfica 7. Comercio bilateral entre Colombia y Estados Unidos - Exportaciones, importaciones y balanza comercial**



Fuente: (MinCIT, 2014)

Aunque actualmente las opiniones frente al TLC entre Colombia y Estados Unidos están divididas, desde el inicio de las negociaciones fue considerado como un acuerdo favorable para Colombia, generador de empleo, beneficioso para los sectores exportadores y en el cual se negociaron aspectos generales tales como: condiciones de acceso a mercados tanto para el sector industrial como para el agrícola, protección a la propiedad intelectual, condiciones de seguridad para la inversión y libre competencia, entre otros.

El TLC entre Colombia y Estados Unidos ha impactado positivamente el comercio entre los países, y aunque las opiniones de los expertos están divididas, específicamente para Colombia el acuerdo representa la posibilidad de acceder de manera preferencial a un mercado de millones de consumidores, promueve la

generación de empleo y la libre competencia, lo que finalmente se traduce en un impulso para el desarrollo de la economía.

### **3.2.7. Acuerdo de Libre Comercio entre Colombia y Chile**

El 6 de diciembre de 1993, Colombia y Chile suscribieron un Acuerdo de Complementación Económica, con el objetivo de crear un espacio económico común y de conformidad con lo establecido en el Tratado de Montevideo. El 20 de enero del año 2000 y bajo el mismo Acuerdo, los dos países suscribieron un plan para la Promoción y Protección recíproca de las inversiones (MinCIT, 2014).

En 2008 fue aprobado un Acuerdo de Libre Comercio entre Colombia y Chile, que entró en vigencia el 8 de mayo del año 2009; desde el primer momento, fue posible identificar el efecto positivo en los negocios entre los dos países, como reflejo de las nuevas y favorables condiciones para el comercio de bienes y servicios.

Los principales objetivos a destacar del Acuerdo de Libre Comercio entre Colombia y Chile son: establecer condiciones de equidad, desarrollo equilibrado y armónico para los países involucrados, promover la expansión y diversificación del comercio, eliminar los obstáculos a la circulación de mercancías, aumentar las oportunidades de inversión y promover el desarrollo a través innovaciones y mayor competitividad, entre otros. (CCCC, 2012).

El TLC entre Colombia y Chile ha impulsado el comercio entre los países, generando una dinámica favorable que se refleja en el comportamiento de las exportaciones colombianas a Chile, las cuales pasaron de USD117 millones en 1994 a USD907 millones en el 2000. Así mismo, el TLC trajo consigo la apertura de las puertas del mercado chileno para productos colombianos tales como: frutas tropicales, envases y empaques, autopartes, alimentos convenientes y línea light,

jeans, ropa interior femenina, software y tecnologías de la información e ingeniería, etc. (CCCC, 2012).

Así mismo, el TLC benefició a Colombia, porque significó la llegada de empresas con grandes capitales que han favorecido a diversos sectores de la economía como el de retail, bancarización a través de tarjetas de crédito, desarrollos forestales, entre otros. Factores fundamentales para el crecimiento de las importaciones desde Chile, las cuales pasaron de USD113 millones en 1994 a USD688 millones en el 2010 (CCCC, 2012).

Este acuerdo es fundamental, ya que Chile es uno de los países de América Latina más estables en cuanto a la política y a su economía, y ofrece un mercado muy atractivo para las oportunidades de negocios. Así mismo es un país que ha construido y consolidado relaciones importantes a nivel mundial y en la actualidad tiene tratados de libre comercio con varios países.

### **3.2.8. Acuerdo Comercial entre Colombia, la Unión Europea y Perú**

El 26 de junio de 2012 en Bruselas (Bélgica), Colombia y Perú firmaron un Acuerdo Comercial con la Unión Europea, el cual entró en vigencia el 1° de agosto de 2013. Durante el periodo previo a la firma del Acuerdo, las partes llevaron a cabo tres rondas de negociaciones bajo el formato CAN-UE, cuyo principal objetivo era “reforzar el diálogo político, intensificar la cooperación y potenciar su comercio recíprocamente” (MinCIT, 2014). Así mismo, el proceso de negociación incluyó nueve rondas bajo el formato multipartito, que se llevaron a cabo en Bogotá, Bruselas y Lima.

El Acuerdo Comercial entre Colombia, Perú y la Unión Europea, favorece el desarrollo de la economía colombiana al representar nuevas oportunidades de mercado para sus productos, establecer nuevos vínculos en la cadena de

producción y generar oportunidades para establecer alianzas productivas y comerciales. Así mismo, este acuerdo entre los países firmantes, le permite a Colombia acceder a nuevos mercados con un mayor número de clientes y consumidores, con condiciones claras que favorecen la inversión y reglas que promueven el intercambio de bienes y servicios.

Por otra parte, el Acuerdo Comercial le permite a Colombia mantener una relación preferencial y permanente con un actor fundamental en la economía del mundo, teniendo en cuenta temas importantes tales como: reglas de origen, medidas sanitarias y fitosanitarias, defensa comercial o protección a sectores sensibles de cada economía, aduanas y facilitación al Comercio y normas que promuevan la libre competencia, protejan la propiedad intelectual y establezcan los parámetros para la solución de controversias.

#### **4. ANÁLISIS DE LAS RELACIONES COMERCIALES ENTRE COLOMBIA Y CHINA Y EL SECTOR AGROINDUSTRIAL COLOMBIANO**

Para entender el impacto que trae consigo la firma y puesta en marcha de un TLC entre Colombia y China, es importante entender tanto las condiciones económicas actuales de cada nación de manera independiente, como las características del comercio bilateral existente entre los países, los cambios y las oportunidades que el tratado puede representar.

Teniendo en cuenta lo anterior, este capítulo buscará analizar y entender la situación actual de la economía de Colombia y China, sus principales características e indicadores económicos. Adicionalmente, a través de estadísticas descriptivas, se hará un análisis de las condiciones actuales del comercio bilateral entre Colombia y China, el tamaño del mercado entre los dos países, las características de sus importaciones y exportaciones y el resultado general de la balanza comercial existente.

Finalmente y de acuerdo con el objetivo principal de este trabajo de grado, de evaluar el impacto financiero que tendrá el TLC entre Colombia y China en el sector agroindustrial colombiano, se estudiará la situación actual del sector, su potencial como exportador y las posibles oportunidades de desarrollo que se espera traiga consigo el acuerdo comercial con el gigante asiático.

##### **4.1.1. República Popular de China**

La República Popular de China es una nación que se encuentra ubicada en el oriente de Asia, “al norte limita con Rusia y Mongolia, al oriente con Corea del Norte y el mar de China, al sur con Vietnam, Laos, Myanmar, Nepal e India, y al occidente con Pakistán, Afganistán, Tayikistán, Kirguistán y Kazajistán” (Analdex, 2014).

Siendo la cuarta nación más extensa del mundo (9.6 millones de km<sup>2</sup>), China es el país con el mayor número de habitantes (1.343 millones) y la segunda economía más grande del mundo, al generar en 2013 un PIB de USD 9.2 billones a precios constantes, alcanzando un crecimiento del 7.7% frente al año anterior.

Adicionalmente, en términos macroeconómicos, China se caracteriza por ser una nación estable, con inflación del 2.6% y desempleo del 4.1% en 2013 tal y como se presenta en la siguiente tabla:

**Tabla 2: Indicadores Macroeconómicos China 2012 – 2013**

<b>Datos Macroeconómicos de China</b>		
<b>Indicador</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
PIB USD Millones corriente	6,229,490	9,240,270
PIB per cápita PPA USD act.	10,945	11,904
Crecimiento del PIB	7.7	7.7
IED neta USD Millones	(231,651)	(191,125)
Tipo de cambio S/USD	6.30	6.14
Inflación %	2.7	2.6
Desempleo % PEA	4.1	4.1
Deuda Pública % del PIB	9.0	9.3
Reservas USD Millones	3,387,513	3,880,368
Población Millones	1,355.62	

Fuente: Elaboración propia a partir de (Analdex, 2014)

El Gigante Asiático es líder mundial en la producción de arroz, algodón, té, patatas, ganadería ovina, porcina y especies marinas, minerales como estaño, hierro y oro y cuenta con importantes yacimientos de carbón, petróleo y gas. Lo anterior, es un claro reflejo de la fortaleza de la economía china y está alineado con la importancia del país asiático en el mercado mundial. Pues con exportaciones por USD 2.210.522 millones en 2013, China es considerada la nación que más exporta en el mundo, superando a Estados Unidos y Alemania (Analdex, 2014).

A diferencia de Colombia, el gigante asiático se caracteriza por exportar principalmente productos con alto valor agregado entre los cuales se destacan:

máquinas eléctricas y mecánicas, máquinas para prendas de vestir y muebles; siendo Hong Kong, Estados Unidos y Japón los principales países de destino de estos productos (Analdex, 2014).

Por su parte y ligado al crecimiento económico de China durante los últimos años, las importaciones presentan un comportamiento bastante dinámico. Sólo durante el 2013, las importaciones de China fueron USD 1.949.935 millones, ubicando al gigante asiático en el segundo lugar en el listado de países importadores, luego de Estados Unidos, y alcanzando un crecimiento del 7.25% frente al año anterior. Tal y como se muestra en la siguiente tabla, los principales productos importados por China son máquinas industriales, combustibles y aceites, minerales y cenizas; y los principales países de origen son Corea del Sur, Japón, Taipei, Estados Unidos y Australia:

**Tabla 3: Importaciones de China por capítulo de arancel (USD Millones)**

Importaciones de China por capítulo de Arancel					
Capítulo de Arancel	Descripción	2012	2013	Var %	Part. % 2013
85	Maquinas, aparatos y material eléctrico y sus partes	381,521	439,318	15.15	22.53
27	Combustible y aceites minerales	313,067	314,700	0.52	16.14
84	Máquinas, reactores nucleares, calderas, aparatos y artefactos	181,960	170,669	(6.21)	8.75
26	Minerales, escorias y cenizas	133,728	148,447	11.01	7.61
90	Instrumentos, aparatos de óptica, fotográfica, cinematografía	106,146	107,738	1.50	5.53
99	Materiales no a otra parte especificados	68,769	104,731	52.29	5.37
87	Vehículos automóviles, tractores, ciclos y demás vehic. Terrestres	70,597	74,146	5.03	3.80
39	Materiales plásticos y manufacturas de estas materias	69,424	72,409	4.30	3.71
29	Productos químicos orgánicos	60,864	65,953	8.36	3.38
74	Cobre y manufacturas de cobre	54,516	50,381	(7.59)	2.58
	<b>Subtotal</b>	<b>1,440,592</b>	<b>1,548,492</b>	<b>7.49</b>	<b>79.40</b>
<b>Total</b>	<b>Todos los productos</b>	<b>1818199</b>	<b>1949935</b>	<b>7.25</b>	<b>100</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Analdex, 2014)

#### 4.1.2. República de Colombia

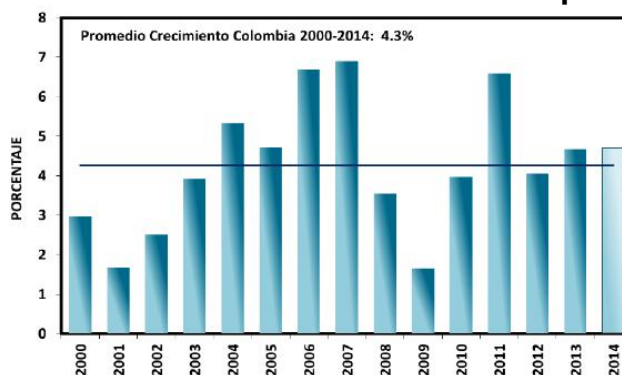
Colombia se encuentra ubicada al noroccidente de América del Sur y “limita en la zona este con Venezuela y Brasil, al sur con Perú y Ecuador y al noroeste con Panamá” (ILUD, 2010). Con un territorio de más de 2 millones de km<sup>2</sup>; Colombia

es la cuarta nación más grande del continente y se caracteriza por tener costas tanto en el Océano Pacífico como en el Océano Atlántico. Así mismo, Colombia es reconocida a nivel mundial por la calidad del café, las flores, las esmeraldas, el carbón, el petróleo y por su gran biodiversidad (ILUD, 2010).

A lo largo de la historia, Colombia ha tenido que enfrentar diferentes periodos de crisis económicas que han tenido un impacto desfavorable en la economía y en su proceso de desarrollo. Sin embargo, durante los últimos años, la economía del país ha presentado mejores resultados y una tendencia positiva que favorece a los diferentes sectores, reduce el desempleo, promueve la inversión y mejora la calidad de vida de las personas. Prueba de esto, durante el periodo 2010 – 2013, el PIB tuvo un crecimiento promedio del 4.8% y adicionalmente, desde el año 2010, la inflación se ha mantenido en niveles cercanos al 3%, cerrando el año 2014 en 3.7% (IE Bancolombia, 2015).

El año 2014, fue un periodo de desaceleración y bajo crecimiento para la economía mundial, pero para el caso de Colombia se puede calificar como un año favorable y exitoso. Según cifras de la ANDI y como se muestra en la gráfica presentada a continuación, para Colombia se estima un crecimiento económico del 4.7% en 2014, crecimiento levemente superior al de 2013 y que convierte al país en una de las economías más promisorias de la región (ANDI, 2014).

**Ilustración 1 Crecimiento económico de Colombia periodo 2000 – 2014**



Fuente: (ANDI, 2014)



Adicionalmente, la economía colombiana se ha fortalecido durante los últimos años como resultado de importantes cambios económicos, políticos y sociales. Los cuales han llevado a Colombia a ser un país “cuyo PIB aumentó de menos de USD100.000 millones en el 2000, a un PIB cercano a USD390.000 millones en la actualidad y a un PIB per cápita superior a USD8.000; cuando a principios de la década era de USD2.000” (ANDI, 2014), la inversión extranjera directa (IED) es cercana al 30% del PIB y se mantiene el grado de inversión (ANDI, 2014).

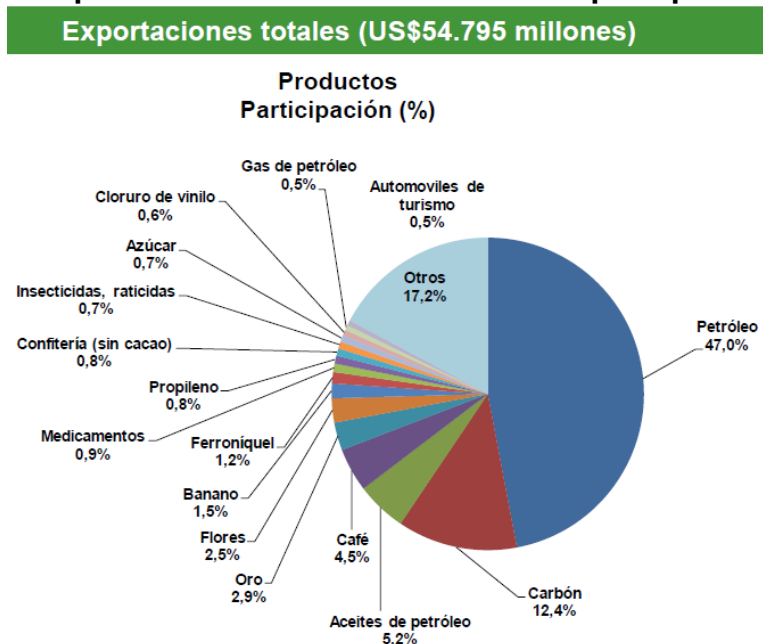
Así mismo, según el reporte de competitividad del Foro Económico Mundial de 2014-2015, Colombia logró ascender 3 posiciones con respecto al periodo anterior, ubicándose en el puesto 66 y obteniendo los mejores resultados en aspectos fundamentales para la economía tales como: preparación tecnológica, entorno macroeconómico e infraestructura (ANDI, 2014).

Por otra parte, como consecuencia del crecimiento de la industria y el mercado colombiano, la demanda de bienes y servicios provenientes de otros países ha aumentado significativamente, llegando a USD 64.029 millones en 2014 con un crecimiento del 7.8% frente al mismo periodo del año anterior (MinCIT, 2015). Así mismo, según cifras del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, durante el año 2014 los principales productos importados por Colombia fueron: maquinaria y equipo, productos de química básica, derivados del petróleo, vehículos y artículos del sector metalúrgico; siendo Estados Unidos, China, la Unión Europea y México los principales países de origen de los mismos (MinCIT, 2015).

De igual manera, la oferta exportable de Colombia se ha incrementado. Cada vez son más las empresas que buscan llegar a nuevos mercados con clientes potenciales para sus productos; factor que se ha convertido en un elemento dinamizador de la economía, sumado a las buenas condiciones que ha alcanzado Colombia con sus principales socios comerciales a través de acuerdos entre las partes.

De acuerdo a la información publicada por el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo de Colombia, para el 2014 las exportaciones colombianas fueron USD 54.795 millones, decreciendo 6.8% frente al año anterior y se caracterizan por ser en su mayoría productos de bajo valor agregado; siendo el petróleo, el carbón, aceites de petróleo, café, oro, flores y banano los principales productos de exportación durante el 2014 tal y como se muestra en la siguiente gráfica:

**Gráfica 8: Exportaciones de Colombia en 2014 por tipo de producto**



Fuente: (MinCIT, 2015)

Dentro de los principales países de destino de las exportaciones colombianas se destacan: Estados Unidos, la Unión Europea, China, Panamá e India; siendo Estados Unidos el más significativo con un 25.7% de la participación dentro del total de las exportaciones durante el 2014.

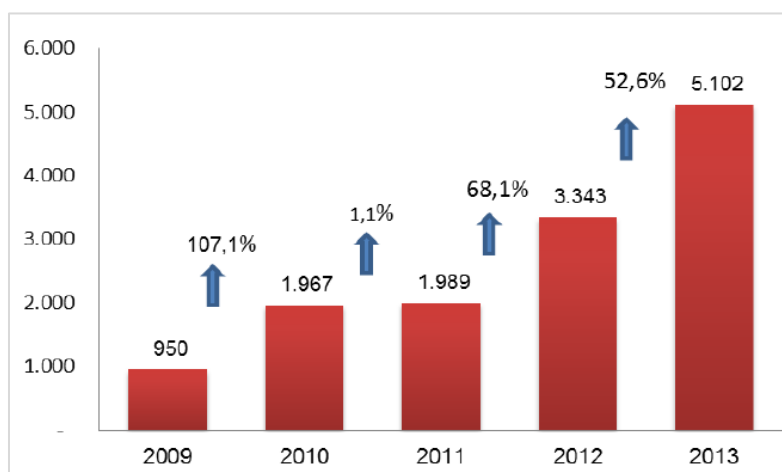
Al llevar a cabo un análisis de las condiciones actuales del comercio internacional colombiano, el comportamiento de las importaciones y exportaciones cobran mayor importancia. Pues para el año 2014, el decrecimiento de las exportaciones de Colombia, sumado al crecimiento en las importaciones, generó un resultado

deficitario de USD -6.293 millones en la balanza comercial, frente a un superávit de USD 2.203 millones en 2013 (MinCIT, 2015).

#### 4.1.3. Relaciones Comerciales entre Colombia y China

Durante los últimos años, el comercio entre Colombia y China ha tenido un comportamiento creciente hasta ubicar al gigante asiático como el segundo socio comercial de Colombia (Vieira Posada, 2013). Prueba de lo anterior, la gráfica presentada a continuación muestra la tendencia creciente de las exportaciones de Colombia a China, logrando un incremento del 52,6% en 2013 y un total exportado de USD 5.102 millones.

**Gráfica 9: Exportaciones de Colombia a China 2009 - 2013 (Millones de USD)**

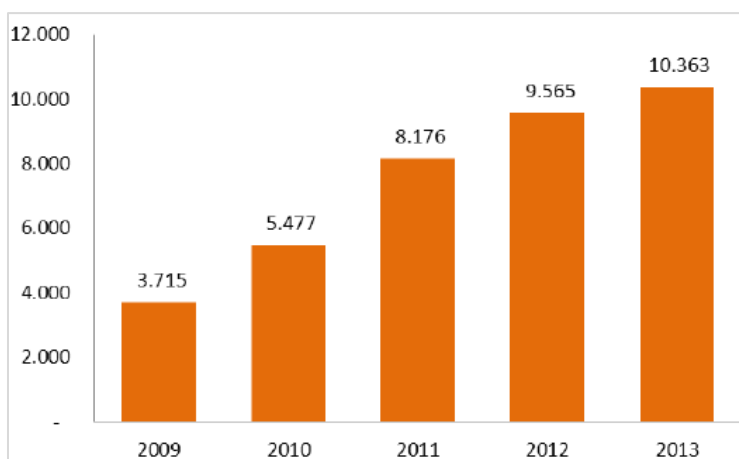


Fuente: (Analdex, 2014)

Dentro de los principales productos exportados hacia el gigante asiático se destacan combustibles, aceites minerales y sus destilados, fundiciones, hierro, acero, cobre y sus manufacturas, pieles, cueros y aluminio, ubicando a China como el segundo destino más importante para las exportaciones colombianas, al representar el 8.67% del total exportado en 2013 (Analdex, 2014).

Por su parte, las importaciones de Colombia desde China, también han incrementado significativamente durante los últimos cinco años, alcanzando un crecimiento promedio del 30.5% entre 2009 y 2013 y llegando a USD 10.363 millones como se presenta a continuación.

**Gráfica 10: Importaciones de Colombia desde China (CIF Millones de USD)**



Fuente: (Analdex, 2014)

Como se mencionó anteriormente, las importaciones de Colombia desde el gigante asiático se caracterizan por ser en su mayoría productos con alto valor agregado. Prueba de esto, durante el año 2013 los principales productos comprados a China fueron: máquinas y material eléctrico, equipos de grabación, reactores nucleares, automóviles, tractores y demás vehículos terrestres (Analdex, 2014).

Teniendo en cuenta lo anterior, durante el 2013 las exportaciones de Colombia a China fueron USD 5.102 millones, mientras las importaciones fueron USD 10.363 millones. Esta diferencia entre los productos comprados y vendidos al Gigante Asiático, dio como resultado una balanza comercial negativa al alcanzar un déficit de USD 5.261 millones.

Aunque la tendencia tanto de las importaciones como de las exportaciones de Colombia a China es positiva y los niveles de crecimiento anual son significativos, el déficit de la balanza comercial a Diciembre 2013 es un factor que afecta de manera negativa el resultado general de la economía colombiana. Sin embargo, más que una dificultad, esta situación representa una oportunidad para replantear las características de los productos vendidos a China y de esta forma, buscar la manera de mejorar la oferta exportable de Colombia, intercambiando los productos actuales por otros con mayor valor agregado, mejorando las industrias locales para hacerlas más competitivas y finalmente, invirtiendo en investigación y desarrollo para generar nuevos y mejores productos que resulten más atractivos para los consumidores chinos.

#### **4.1.4. Sector agroindustrial colombiano y oportunidades de desarrollo**

Dado el enfoque de este trabajo de grado en el sector agroindustrial colombiano y para llevar a cabo un adecuado análisis del posible impacto de un TLC entre Colombia y China, es necesario entender la situación actual del sector y su potencial como exportador. Por ésta razón, a continuación se llevará a cabo un análisis de las principales estadísticas descriptivas del sector, para entender sus características, las condiciones actuales de la dinámica del mercado e identificar las principales variables que se verían afectadas con la entrada en vigencia de un acuerdo comercial con el gigante asiático.

Por definición, la agroindustria se caracteriza por llevar a cabo “procesos orientados a la transformación de productos provenientes de cualquier actividad agrícola, pecuaria, forestal o pesquera” (SDE, 2010), modificando las características físicas, químicas y biológicas y dando como resultado un producto diferente, el cual dependiendo de la transformación realizada se puede clasificar en:

- ✓ Productos con poco valor agregado (bienes primarios como trigo y soya)
- ✓ Productos con algún valor agregado (bienes primarios con algún enlace entre la producción, el procesamiento y sus características de uso para el consumo final)
- ✓ Productos semiprocesados (aceites vegetales, carnes y harinas)
- ✓ Productos con alto valor agregado (vinos, cigarros y mermeladas) (SDE, 2010)

En el caso de Colombia, la ubicación geográfica es un factor fundamental que favorece el desarrollo del sector agroindustrial. La disponibilidad de tierras fértiles, la abundancia de recursos hídricos y la posibilidad de tener variedad de climas de acuerdo a la zona del país, se convierten en ventajas competitivas y ofrecen diversas oportunidades de inversión para el sector. Es por esto que, “entre 1994 y 2004 el sector agroindustrial colombiano se consolidó como el segundo sector de mayor inversión extranjera en el país, con USD 1.300 millones registrados” (Procolombia, 2013). En la actualidad se caracteriza por ofrecer productos tales como:

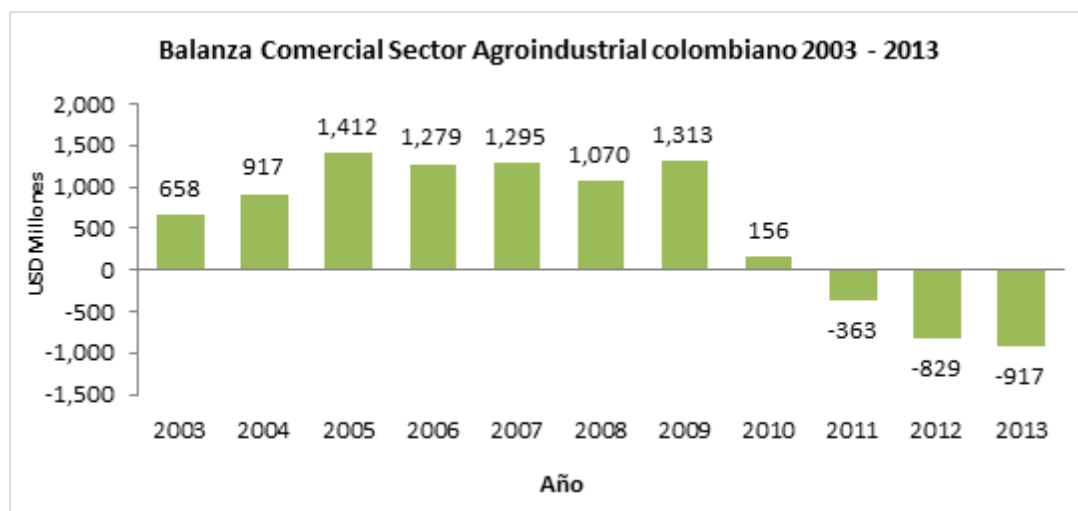
- ✓ Carne bovina
- ✓ Chocolatería
- ✓ Confitería
- ✓ Palma, aceites y grasas
- ✓ Lácteos
- ✓ Hortofrutícola
- ✓ Acuicultura (Procolombia, 2013)

Consolidado como una de las principales fuentes de empleo y generación de desarrollo para el país, durante el 2013 el sector agroindustrial exportó 3.574 millones de toneladas equivalentes a USD 4.715 millones, cifra que representa un crecimiento del 0,7% frente al año anterior y en la cual se destacan Estados Unidos, Ecuador, Venezuela y Perú como los principales destinos para la

exportación de productos. Por su parte, durante en el 2013 las importaciones del sector ascendieron a USD 6,102 millones, generando un crecimiento del 2,2% frente al 2012 y siendo Estados Unidos, China, México y Brasil los principales lugares de origen de estos productos (Procolombia, 2014).

En términos de Balanza Comercial, la gráfica presentada a continuación, explica en detalle los resultados del sector agroindustrial colombiano para el periodo 2003 – 2013, y permite entender la dinámica del comercio internacional del sector, en el cual para el año 2013, las importaciones superaron a las exportaciones y se dio como resultado un déficit de USD - 917 millones (Procolombia, 2014).

**Gráfica 11: Balanza Comercial Sector Agroindustrial Colombiano 2003 – 2013**



Fuente: Elaboración propia a partir de (Procolombia, 2014)

A pesar de los resultados negativos de la balanza comercial para el sector agroindustrial colombiano durante los últimos años, desde el 2003 el comercio del sector con los demás países del mundo ha presentado cambios significativos y favorables para Colombia; dentro de los cuales se destaca la “recomposición de la canasta exportable en favor de [...] productos como el aceite de palma, la carne de bovino, algunas frutas y hortalizas, la confitería a base de azúcar y el cacao” (Proexport & SAC, 2012).

El cambio anteriormente mencionado tiene un efecto positivo en la economía colombiana, evidencia de esto fue el desempeño del sector entre 2004 y 2008, periodo en el cual las exportaciones y las importaciones crecieron a un promedio anual del 13% y 12% respectivamente; mientras “Colombia pasó de exportar cerca de USD 3.000 millones en 2004, a casi USD 6.000 millones en 2008, convirtiéndose junto con la minería en una fuente importante de divisas para el país” (Proexport & SAC, 2012).

En países como Colombia donde no todo está hecho, es posible generar cambios a partir de inversión de recursos en ideas innovadoras y nuevos proyectos; y frente a la posibilidad de un TLC con China, la oportunidad de generar crecimiento y llevar a cabo un cambio estructural en el comercio internacional del sector agroindustrial colombiano cobran especial importancia.

Específicamente para el sector agroindustrial, buscando aprovechar las ventajas de Colombia y los beneficios que representan los acuerdos comerciales, el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, ha identificado el aceite de palma, el caucho, el cacao y la caña como productos con gran capacidad productiva (Proexport & SAC, 2012).

Teniendo en cuenta lo anterior, es importante destacar las principales oportunidades que ha identificado Proexport para el desarrollo del sector agroindustrial colombiano:

- ✓ Dos millones de hectáreas ideales para el cultivo y desarrollo del cacao
- ✓ Se requiere la construcción de nuevas biorefinerías, plantas de biomasa y desarrollo de transesterificación para la transformación de caña de azúcar y palma de aceite en biodiésel



- ✓ Desarrollo de plantas productoras de alimentos procesados como: pulpas, mermeladas, salsas y otros derivados de frutas y vegetales, tanto para el consumo local como para exportaciones
- ✓ La producción de camarón durante todo el año y la disponibilidad de zonas adecuadas para el cultivo de peces como: Cobia, Trucha, Mero, Bocachico, Palmaro, etc (Procolombia, 2013)

Así mismo, desde 2003 el gasto fiscal en el sector agropecuario se ha fortalecido con el incremento de los recursos presupuestales y una reorientación del gasto. Prueba de lo anterior, es el Programa de Desarrollo Rural con Equidad (DRE), un programa de “apoyo al productor vía crédito, capital de inversión y en menor escala, pagos directos para almacenamiento y otros servicios para la agricultura creado en 2007” (Proexport & SAC, 2012).

## 5. HISTORIA Y ANÁLISIS FINANCIERO DEL GRUPO NUTRESA

Después de analizar y entender las condiciones actuales del sector agroindustrial colombiano, las características del comercio entre Colombia y China y teniendo en cuenta el objetivo general de este trabajo de grado de analizar el impacto financiero que tendrá el TLC entre Colombia y China en el sector agroindustrial colombiano, se llevó a cabo la tarea de elegir una empresa representativa del sector que permitiera hacer conclusiones tanto para la compañía como generalizadas para el sector.

Por ésta razón, la empresa seleccionada para llevar a cabo la valoración financiera utilizando el Método de descuentos de Flujos de Fondos, fue el Grupo Nutresa (antes llamado Grupo Nacional de Chocolates) el cual hoy es una de las empresas más grandes de Colombia.

### 5.1. Grupo Nutresa

El Grupo Nutresa S.A. fue fundado el 12 de abril de 1920 en Sonsón Antioquia - Colombia, como la Compañía de Chocolates Cruz Roja. En la actualidad, es reconocido por su fuerte proceso de expansión y diversificación de productos, el cual le ha permitido consolidarse en el mercado nacional y posicionar sus marcas en la Región Andina, Centroamérica, el Caribe y Estados Unidos.

Actualmente tiene presencia en 14 países con 40 plantas de producción, tiene productos presentes en 72 países y el portafolio de productos abarca 168 marcas, divididas en ocho (8) unidades de negocio:

- ✓ Carnes frías
- ✓ Galletas
- ✓ Chocolates

- ✓ Café
- ✓ Tresmontes Lucchetti (TMLUC)
- ✓ Helados
- ✓ Pastas
- ✓ Alimentos al consumidor

La siguiente ilustración presenta el detalle de las marcas y empresas que integran el Grupo Nutresa:

**Ilustración 2: Grupo Nutresa (Marcas y Compañías)**

Grupo nutresa							
Cárnicos	Galletas	Chocolates	Cafés	TMLUC	Helados	Pastas	Alimentos al consumidor
      	     	      	   	    	     	  	   <p><small>*Esta unidad de negocio reportará cifras a partir de 2015.</small></p>
Comercial nutresa							
agüaventa							
la Receta							
Red de ventas y distribución internacional							
Servicios nutresa							

Fuente: (Grupo Nutresa, 2015)

### 5.1.1. Historia del Grupo Nutresa

Para entender el proceso de transformación que ha vivido el Grupo Nutresa, la siguiente tabla presenta los hitos históricos más importantes que han marcado la

historia del Grupo, los cuales han sido decisivos para alcanzar el posicionamiento que hoy lo caracteriza.

### Periodo 1916 – 1999

**Tabla 4: Historia Grupo Nutresa 1916 – 1999**

Año	Historia Grupo Nutresa
1916	Fundación de Fábrica Nacional de Galletas y Confites, posteriormente Fábrica de Galletas y Confites Noel
1920	Fundación de Compañía Nacional de Chocolates Cruz Roja, posteriormente Compañía Nacional de Chocolates S.A.
1933	Cía. Nacional de Chocolates se hace accionista de Galletas Noel, mediante el aporte de maquinaria para fabricar golosinas y la marca DUX
1933	Creación de la marca Sello Rojo para comercializar café tostado y molido
1958	Creación de la marca Colcafé para la comercialización de café soluble
1960	Fusión de dos filiales: Chocolate Sansón y Chocolates Chaves, Santa Fe y Tequendama, dando origen a Industria Colombiana de Café S.A. - Colcafé
1960	Adquisición del negocio cárnico por parte de Galletas Noel, consolidándose a través de las empresa Industria de Alimentos Zenú S.A.S. y Alimentos Cárnicos S.A.S.
1968	Adquisición de Fábrica de Café La Bastilla, posteriormente Tropical Coffee Company S.A.S.
1970	Adquisición de Frigorífico Continental en Barranquilla y Frigorífico Suizo en Bogotá
1978	Venta/Alianza: Nacional de Chocolates y Galletas Noel participaron en el "Movimiento en defensa de la sociedad anónima y del patrimonio industrial de Antioquia" dando origen al Sindicato Antioqueño
1980	Adquisición del Molino Santa Marta S.A. como proveedor de harina de trigo para el negocio de Galletas
1980	Fundación de Tecniagro S.A. como proveedor especializado de carnes seleccionadas
1993	Fundación de Dulces de Colombia S.A.
1995	Fundación de la Corporación Distribuidora de Alimentos S.A. - Cordialsa en Ecuador (Primera empresa comercializadora en el exterior)
1995	Fundación de empresa distribuidora en Venezuela, hoy Cordialsa Venezuela S.A.
1995	Fundación de Proveg Ltda., entrando con el Negocio Cárnico al segmento de vegetales enlatados
1996	Adquisición de Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela S.A., fortaleciendo el Negocio Cárnico
1997	Adquisición de Productos Alimenticios Doria, líder en Colombia en pastas alimenticias
1999	Venta del 30% de Galletas Noel a Danone como socio estratégico.

Fuente: Elaboración propia a partir de: (Grupo Nutresa, 2015)

**Periodo 2000 – 2011**

**Tabla 5: Historia Grupo Nutresa 2000 – 2011**

Año	Historia Grupo Nutresa
2000	Fundación de Novaventa S.A., empresa dedicada a la venta directa de productos a través de catálogos y máquinas dispensadoras
2002	Adquisición de Rica Rondo Industria Nacional de Alimentos S.A., consolidando el liderazgo del Negocio Cárnico en Colombia
2002	Escisión de Industrias Alimenticias Noel, dando origen a InverAlimenticias Noel con inversiones en los negocios de galletas, cárnico y golosinas
2002	Escisión de Cía. Nacional de Chocolates, dando origen a Inversiones Nacional de Chocolates S.A. con inversiones en los negocios de chocolates, café y pastas e InverAlimenticias Noel S.A
2002	Fundación de la compañía Cordialsa México, complementando la red creada en Ecuador y Venezuela
2004	Adquisición de plantas de galletas y chocolates de Nestlé en Costa Rica, dando origen a Compañía Nacional de Chocolates DCR y Compañía de Galletas Noel de CR
2004	Adquisición de activos de distribución en Puerto Rico dando origen a Cordialsa Boricua Empaque Inc.
2004	Fundación de las compañías distribuidoras de la red Cordialsa en Estados Unidos, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, Guatemala, El Salvador y Honduras
2005	Adquisición del 30% de Galletas Noel, antes propiedad de Danone
2005	Fusión Inversiones Nacional de Chocolates S.A. absorbe a InverAlimenticias S.A., resultando en una matriz dueña del 100% de los negocios cárnico, galletas, chocolates, pastas y café
2005	Adquisición nacional de Pastas Comarrico, líder en la Costa Atlántica colombiana
2005	Adquisición del 94% de Setas Colombianas S.A. (Negocio cárnico)
2006	Cambio de nombre de Inversiones Nacional de Chocolates S.A. por Grupo Nacional de Chocolates S.A., reflejando la nueva estructura y visión de sus negocios
2006	Adquisición de Meals de Colombia empresa líder en el negocio de helados
2006	Adquisición internacional de Galletas Pozuelo en Costa Rica
2006	Adquisición internacional de Blue Ribbon (empresa del negocio Cárnico en Panamá)
2006	Fundación de Servicios Nacional de Chocolates S.A. (centro de servicios compartidos del Grupo)
2006	Fundación del Grupo Nacional de Chocolates, concentrando los esfuerzos de las compañías en su contribución al desarrollo económico y social de la comunidad
2007	Adquisición de Mil Delicias (segmento de platos listos congelados) complementando la línea de Sofia Express (Zenu)
2007	Adquisición de los activos de Good Foods creando la Compañía Nacional de Chocolates de Perú, con participación en los negocios de chocolates, galletas y golosinas
2007	Fusión de las redes de distribución Cordialsa y Pozuelo en Nicaragua y Panamá
2008	Adquisición de Ernesto Berard S.A. (negocio Cárnico en el mercado panameño)
2008	Fundación del Centro de Investigación en Nutrición, Salud y Bienestar Vidarium (Corporación Vidarium)
2008	Fundación/Joint Venture de La Recetta en conjunto con Alpina (segmento

	institucional)
2008	Fusión de Galletas Pozuelo con Galletas Noel de Costa Rica
2009	Adquisición de Nutresa S.A. de C.V., en México (Negocio de Chocolates)
2010	Fundación de Cordialsa Colombia para comercialización de chocolates, galletas, café y pastas
2010	Adquisición de Industrias Aliadas (producción de café soluble y extractos de café en Colombia para exportación)
2010	Adquisición de Fehr Holdings, LLC (USA), empresa de producción y comercialización de galletas dulces con plantas de producción en Texas y Oklahoma
2011	Adquisición de Helados Bon, empresa líder en el negocio en República Dominicana
2011	Cambio de nombre de Grupo Nacional de Chocolates S.A. a Grupo Nutresa S.A., representando todas las categorías de alimentos y empresas del grupo y el vínculo de las marcas con la nutrición

Fuente: Elaboración propia a partir de: (Grupo Nutresa, 2015)

### 5.1.2. Unidades de Negocio del Grupo Nutresa

Como se mencionó anteriormente, el Grupo Nutresa está estructurado operativamente en ocho negocios (cárnicos, galletas, chocolates, café, TMLUC - Tresmontes Luchetti, helados, pastas y alimentos al Consumidor). Adicionalmente, cuenta con estructuras segmentadas por canal, que apoyan las operaciones de los negocios en Colombia y compañías propias de distribución a nivel internacional.

Buscando entender el modelo de negocio del Grupo Nutresa, a continuación se hará un recorrido por las diferentes unidades de negocio que lo componen:

#### 5.1.2.1. Negocio Cárnico

Dentro del negocio de cárnicos el Grupo Nutresa produce y comercializa:

- ✓ Carnes procesadas (salchichas, salchichones, jamones, mortadelas y hamburguesas)
- ✓ Carnes maduradas (jamón serrano, chorizo español y salami)
- ✓ Platos listos congelados
- ✓ Champiñones

Cuenta con siete plantas de producción en Colombia, dos en Panamá y una en Venezuela y son “líderes en Colombia y en Panamá, con participaciones de mercado del 72,5% y 25% respectivamente” (Grupo Nutresa, 2015).

Las principales empresas del Negocio Cárnico son:

- ✓ En Colombia: Industria de Alimentos Zenú S.A.S, Alimentos Cárnicos S.A.S, Setas Colombianas S.A. y Gestión Cargo Zona Franca S.A.S.
- ✓ En Panamá: Blue Ribbon Products S.A. y Ernesto Berard S.A.
- ✓ En Venezuela: Industrias Alimenticias Hermo de Venezuela S.A.

#### **5.1.2.2. Negocio Galletas**

El Grupo Nutresa produce y comercializa galletas dulces y saldas (saborizadas, cremadas, wafers y crackers). Para esta unidad de negocios, cuenta con una planta de producción en Colombia, una en Costa Rica, dos en Estados Unidos y adicionalmente, tiene molinos de trigo y una fábrica de empaques metálicos propios.

En la industria de las galletas, el Grupo Nutresa es “líder en Colombia y Centro América, con participaciones de mercado del 53,7% y 36% respectivamente” (Grupo Nutresa, 2015). Las principales empresas de la categoría son:

- ✓ En Colombia: Compañía de Galletas Noel S.A.S., Litoempaques S.A.S., Molinos Santa Marta S.A.S.
- ✓ En Costa Rica: Compañía de Galletas Pozuelo DCR S.A.
- ✓ En Estados Unidos: AbiMar Foods Inc

### **5.1.2.3. Negocio Chocolates**

Para la categoría de chocolates, el Grupo Nutresa produce y comercializa golosinas y bebidas de chocolate, barras de cereal y nueces. Cuenta con dos plantas de producción en Colombia, una en Costa Rica, una en México y una en Perú (Grupo Nutresa, 2015). Específicamente en Colombia, la empresa es líder con participaciones de mercado relevantes así:

- ✓ Golosinas de chocolate (64%)
- ✓ Chocolate de mesa (64%)
- ✓ Modificadores de leche (28,4%)
- ✓ Nueces (47,4%)

Las principales empresas del Negocio de Chocolates son:

- ✓ En Colombia: Compañía Nacional de Chocolates S.A.S.
- ✓ En Perú: Compañía Nacional de Chocolates de Perú S.A.
- ✓ En Costa Rica: Compañía Nacional de Chocolates DCR S.A.
- ✓ En México: Nutresa S.A de C.V.

### **5.1.2.4. Negocio Café**

El Grupo Nutresa produce y comercializa café tostado y molido, café soluble (en polvo, granulado y liofilizado) y extractos de café. Tiene cuatro plantas de producción en Colombia (dos de café soluble y dos de tostado y molido) y son líderes en Colombia en café tostado y molido con una participación de mercado del 57,3%. Las principales empresas que componen la unidad de negocios son:

- ✓ Industria Colombiana de Café S.A.S
- ✓ Tropical Coffee Company S.A.S.



- ✓ Industrias Aliadas S.A.

#### **5.1.2.5. TMLUC – Tresmontes Lucchetti**

Tresmontes Lucchetti (TMLUC) es una empresa de alimentos chilena con 120 años de tradición; actualmente, hace parte del Grupo Nutresa con participación en las siguientes categorías:

- ✓ Bebidas instantáneas frías (Marcas Zuko y Livean)
- ✓ Té (Marcas Zuko y Livean)
- ✓ Jugos (Marcas Yuz y Livean)
- ✓ Café (Marcas Gold y Monterrey)
- ✓ Pastas (Marcas Lucchetti y Talliani)
- ✓ Snacks (Marca Kryzpo)
- ✓ Aceites comestibles (Marca Miraflores)
- ✓ Sopas (Marcas Naturezza)
- ✓ Postres (Marca Livean)

Esta unidad de negocio cuenta con once plantas de producción distribuidas en Chile (9), Perú (1) y Argentina (1) y quince centros de distribución (diez en Chile y cinco en México) (Grupo Nutresa, 2015).

#### **5.1.2.6. Negocio Helados**

Para la categoría de helados, el Grupo Nutresa produce y comercializa paletas de agua y leche, conos, litros, postres, vasos y galletas. Tiene operaciones en Colombia y República Dominicana, con participaciones de mercado del 76,6% y del 71% respectivamente (Grupo Nutresa, 2015).

Las principales empresas que componen la unidad de negocios de helados son:

- ✓ En Colombia: Meals de Colombia S.A.S.
- ✓ En República Dominicana: Helados Bon S.A.

#### **5.1.2.7. Negocio Pastas**

El Grupo Nutresa produce y comercializa pastas alimenticias (corta, larga, al huevo, con verduras, alta en fibra, con mantequilla, instantánea). Tiene dos plantas de producción en Colombia y son líderes con una participación de mercado del 50.2% (Grupo Nutresa, 2015). Las principales empresas del negocio de pastas son:

- ✓ Productos Alimenticios Doria S.A.S.
- ✓ Pastas Comarrico S.A.S.

#### **5.1.2.8. Negocio Alimentos al consumidor**

Desde el año 2011, el Grupo Nutresa incursionó en el negocio de alimentos al consumidor con la adquisición de Helados BON en República Dominicana, y Helados POPS en Centroamérica. Así mismo, en 2013 creó una sociedad para la operación de las tiendas de Starbucks en Colombia y en enero de 2015 adquirió el Grupo El Corral, fortaleciendo así “su estrategia de participar activamente en esta línea de negocios, con marcas líderes, y apalancados en su potente infraestructura en Colombia” (Grupo Nutresa, 2015).

### **5.2. Información Financiera del Grupo Nutresa 2009 - 2013**

Para llevar a cabo un adecuado análisis financiero del Grupo Nutresa S.A., se utilizó la información financiera disponible al público de las compañías que lo componen para el periodo 2009 – 2013.

La información utilizada para este trabajo de grado, fue tomada de la página web de la Superintendencia de Sociedades de Colombia, en la cual está disponible al público la información detallada por cada una de las empresas tanto mensual como anualmente. Adicionalmente, fue necesario utilizar los Informes de Gestión Anuales publicados en la página web del Grupo y de esta forma, complementar la información disponible en la primera fuente.

Una vez organizados los Estados Financieros por empresa de 2009 a 2013, fue necesario realizar la consolidación de los mismos y de esta forma, fue posible hacer un análisis detallado de las operaciones del Grupo Nutresa S.A de manera conjunta.

Tomando como referencia la información financiera del Grupo consolidada, se llevó a cabo un análisis de la situación actual de las principales cuentas del Balance General y el Estado de Resultados utilizando las herramientas de análisis vertical, análisis horizontal y razones financieras, arrojando los siguientes resultados:

### **5.2.1. Balance General**

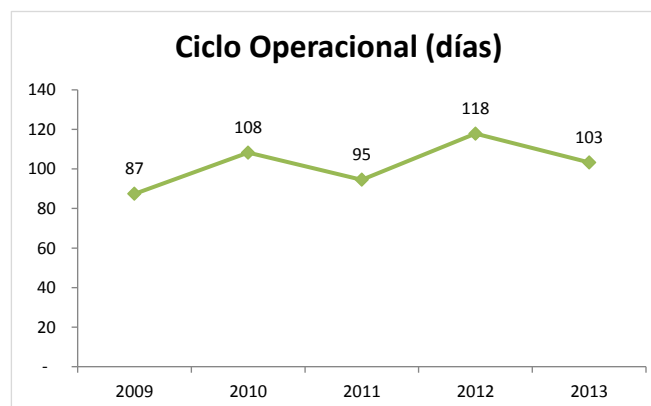
Al analizar los activos corrientes del Grupo Nutresa encontramos que se encuentran divididos en cinco grandes grupos a saber: disponible, inversiones temporales, deudores, inventarios y diferidos. Entre éstos se destacan los deudores, los cuales para el periodo analizado representaron en promedio el 73% de los activos de corto plazo, alcanzando un 67% en 2013 y siendo las cuentas por cobrar a clientes las más representativas dentro del grupo (70% de los deudores a 2013).

Así mismo, dentro de los activos a corto plazo cabe resaltar la importancia de los inventarios. Los cuales para el periodo analizado, en promedio representaron el

20% de los activos corrientes y a cierre de 2013 estaban compuestos por: materias primas (40%), producto terminado (26%), productos en proceso (9%), materiales, repuestos y accesorios (8%), mercancías no fabricadas por la empresa (7%) y otros inventarios (10%).

En términos de rotaciones, las cuentas por cobrar a clientes del Grupo Nutresa tienen una rotación promedio de 55 días, mientras sus inventarios de materias primas rotan cada 20 días, los productos en proceso cada 4 y el producto terminado cada 13. Estas rotaciones de los activos cobran especial importancia en el momento de estimar el Ciclo Operacional, el cual resulta de sumar la rotación de cartera e inventarios y permite estimar el tiempo promedio que transcurre entre la compra de materias primas, su transformación, venta y posterior recuperación de cartera. La gráfica presentada a continuación, refleja un comportamiento constante del Ciclo Operacional para el Grupo Nutresa al mantenerse en un promedio de 102 días durante el periodo analizado:

**Gráfica 12: Ciclo Operacional Grupo Nutresa 2009 - 2013 (días)**



Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

Por otra parte, los activos del Grupo Nutresa se caracterizan por ser en su mayoría activos de largo plazo necesarios para las operaciones de las compañías. Prueba de esto, durante el periodo 2009 - 2013 los activos no corrientes

representaron en promedio el 63% del total de los activos, llegando al 71% en 2013. Dentro de este grupo, es importante destacar la participación de las inversiones en acciones de otras compañías, las cuales a 2013 representaron el 42% de los activos a largo plazo, mientras la propiedad, planta y equipo representaba el 16%, las valorizaciones el 25% y los intangibles el (15%).

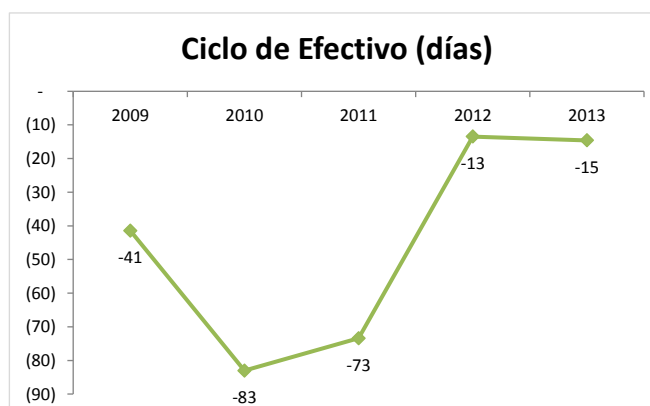
En cuanto a los pasivos del Grupo Nutresa, encontramos que éste se financia principalmente con pasivos de corto plazo, registrando un indicador de concentración promedio del 63% para el periodo 2009 – 2012. Sin embargo, durante el año 2013 esta relación cambia y la concentración de pasivos de corto plazo se reduce al 44%, como consecuencia de un mayor endeudamiento financiero a largo plazo necesario para la adquisición de la empresa Tresmontes Lucchetti (TMLUC).

Dentro de los pasivos corrientes, se destacan las cuentas por pagar a proveedores y a compañías vinculadas, que a cierre de 2013 representaron respectivamente el 11% y el 42% de las obligaciones a corto plazo del Grupo. En términos de rotaciones, durante el periodo analizado los proveedores tienen una rotación promedio de 25 días, mientras las demás cuentas por pagar incluyendo a vinculadas rotan cada 122 días; dando como resultado un Ciclo de Financiación promedio para los 5 años de 147 días y de 118 días a cierre de 2013.

El tiempo promedio de rotación estimado de 147 días para el total de cuentas por pagar, cobra especial importancia cuando se compara con los días promedio de cartera e inventarios explicados anteriormente. Pues con esta información es posible estimar el Ciclo de Efectivo y de esta forma, determinar el periodo de tiempo promedio que se demora la empresa desde el momento en que compra las materias primas, las procesa, las vende, recupera la cartera y hace el pago a sus proveedores.

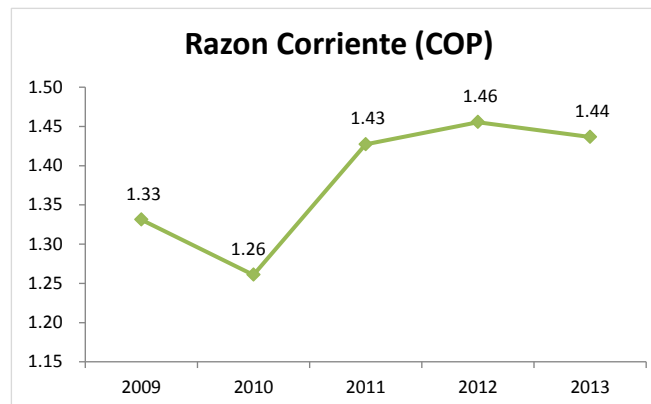
Para el caso del Grupo Nutresa y como se presenta en la siguiente gráfica, para el periodo 2009 – 2013 el Ciclo de Efectivo es negativo (- 15 días en 2013), lo cual indica que el Grupo en promedio paga sus obligaciones un tiempo después de comprar las materias primas, procesarlas, venderlas y cobrar la cartera. Por lo tanto, queda en evidencia que las empresas del Grupo utilizan las cuentas por pagar a proveedores, a compañías vinculadas y otras cuentas por pagar a corto plazo como fuentes de financiación de sus operaciones.

**Gráfica 13: Ciclo de Efectivo Grupo Nutresa 2009 - 2013 (días)**



Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

Por otra parte, para analizar en conjunto los activos y pasivos a corto plazo, es posible estimar la relación que existe entre éstos utilizando el indicador de Razón Corriente (RC). La gráfica presentada a continuación, muestra la evolución de la RC estimada para el Grupo Nutresa para el periodo 2009 – 2013:

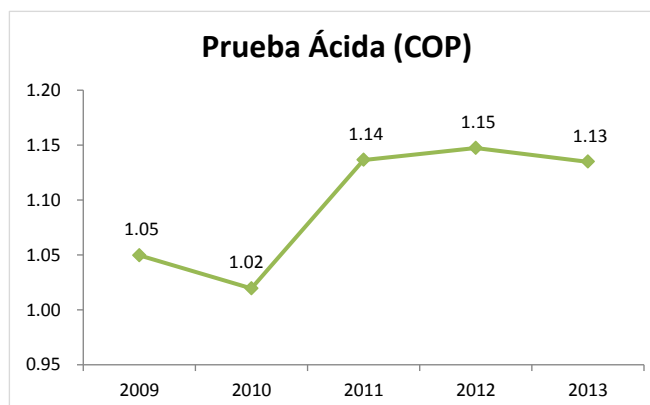
**Gráfica 14: Razón Corriente Grupo Nutresa 2009 - 2013 (COP)**

Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

Teniendo en cuenta lo anterior, es posible afirmar que desde el año 2010 la relación entre los activos y los pasivos corrientes del Grupo Nutresa se ha fortalecido; llegando a COP 1.44 en 2013, lo cual indica que por cada peso que tiene en pasivos corrientes, el Grupo Nutresa cuenta con COP 1.44 en el activo para respaldar sus obligaciones con terceros a corto plazo.

Así mismo, al excluir del análisis los inventarios y activos diferidos, el indicador que mide la relación entre los activos y los pasivos corrientes se convierte en Prueba Ácida. Al calcular esta razón, es posible entender si la empresa cuenta o no con suficientes activos corrientes de fácil conversión a efectivo para cumplir con sus obligaciones. Para el año 2013, el resultado de la prueba ácida del Grupo Nutresa es de COP 1.13, confirmando el resultado del indicador anterior y la adecuada situación de liquidez del Grupo, pues dispone de COP 1.13 en el activo para respaldar cada peso en el pasivo a corto plazo.

**Gráfica 15: Prueba Ácida Grupo Nutresa 2009 - 2013 (COP)**



Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

Al revisar los pasivos a largo plazo, se destacan las obligaciones financieras con una participación del 87% dentro de este grupo de cuentas del balance a cierre 2013. Como se mencionó anteriormente, para los primeros cuatro años analizados el Grupo Nutresa se financió principalmente con pasivos de corto plazo, pero para el año 2013 esta proporción se invirtió y los pasivos de largo plazo cobraron especial importancia. Este cambio en las fuentes de recursos, tuvo como principal objetivo incrementar el pasivo financiero para lograr la adquisición de la empresa Tresmontes Lucchetti (TMLUC); una empresa de alimentos chilena con 120 años de tradición, con mercados de alto interés para el Grupo como Chile y México y participación en las siguientes categorías: bebidas instantáneas frías, té, jugos, café, pastas, snacks, aceites comestibles, sopas y postres.

Alineado con el incremento en las obligaciones financieras de largo plazo, es importante destacar un crecimiento del 12% del patrimonio del Grupo de 2012 a 2013. Incremento directamente relacionado con la adquisición de la empresa chilena TMLUC y una muestra clara del objetivo del Grupo Nutresa de generar crecimiento a través de fusiones y adquisiciones, que le permitan acceder a nuevos mercados, nuevos clientes y nuevos productos.

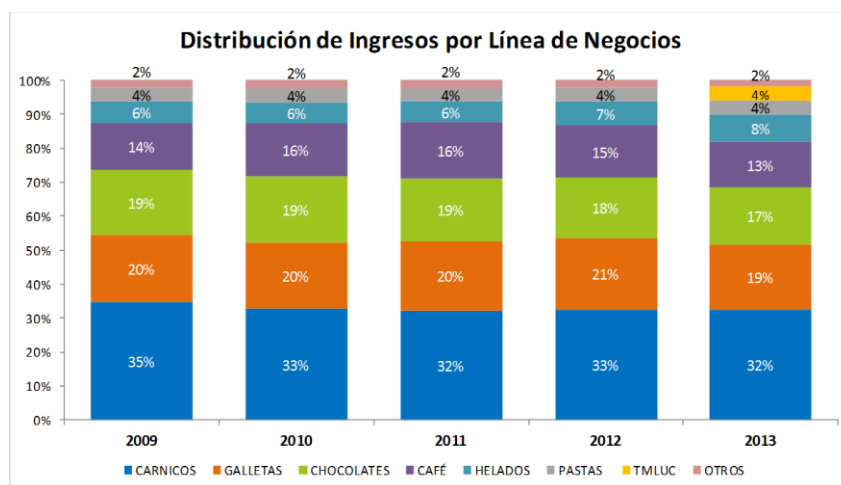


### 5.2.2. Estado de Resultados

Actualmente el Grupo Nutresa tiene presencia en 14 países con 40 plantas de producción, sus productos están presentes en 72 países y el portafolio abarca 168 marcas divididas en ocho (8) unidades de negocio así: carnes frías, galletas, chocolates, café, Tresmontes Lucchetti (TMLUC), helados, pastas y alimentos al consumidor.

Durante el año 2013, el Grupo Nutresa registró ventas por valor de COP 5.9 billones, con un crecimiento del 11.2% frente al año anterior. La gráfica presentada a continuación muestra la distribución de los ingresos del Grupo por línea de negocios y su evolución durante el periodo 2009 – 2013:

**Gráfica 16: Ingresos por línea de negocios Grupo Nutresa 2009 – 2013**



Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

De acuerdo a la información presentada en la gráfica, hasta el año 2012 el 87% de los ingresos del Grupo Nutresa estaban concentrados en cuatro líneas de negocios: Carnicos (33%), Galletas (21%), Chocolates (18%) y Café (15%). Sin embargo, en el año 2013 con la adquisición de la empresa TMLUC la estructura de los ingresos se modificó, reduciendo la participación de las cuatro principales

líneas de negocio al 82% y dándole espacio a los ingresos de la nueva compañía. TMLUC entró a ser parte del Grupo Nutresa aportando el 4% de las ventas en 2013. Por su parte, las categorías de helados, pastas y otros mantuvieron su participación en el 8%, el 4% y el 2% respectivamente.

En términos de toneladas, durante el año 2013 el Grupo Nutresa vendió un total de 780.885 Ton distribuidas así: 547.307 Ton vendidas en el mercado local (70% del volumen) y 233.579 Ton correspondientes a exportaciones a otros países. Al comparar el volumen de ventas en Colombia frente al tamaño del mercado local, encontramos que el Grupo Nutresa tiene una participación de mercado total del 31% y discriminada por categoría así:

**Tabla 6: Participación de Mercado local por categoría Grupo Nutresa 2013**

<b>Categoría</b>	<b>% Mercado local</b>
Cárnicos	89%
Galletas	14%
Chocolates	39%
Café	42%
Helados	71%
Pastas	62%

Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

Por su parte, con la adquisición de la empresa TMLUC en el año 2013, las ventas en toneladas al exterior incrementaron un 35% frente al año anterior; fortaleciendo así la presencia del Grupo Nutresa en nuevos países y manteniendo una alineación con la idea del Grupo de generar crecimiento a través de fusiones y adquisiciones, la cual los ha caracterizado desde sus inicios como Compañía de Chocolates Cruz Roja.

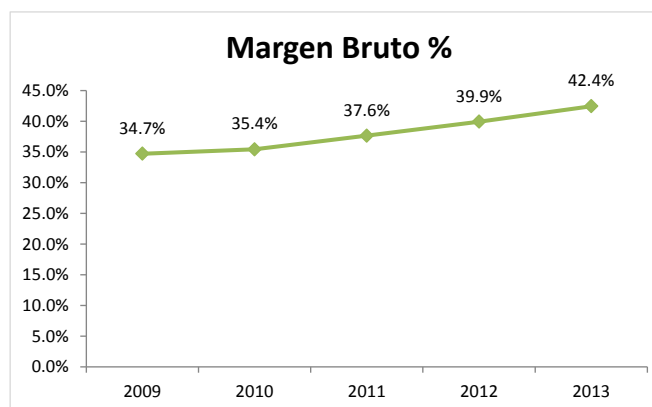
En términos de costo de ventas, durante el periodo 2009 – 2013 el Grupo Nutresa logró disminuir su costo como porcentaje de los ingresos. Prueba de esto, en el año 2009 representaba el 65.3% de los ingresos, mientras en 2013 se redujo al

55.3% y para el año 2014, se espera mantener la relación Costo de ventas/Ingresos constante. Esta reducción de 1.000 bps en un periodo de 5 años, ha contribuido a mejorar los márgenes del Grupo y les ha permitido ser más competitivos en los mercados a los que pertenecen.

Antes de estimar la utilidad bruta del Grupo Nutresa para los años analizados, fue necesario reclasificar los gastos de producción (gastos de personal, servicios, impuestos, seguros y arrendamientos, entre otros), los cuales en los Estados Financieros de las compañías estaban considerados como otros gastos. Sin embargo, para efectos de una adecuada valoración financiera y teniendo en cuenta su relación directa con los procesos de producción, fue necesario considerarlos como parte del costo de ventas y por lo tanto, incluirlos para estimar el Margen Bruto.

La gráfica presentada a continuación muestra la evolución del Margen Bruto del Grupo Nutresa durante el periodo 2009 – 2013, teniendo en cuenta la reclasificación de los gastos de producción mencionada.

**Gráfica 17: Margen Bruto Grupo Nutresa 2009 - 2013 (%)**



Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

El Margen Bruto del Grupo Nutresa tuvo una tendencia creciente durante los años analizados, como resultado del incremento en los ingresos y al mismo tiempo, de un adecuado control de costos que ha permitido reducir el costo de ventas a niveles del 55% sobre los ingresos y mantenerlo en el tiempo.

Continuando con el análisis del P&G del Grupo Nutresa, encontramos que en promedio los gastos de administración representan el 5.1% del total de los ingresos anuales. Esta relación se mantiene casi constante durante los años analizados y para el año 2013, el total de gastos administrativos fue COP 347.578 millones, representando el 5.9% de los ingresos y distribuidos así: gastos de personal (44%), honorarios (15%), servicios (10%), amortizaciones (16%) y otros (15%).

Por su parte, los gastos de ventas para el año 2013 fueron COP 1.5 billones, equivalentes al 25.5% de los ingresos y creciendo 13.4% frente al año anterior. Al igual que los gastos de administración, los de ventas se mantienen constantes durante el periodo analizado al representar en promedio el 24.2% de los ingresos. Para el año 2013, los principales gastos de ventas fueron: personal, servicios, impuestos, seguros y arrendamientos y material publicitario; siendo los gastos de personal (30%) y los servicios (39%) los más importantes.

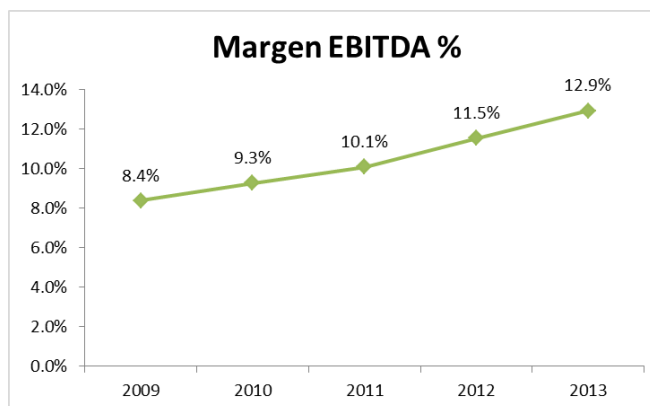
Después de analizar el comportamiento histórico de los ingresos, los costos y gastos asociados a las operaciones del Grupo Nutresa, encontramos una tendencia creciente del Margen Operacional, pasando del 6.8% en 2009, al 11% en 2013; porcentaje que en términos absolutos equivale a COP 650.229 millones.

Por su parte, el Margen EBITDA del Grupo Nutresa a 2013 fue del 12.9% llegando a COP 762.752 millones, resultado consistente con las tendencias anteriormente explicadas en términos de ingresos y costos. Adicionalmente, este indicador es fundamental para el análisis financiero, ya que el EBITDA equivale a la utilidad

operacional antes de intereses, impuestos, depreciaciones, provisiones y amortizaciones; por lo tanto, permite entender de una mejor manera el corazón y los resultados del negocio, sin tener en cuenta factores externos como la financiación, los impuestos y los valores que no representan salidas de efectivo para la compañía (depreciaciones y amortizaciones).

La gráfica presentada a continuación, muestra la tendencia positiva en el comportamiento del Margen EBITDA, pasando del 8.4% en 2009 al 12.9% en 2013:

**Gráfica 18: Margen EBITDA Grupo Nutresa 2009 - 2013 (%)**



Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

Finalmente, es importante destacar el comportamiento del Margen Neto del Grupo Nutresa para el periodo 2009 – 2013. Ya que, luego de incluir en los cálculos los ingresos y gastos no operacionales y los impuestos de cada periodo, el Margen Neto mantiene una tendencia creciente durante el periodo analizado, con un promedio del 5.7% sobre los ingresos y llegando al 6.4% en 2013 (COP 380.237 millones).

Esta tendencia creciente en los márgenes de las compañías, son el reflejo de una adecuada gestión durante los últimos años; la cual ha permitido incrementar los

ingresos del Grupo, fortalecer la eficiencias entre las compañías para generar economías de escala, reducir los costos de producción como porcentaje de los ingresos y finalmente, mejorar los resultados particulares de las empresas y del total del Grupo.

## **6. MODELO DE VALORACIÓN PARA EVALUAR EL IMPACTO FINANCIERO DE LA FIRMA DE UN TLC ENTRE COLOMBIA Y CHINA**

Como se mencionó anteriormente, para el desarrollo de este trabajo de grado se definieron tres escenarios que permitirán identificar los principales cambios que podrán generarse en el modelo de negocio del Grupo Nutresa, frente a la posibilidad de un TLC entre Colombia y China. Los escenarios a evaluar son:

1. Escenario Base: Sin exportaciones a China ni suscripción del TLC y por lo tanto, la situación actual del sector y la empresa se mantienen
2. Escenario 1: Exportación de Colombia a China sin TLC entre los dos países
3. Escenario 2: Exportación de Colombia a China con la entrada en vigencia del TLC entre los dos países

### **6.1. Escenario Base**

Tomando como referencia los Estados Financieros históricos para el periodo 2009 – 2013 del Grupo Nutresa, el siguiente paso para alcanzar el objetivo principal de este trabajo de grado, de entender el impacto financiero del TLC entre Colombia y China en el sector agroindustrial colombiano; fue proyectar las cuentas del balance general, el estado de resultados y el flujo de caja.

Por esta razón, se realizaron las proyecciones de los Estados Financieros para el periodo 2014e<sup>1</sup> – 2024 teniendo en cuenta los siguientes supuestos según el tipo de cuenta:

---

<sup>1</sup> 2014e: Para efectos del trabajo de grado, los Estados Financieros a 31 de Dic 2014 fueron estimados, pues a la fecha de preparación del documento la información a Dic 2014 no se encontraba disponible al público.

### **6.1.1. Balance General**

Para realizar las proyecciones del balance general del Grupo Nutresa, se tomó como referencia la información histórica de la compañía a cinco años (2009 a 2013); esto con el fin de estimar las principales cuentas de los activos, pasivos y patrimonio para los próximos diez años. La metodología utilizada para proyectar la información según lo mencionado anteriormente, consistió en clasificar el total de las cuentas del balance general del Grupo Nutresa en 8 módulos: Capital de trabajo, Otras cuentas operativas OCOP, CAPEX, Impuestos y Flujo de Impuestos, Intangibles, Provisiones, Deuda y Política de dividendos.

#### **6.1.1.1. Módulo de Capital de Trabajo (WK)**

Para proyectar las cuentas del capital de trabajo tanto de los activos como de los pasivos del Grupo, se tomaron como referencia los resultados de las rotaciones históricas de la Compañía para los años 2009 a 2013. Estas rotaciones se calcularon analizando la naturaleza de cada una de las cuentas y su base de rotación respectiva, como por ejemplo: ingresos operacionales, costo de ventas y gastos de personal. Una vez estimadas las rotaciones para dicho periodo, se procedió a proyectar los años 2014e a 2024.

Para el año 2014e, el total los activos del capital de trabajo sumaron COP 1.7 billones, siendo los clientes (60%), disponible (11%), materias primas (10%) y productos terminados (7%) las cuentas más representativas en términos de participación. Para el 2024, se estima que los activos de capital de trabajo sean en total de COP 3.2 billones, lo que representa un incremento de COP 1.4 billones frente al 2014e. La tabla presentada a continuación, muestra en detalle las cuentas que conforman los activos del capital de trabajo, la rotación en días y la base utilizada como referencia para su proyección:



**Tabla 7: Total Activos del Capital de Trabajo (COP Miles)**

Capital de Trabajo (COP Miles)	Base de Rotación	Rotación en días Base 365	2014	2024p
CLIENTES	Días de Ingresos	60.4	1,031,009,882	1,884,667,176
DISPONIBLE	Días de Ingresos	11.5	196,016,196	358,314,016
MATERIAS PRIMAS	Días de Costos de Ventas	19.1	180,735,280	339,671,643
PRODUCTOS TERMINADOS	Días de Ingresos	6.9	117,923,389	215,561,795
PRODUCTOS EN PROCESO	Días de Costos de Ventas	4.5	42,641,265	80,139,465
MATERIALES, REPUESTOS Y ACCESORIOS (CP)	Días de Costos de Ventas	4.0	37,908,089	71,243,992
MERCANCIAS NO FABRICADAS POR LA EMP.	Días de Ingresos	2.0	33,509,281	61,254,351
DEPOSITOS (CP)	Días de Costos de Ventas	2.6	24,477,189	46,002,126
SEMOVIENTES (CP)	Días de Costos de Ventas	2.2	21,009,466	39,484,930
INVENTARIOS EN TRÁNSITO (CP)	Días de Costos de Ventas	2.0	18,597,229	34,951,401
SUBTOTAL DIFERIDO (CP)	Días de Costos de Ventas	1.0	9,449,230	17,758,765
ANTICIPOS Y AVANCES (CP)	Días de Costos de Ventas	0.9	8,269,300	15,541,219
CUENTAS POR COBRAR A TRABAJADORES (CP)	Días de Nómina	4.1	7,311,901	13,138,527
ENVASES Y EMPAQUES (CP)	Días de Costos de Ventas	0.1	635,816	1,194,945
<b>Total Activos de WK</b>			<b>\$ 1,729,493,514</b>	<b>\$ 3,178,924,350</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Por su parte, los pasivos del capital del trabajo representaron para el año 2014e un total de COP 1.2 billones, siendo las cuentas por pagar a compañías vinculadas, los costos y gastos por pagar y los proveedores, los más representativos con un porcentaje del 52%, 24% y 14% respectivamente. Para el año 2024, el total de los pasivos del capital de trabajo, se estiman en COP 2.3 billones y la tabla presentada a continuación, muestra en detalle las cuentas que conforman los pasivos del capital de trabajo, la rotación en días y la base utilizada como referencia para su proyección:

**Tabla 8: Total Pasivos del Capital de Trabajo (COP Miles)**

Capital de Trabajo (COP Miles)	Base de Rotación	Rotación en días Base 365	2014	2024p
A COMPAÑÍAS VINCULADAS (CP)	Días de Ingresos	37.4	638,899,453	1,167,896,496
COSTOS Y GASTOS POR PAGAR (CP)	Días de Costos de Ventas	30.4	287,648,032	540,602,143
PROVEEDORES (CP)	Días de Costos de Ventas	18.5	175,164,295	329,201,603
OBLIGACIONES LABORALES (CP)	Días de Nómina	49.2	88,851,731	159,654,902
RETENCIONES Y APORTES DE NÓMINA (CP)	Días de Nómina	8.0	14,487,987	26,033,011
RETENCION EN LA FUENTE (CP)	Días de Ingresos	0.7	11,478,115	20,981,784
SUBTOTAL OTROS PASIVOS (CP)	Días de Costos de Ventas	0.2	2,254,237	4,236,584
IMPUESTO A LAS VENTAS RETENIDO (CP)	Días de Ingresos	0.1	1,390,847	2,542,443
PARA COSTOS Y GASTOS (CP)	Días de Costos de Ventas	0.1	617,968	1,161,402
IMPUESTO DE INDUSTRIA Y COMERCIO RETENIDO	Días de Ingresos	0.0	573,192	1,047,785
DIFERIDOS (CP)	Días de Ingresos	0.0	19,698	36,008
<b>Total Pasivos de WK</b>			<b>\$ 1,221,385,556</b>	<b>\$ 2,253,394,160</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Tomando como referencia la proyección anteriormente explicada, se estimó el total del capital de trabajo del periodo equivalente al Total de los activos de WK menos el Total Pasivos WK. Así mismo, se calculó la inversión total en capital de trabajo para los años 2014e a 2024, información necesaria para la posterior proyección del flujo de caja y que se estima utilizando la siguiente fórmula:

### **Ecuación 13: Inversión Total del WK en un periodo**

$$\text{Capital de trabajo total año 2} - \text{capital de trabajo total año 1}$$

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

### 6.1.1.2. Módulo Otras Cuentas Operativas (Activos y Pasivos OCOP)

Al igual que con las cuentas de capital de trabajo, las otras cuentas operacionales se proyectaron a través de un análisis histórico de rotaciones y teniendo en cuenta la naturaleza de cada una. En el año 2014e, los activos de OCOP fueron de COP 474.414 millones, de los cuales los deudores varios a corto plazo (40%) y las cuentas por cobrar a casa matriz (39%) fueron las más representativas. Para el año de 2024, se proyecta que los activos OCOP alcancen niveles de COP 865.655 millones.

**Tabla 9: Total Activos OCOP (COP Miles)**

OCOP (COP Miles)	Base de Rotación	Rotación en días Base 365	2014	2024p
CUENTAS POR COBRAR A CASA MATRIZ (CP)	Días de Ingresos	10.9	185,499,328	339,089,374
DEUDORES VARIOS (CP)	Días de Ingresos	11.2	191,721,236	350,462,907
SUBTOTAL DEUDORES A LARGO PLAZO	Días de Ingresos	4.4	74,507,379	136,198,124
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	Días de Gastos de Prod, Adm	4.0	21,759,695	38,211,152
OTROS ACTIVOS	Días de Ingresos	0.1	926,756	1,694,093
<b>Total Activos de OCOP</b>			<b>\$ 474,414,395</b>	<b>\$ 865,655,649</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Por otra parte, en cuanto a los pasivos OCOP, durante el 2014e las obligaciones laborales (64%), impuestos diferidos (33%) y cuentas por pagar a compañías vinculadas (3%) fueron las cuentas más representativas, equivalentes a COP 220.301 millones. Así mismo, se espera que para el año 2024, estas alcancen niveles de COP 402.478 millones. La tabla presentada a continuación, muestra en detalle las cuentas que conforman los pasivos OCOP, la rotación en días y la base utilizada como referencia para su proyección:

**Tabla 10: Total Pasivos OCOP (COP Miles)**

OCOP (COP Miles)	Base de Rotación	Rotación en días Base 365	2014	2024p
IMPUESTOS DIFERIDOS	Días de Ingresos	4.2	72,491,945	256,745,971
A COMPAÑÍAS VINCULADAS	Días de Ingresos	4.1	7,356,575	132,513,948
OBLIGACIONES LABORALES	Días de Nómina	8.2	140,453,252	13,218,801
<b>Total Pasivos de WK</b>			<b>\$ 220,301,772</b>	<b>\$ 402,478,719</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Una vez proyectados tanto los activos como los pasivos OCOP, se empleó la misma metodología que en el caso del cálculo del total de capital de trabajo y la inversión anual en el mismo. De ésta forma, fue posible estimar tanto el total de OCOP del periodo, como la inversión anual; información necesaria para la posterior proyección del flujo de caja.

### 6.1.1.3. Módulo CAPEX

Para determinar el valor total de propiedad, planta y equipo del Grupo Nutresa en los años 2014e a 2024, se elaboró un módulo de CAPEX; para el cual, fue necesario identificar el valor total de los activos brutos del Grupo, el cual incluye tanto los activos que ya están en uso, como las nuevas inversiones.

Por otra parte, los activos en uso para el año 2013 equivalían a COP 837.058 millones y se depreciaron en línea recta a 15 años, llegando a un valor neto de COP 223.215 millones. Por su parte, las nuevas inversiones en activos fijos se determinaron como el 1% del total de ingresos operacionales generados por el Grupo Nutresa, teniendo en

cuenta que este fue el promedio de inversión durante los años 2009 a 2013. De esta forma, las nuevas inversiones para el año 2014e se estimaron en COP 62.816 millones y alcanzando niveles de COP 114.827 millones en 2024.

Con estos supuestos, el total de propiedad, planta y equipo neto para el año 2014e fue de COP 841.977 millones y para el 2024p de COP 881.079 millones; con un crecimiento promedio durante los 10 años de proyección del 7.3%.

Dada la naturaleza del gasto de depreciación mensual del Grupo Nutresa, los cálculos realizados para estimar el valor anual por éste concepto se explicarán más adelante como parte del Estado de Resultados.

#### **6.1.1.4. Módulo Impuestos y Flujo de Impuestos**

Para el caso de los impuestos del Grupo, se construyó un módulo que incluye el valor del impuesto de renta por pagar cada periodo, así como los anticipos de impuestos correspondientes. Considerando la naturaleza de la cuenta del impuesto de renta y complementarios, los cálculos realizados para estimar el valor anual por este concepto se explicarán más adelante como parte del Estado de Resultados.

#### **6.1.1.5. Módulo de Intangibles**

Dentro sus intangibles, el grupo Nutresa cuenta con un crédito mercantil y el valor de sus marcas. Para el periodo 2014e, el valor de los activos intangibles neto fue de COP 721.175 millones; y con el fin de proyectar estos rubros

durante el periodo 2014e a 2024p, se mantuvo el valor bruto de los intangibles a 2013 y se planteó un plan de amortización en línea recta a 20 años.

Para el año 2014e, el valor bruto de intangibles fue de COP 915.472 millones, el gasto de amortización para el periodo fue de COP 45.773 millones y la amortización acumulada de COP 194.296 millones, dando como resultado un valor neto de COP 721.175 millones. Por su parte, para el 2024p, se proyecta un valor neto de intangibles de COP 263.439 millones y una amortización acumulada de COP 652.032 millones.

**Tabla 11: Total Intangibles Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles)**

Intangibles (COP Miles)	2014e	2024p
Valor Activo Bruto Inicial	915.472.024	915.472.024
Gasto de Amortización	45.773.601	45.773.601
(-) Amortización Acumulada	194.296.326	652.032.338
<b>Valor Neto del Activo</b>	<b>721.175.698</b>	<b>263.439.686</b>

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Es importante tener en cuenta que, tanto el valor bruto de los intangibles como la amortización acumulada son valores que se verán reflejados en el balance general del Grupo Nutresa.

### 6.1.1.6. Módulo Provisiones Deudores

Para el cálculo de las provisiones del balance general, se tomó como referencia la rotación promedio en días de los deudores tanto a largo como a corto plazo, con una base de 365 días. Por su parte, para la proyección de los años 2014e a 2024, se mantuvieron los niveles de rotación promedio en días de los deudores del año 2013 (1.7 Días de Clientes C.P. + L.P.). De esta forma para el año 2014e, se estimaron provisiones de deudores a corto plazo por valor de COP 5.159 millones y para el 2024p de COP 9.431 millones.

**Tabla 12: Total Provisiones Deudores Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles)**

Provisiones (COP Miles)	2014e	2024p
<i>PROVISIONES (CP)</i>	5.159.754	9.431.935
<i>Días de Clientes C.P. + L.P.</i>	1,7	1,7
<b>Diferencial a PYG</b>	<b>277.697</b>	<b>489.552</b>

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Por otra parte, el valor registrado por concepto de provisiones de deudores hace parte de los valores del balance general y el Estado de Resultados del Grupo. En términos de balance, la información incluye el total de las provisiones a corto plazo que realiza la empresa. Mientras que en el Estados de Resultados, únicamente se tiene en cuenta el diferencial de un año vs. el anterior como un gasto y el cual será explicado posteriormente con mayor nivel de detalle.

### 6.1.1.7. Módulo Deuda Financiera

Para efectos de la proyección y teniendo en cuenta que Nutresa es una compañía estabilizada, se proyectó un endeudamiento objetivo equivalente a 2 veces EBITDA. Lo anterior, para mantener una estructura de capital constante a través del periodo de proyección.

Por su parte, la distribución entre la porción corriente y de largo plazo para el año 2013, equivalente a 6.5% y 93.5% respectivamente, se mantuvo en el horizonte de proyección. A continuación, se presentan los saldos de deuda 2014e y 2024.

**Tabla 13: Financiación Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles)**

Financiación de C.P. (COP Miles)	2014e	2024p
<b>Saldo Inicial</b>	<b>1.699.608.277</b>	<b>2.724.334.618</b>
(+) Desembolso	0	134.955.366
(-) Amortización	96.574.003	0
<b>Saldo Final</b>	<b>1.603.034.274</b>	<b>2.859.289.985</b>

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Así mismo, con el fin de determinar el costo de endeudamiento, se realizó un análisis histórico de la tasa implícita pagada por el Grupo Nutresa. La metodología utilizada consistió en dividir el gasto financiero de intereses, entre el saldo promedio de endeudamiento para cada año. Dando como resultado una tasa promedio de DTF + 6.1% E.A., la cual se mantiene a través del periodo de proyección como se presenta en la siguiente tabla.



**Tabla 14: Financiación Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles)**

Financiación de C.P. (COP Miles)	2014e	2024p
<b>Obligaciones Promedio</b>	<b>1.651.321.275</b>	<b>2.791.812.301</b>
Spread Tasa de Interés E.A. (DTF +)	6,1%	6,1%
Tasa de Interés E.A.	10,5%	11,8%
Intereses Deuda Financiera	173.021.859	328.813.592
Porción Corriente	6,5%	6,5%
Porción LP	93,5%	93,5%
Total	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

### 6.1.1.8. Política de Dividendos

Dado que el Método de valoración por Flujo de Dividendos (FD) es uno de los seleccionados para la valoración que se llevará a cabo en este trabajo de grado, en el Módulo de dividendos y para efectos de la proyección, se asumió una Política de repartición del 100% sobre la utilidad distribuable.

Para estimar la base sobre la cual es posible distribuir los dividendos o utilidad distribuable, es necesario descontar de la utilidad del ejercicio y las utilidades retenidas, el valor de las reservas legales y estatutarias, tal y como se presenta en la siguiente tabla:

**Tabla 15: Dividendos Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles)**

Dividendos (COP Miles)	2014e	2024p
Utilidad Ejercicio Anterior + Utilidades Acumuladas	353.900.700	633.425.368
(-) Reserva Legal	0	0
(-) Otras Reservas	0	0
(=) Utilidad Distribuable	353.900.700	633.425.368
Utilidad Distribuable como Dividendos No Gravados		
Caja Disponible	342.389.268	2.054.662.962
Utilidad Distribuable	342.389.268	633.425.368
Política Distribución de Dividendos	100%	100%
Dividendos Decretados	342.389.268	633.425.368

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

De ésta forma, para el año 2014e el valor de los dividendos decretados fue de COP 342.389 millones, llegando a niveles de COP 633.425 millones en el 2024. El valor estimado como pago de dividendos, es un insumo necesario para la proyección del flujo de caja.

### **6.1.2. Estado de Resultados**

Para realizar las proyecciones del estado de resultados del Grupo Nutresa, se tomó como referencia la información histórica de la compañía a cinco años (2009 a 2013). Por otra parte, la metodología utilizada para proyectar la información para el periodo 2014e a 2024, consistió en dividir las cuentas del estado de resultados en 8 grupos: ingresos, costo de ventas, gastos de producción, gastos operacionales de administración, gastos operacionales de ventas, ingresos no operacionales, gastos no operacionales e impuesto de renta y complementarios.

#### **6.1.2.1. Ingresos**

Para dar inicio a las proyecciones financieras del Grupo Nutresa, fue necesario hacer un análisis del volumen de ventas del mercado local en Colombia y en el exterior del cual hacen parte las empresas del Grupo. Para esto, se tomó como fuente de información la base de datos en línea Euromonitor International con acceso a través del usuario del CESA.

En primer lugar, se descargó de la base de datos de Euromonitor, la información del volumen en toneladas del Mercado de Retail de alimentos empacados a nivel

mundial y se construyó la siguiente tabla con los datos históricos anuales para el periodo 2009 – 2014e, las proyecciones a 2019 y el detalle por categoría:

**Tabla 16: Mercado Mundial de Alimentos empacados 2009 – 2019 (toneladas)**

**Mercado del Mundo (Exterior)**

Market Sizes | Historic/Forecast | Retail Volume (Tonnes) |

Toneladas	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Packaged Food	537,803,300	550,963,000	561,701,800	571,388,500	581,095,200	591,466,700	603,869,100	617,664,100	632,706,800	648,853,700	665,672,800
Baby Food	3,275,100	3,450,800	3,634,000	3,809,500	3,995,800	4,180,600	4,394,000	4,628,300	4,895,000	5,183,400	5,493,900
Bakery	160,083,600	161,858,100	162,148,200	161,571,800	162,074,900	162,726,400	163,808,500	165,174,100	167,088,900	169,438,300	172,124,200
Canned/Preserved Food	20,852,800	21,067,900	21,190,100	21,234,600	21,249,200	21,327,400	21,501,100	21,714,900	21,991,600	22,320,200	22,685,400
Chilled Processed Food	20,159,400	20,614,900	20,882,300	21,195,900	21,588,400	22,023,900	22,486,700	23,001,500	23,529,000	24,088,000	24,664,800
Confectionery	13,647,900	13,804,600	14,059,100	14,241,700	14,499,300	14,705,800	14,953,000	15,235,900	15,539,500	15,855,700	16,183,500
Dairy	164,841,400	169,949,800	174,772,600	179,884,600	183,977,400	188,218,900	193,193,000	198,607,600	204,232,100	210,102,700	216,002,900
Dried Processed Food	58,356,600	60,998,100	63,195,600	65,260,400	67,118,900	69,248,700	71,761,900	74,618,800	77,671,800	80,881,100	84,200,700
Frozen Processed Food	17,604,300	18,029,400	18,445,500	18,805,400	19,072,100	19,411,200	19,814,700	20,259,500	20,731,200	21,242,900	21,768,500
Ice Cream	10,218,600	10,526,200	10,634,900	10,739,400	10,828,500	10,949,600	11,102,100	11,276,100	11,476,400	11,692,600	11,911,900
Meal Replacement	430,900	444,600	468,400	498,100	512,600	525,200	540,200	556,700	571,800	587,000	603,700
Noodles	10,465,800	10,881,600	11,317,900	11,880,800	12,363,300	12,795,900	13,172,400	13,506,900	13,844,300	14,182,400	14,506,000
Oils and Fats	33,070,600	34,139,600	35,366,500	36,457,600	37,500,800	38,532,900	39,722,800	41,014,800	42,360,500	43,751,900	45,201,300
Pasta	10,431,700	10,642,500	10,811,500	10,948,400	11,085,200	11,159,400	11,329,300	11,528,400	11,779,700	12,041,600	12,324,300
Ready Meals	10,086,800	10,272,700	10,411,300	10,609,700	10,683,600	10,806,100	10,953,800	11,115,100	11,281,700	11,474,000	11,675,800
Sauces, Dressings and Condiments	20,968,300	21,378,400	21,746,700	22,121,000	22,645,100	23,100,200	23,572,400	24,047,100	24,552,500	25,074,300	25,620,300
Snack Bars	527,000	554,600	575,100	586,100	591,400	601,500	615,300	628,800	642,600	656,800	671,200
Soup	2,850,900	2,846,500	2,825,600	2,832,300	2,847,000	2,842,300	2,859,400	2,875,000	2,894,600	2,918,300	2,941,300
Spreads	2,998,800	3,041,100	3,091,300	3,156,800	3,200,600	3,245,900	3,305,100	3,365,400	3,427,300	3,489,500	3,551,700
Sweet and Savoury Snacks	10,188,300	10,509,200	10,883,600	11,211,900	11,618,600	12,041,000	12,457,300	12,878,900	13,327,700	13,806,000	14,290,800

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor International, 2015)

En segundo lugar, utilizando nuevamente Euromonitor como base de datos, se descargó la información del volumen en toneladas del Mercado de Retail de alimentos empacados en Colombia y se construyó la siguiente tabla con los datos históricos anuales para el periodo 2009 – 2014e, las proyecciones a 2019 y el detalle por categoría:

**Tabla 17: Mercado de Alimentos empacados por categoría Colombia 2009 - 2019 (toneladas)**  
**Mercado Local - Colombia**

Market Sizes | Historic/Forecast | Retail Volume (Tonnes) |

Toneladas	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Packaged Food	5,216,900	5,290,300	5,336,600	5,424,300	5,488,100	5,581,200	5,689,700	5,806,400	5,935,100	6,076,600	6,228,200
Baby Food	15,300	15,600	15,900	16,400	16,500	16,600	16,700	16,900	17,200	17,400	17,700
Bakery	1,139,700	1,149,100	1,158,900	1,169,100	1,173,500	1,178,100	1,175,600	1,167,100	1,163,700	1,163,700	1,165,900
Canned/Preserved Food	54,900	57,400	61,100	62,400	64,000	65,700	67,400	69,300	71,300	73,400	75,700
Chilled Processed Food	59,900	64,100	68,400	73,400	76,200	81,600	86,900	92,200	97,600	103,300	109,200
Confectionery	53,800	54,200	55,600	56,800	58,100	59,100	60,300	61,700	63,000	64,300	65,600
Dairy	1,982,000	2,020,300	2,006,900	2,044,000	2,064,900	2,110,900	2,176,900	2,254,800	2,338,400	2,430,100	2,527,700
Dried Processed Food	1,221,400	1,237,100	1,254,700	1,274,400	1,296,500	1,318,300	1,340,300	1,362,700	1,385,200	1,407,900	1,432,000
Frozen Processed Food	12,500	12,800	13,000	13,100	13,300	13,500	13,700	13,900	14,200	14,400	14,700
Ice Cream	59,900	62,400	64,100	66,400	71,100	75,300	79,400	83,400	87,300	91,200	95,100
Meal Replacement	800	800	1,000	1,100	1,100	1,200	1,300	1,300	1,400	1,400	1,500
Noodles	200	200	200	400	500	600	800	900	1,100	1,400	1,600
Oils and Fats	470,900	468,700	481,900	482,900	480,300	480,000	481,700	484,800	488,700	492,900	497,200
Pasta	134,500	133,800	136,100	139,800	143,700	147,900	152,400	157,100	162,300	167,800	173,700
Ready Meals	9,900	10,300	10,600	10,900	11,100	11,300	11,500	11,800	12,100	12,400	12,800
Sauces, Dressings and Condiments	53,100	54,400	55,800	57,300	58,900	60,600	62,300	63,900	65,500	67,100	68,800
Snack Bars	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Soup	3,000	3,000	3,100	3,200	3,300	3,400	3,500	3,600	3,700	3,800	3,900
Spreads	20,200	20,400	20,300	20,200	20,700	21,200	21,700	22,200	22,700	23,200	23,800
Sweet and Savoury Snacks	72,300	72,800	78,900	86,400	92,700	98,900	105,300	111,900	118,700	125,800	133,100

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor International, 2015)

Teniendo en cuenta que la información de Euromonitor se encuentra discriminada en veinte diferentes categorías por producto, pero la información financiera del Grupo Nutresa se encuentra dividida en seis grupos de productos; fue necesario agrupar la información obtenida, llegando a unas nuevas tablas de volumen de ventas en toneladas del Mercado de Retail de alimentos empacados tanto a nivel mundial como en Colombia. Así mismo, teniendo en cuenta que la información de volumen en toneladas de los diferentes mercados está disponible únicamente hasta el año 2019, fue necesario estimar una tasa de crecimiento anual del volumen por categoría y de ésta forma, ampliar el periodo de tiempo de la información disponible para hacer la valoración del Grupo hasta el año 2024. Por lo tanto,

para proyectar el volumen del mercado mundial a partir del año 2020, para todas las categorías analizadas se acordó mantener constante la tasa de crecimiento anual calculada para 2019 y se obtuvieron los siguientes resultados:

**Tabla 18: Mercado Mundial Alimentos empacados 2009 – 2024 (Categoría Grupo Nutresa - toneladas)**

Categoría	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
CARNICOS	68,703,300	69,984,900	70,929,200	71,845,600	72,593,300	73,568,600	74,756,300	76,091,000	77,533,500	79,125,100	80,794,500	82,499,121	84,239,707	86,017,016	87,831,824	89,684,920
GALLETAS	160,083,600	161,858,100	162,148,200	161,571,800	162,074,900	162,726,400	163,808,500	165,174,100	167,088,900	169,438,300	172,124,200	174,852,676	177,624,404	180,440,068	183,300,366	186,206,004
CHOCOLATES	23,836,200	24,313,800	24,942,700	25,453,600	26,117,900	26,746,800	27,410,300	28,114,800	28,867,200	29,661,700	30,474,300	31,309,162	32,166,895	33,048,126	33,953,499	34,883,676
CAFÉ	5,709,365	5,892,396	5,994,406	6,154,080	6,316,469	6,463,826	6,619,585	6,777,377	6,948,357	7,131,458	7,324,678	7,523,132	7,726,964	7,936,318	8,151,344	8,372,196
HELADOS	10,218,600	10,526,200	10,634,900	10,739,400	10,828,500	10,949,600	11,102,100	11,276,100	11,476,400	11,692,600	11,911,900	12,135,313	12,362,916	12,594,788	12,831,009	13,071,661
PASTAS	20,897,500	21,524,100	22,129,400	22,829,200	23,448,500	23,955,300	24,501,700	25,035,300	25,624,000	26,224,000	26,830,300	27,450,618	28,085,277	28,734,610	29,398,955	30,078,660

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor International, 2015)

En cuanto al mercado local, a partir del año 2020 para la categoría de cárnicos se determinó utilizar una tasa de crecimiento del 3.9% anual, porcentaje equivalente a la tasa de crecimiento proyectada del sector de retail en Colombia. Se utilizó este supuesto macroeconómico como variable de crecimiento del mercado de cárnicos, dado que su comportamiento histórico es muy similar al de la categoría en análisis y se espera un comportamiento similar a futuro. Por su parte, para la categoría de pastas, la tasa de crecimiento anual utilizada para el periodo 2020-2024 fue 2.9%, tasa esperada de crecimiento del PIB para el periodo según las proyecciones macroeconómicas utilizadas; se utilizó este porcentaje como tasa de crecimiento anual ya que su comportamiento histórico es muy similar al de la categoría en análisis y se espera un comportamiento similar a futuro. Finalmente, para las categorías de galletas, chocolates, café y helados, se acordó mantener constante la tasa de crecimiento anual calculada para el 2019 y se obtuvieron los siguientes resultados:

**Tabla 19: Mercado en Colombia de Alimentos empacados 2009 – 2024 (Categoría Grupo Nutresa - toneladas)**

Categoría	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
CARNICOS	137,200	144,600	153,100	159,800	164,600	172,100	179,500	187,200	195,200	203,500	212,400	220,684	229,290	238,233	247,524	257,177
GALLETAS	1,139,700	1,149,100	1,158,900	1,169,100	1,173,500	1,178,100	1,175,600	1,167,100	1,163,700	1,163,700	1,165,900	1,168,104	1,170,312	1,172,525	1,174,742	1,176,963
CHOCOLATES	126,100	127,000	134,500	143,200	150,800	158,000	165,600	173,600	181,700	190,100	198,700	207,689	217,085	226,906	237,171	247,900
CAFÉ	62,311	63,619	65,705	67,697	69,374	71,351	73,318	75,263	77,407	79,679	82,077	84,547	87,092	89,714	92,414	95,195
HELADOS	59,900	62,400	64,100	66,400	71,100	75,300	79,400	83,400	87,300	91,200	95,100	99,167	103,407	107,829	112,441	117,249
PASTAS	134,700	134,000	136,300	140,200	144,200	148,500	153,200	158,000	163,400	169,200	175,300	180,384	185,615	190,998	196,537	202,236

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor International, 2015)

Por otra parte, dentro de la información financiera disponible al público del Grupo Nutresa, se encontraron las ventas históricas en toneladas por categoría tanto en el mercado local (Colombia) como en el exterior para el periodo 2011 – 2013. Con base en esta información y en conjunto con el detalle del mercado nacional e internacional explicado anteriormente, fue posible estimar la participación de mercado del Grupo Nutresa en cada una de las categorías en las tiene presencia obteniendo los siguientes resultados:

**Tabla 20: Participación del Mercado Mundial Grupo Nutresa 2011 - 2024 (por categoría)**

Participación de Nutresa en el Mercado Mundial (%)	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
CARNICOS (Chilled Processed Food)	0.041%	0.042%	0.041%	0.041%	0.041%	0.041%	0.041%	0.041%	0.041%	0.041%	0.041%	0.041%	0.041%	0.041%
GALLETAS (Bakery)	0.056%	0.058%	0.059%	0.059%	0.059%	0.059%	0.059%	0.059%	0.059%	0.059%	0.059%	0.059%	0.059%	0.059%
CHOCOLATES (Confectionery)	0.137%	0.127%	0.141%	0.141%	0.141%	0.141%	0.141%	0.141%	0.141%	0.141%	0.141%	0.141%	0.141%	0.141%
CAFÉ (Coffee)	0.149%	0.154%	0.150%	0.150%	0.150%	0.150%	0.150%	0.150%	0.150%	0.150%	0.150%	0.150%	0.150%	0.150%
HELADOS (Ice Cream)	0.063%	0.058%	0.089%	0.089%	0.089%	0.089%	0.089%	0.089%	0.089%	0.089%	0.089%	0.089%	0.089%	0.089%
PASTAS	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor International, 2015) y (Grupo Nutresa, 2015)

La participación del Grupo Nutresa en el mercado mundial para el periodo 2011 – 2013, se estimó teniendo en cuenta la información histórica de las ventas en toneladas del Grupo y el total del mercado mundial. Sin embargo

para los años 2014e – 2024 se acordó mantener una participación similar a la actual por categoría. Por ésta razón, se definieron participaciones objetivo para el año 2024 y los valores anuales se ajustaron de manera progresiva hasta llegar a la meta.

Así mismo, para el caso del mercado colombiano y como se mencionó anteriormente, la participación del Grupo Nutresa en el mercado local para el periodo 2011 – 2013 se estimó teniendo en cuenta la información histórica de las ventas en toneladas del Grupo y el total del mercado nacional. Por su parte, para los años 2014e – 2024 se definió mantener una participación de mercado similar a la actual por categoría, se especificaron participaciones objetivo para el año 2024 y los valores anuales se ajustaron de manera progresiva hasta llegar a la meta como se presenta en la siguiente tabla:

**Tabla 21: Participación de Mercado en Colombia Grupo Nutresa 2011 - 2024 (por categoría)**

Participación de Mercado (%)	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
CARNICOS (Chilled Processed Food)	74.0%	84.5%	88.7%	89.4%	90.0%	89.8%	89.6%	89.3%	89.1%	88.9%	88.7%	88.4%	88.2%	88.0%
GALLETAS (Bakery)	9.2%	13.5%	13.9%	14.0%	14.2%	14.2%	14.2%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
CHOCOLATES (Confectionery)	38.0%	38.6%	39.4%	39.7%	40.1%	40.1%	40.1%	40.1%	40.1%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
CAFÉ (Coffee)	40.5%	42.8%	42.4%	42.2%	42.0%	41.8%	41.5%	41.3%	41.1%	40.9%	40.7%	40.4%	40.2%	40.0%
HELADOS (Ice Cream)	64.6%	69.5%	71.0%	72.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%	73.0%
PASTAS	43.5%	61.6%	61.8%	61.6%	61.5%	61.3%	61.2%	61.0%	60.8%	60.7%	60.5%	60.3%	60.2%	60.0%

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor International, 2015) y (Grupo Nutresa, 2015)

Las participaciones de mercado estimadas y presentadas anteriormente, fueron utilizadas como la primera variable de proyección de los ingresos. De ésta manera, teniendo en cuenta la participación de mercado anual por categoría esperada y el volumen de ventas en toneladas proyectado, tanto para el mercado local como el exterior; fue posible

estimar el volumen de ventas en toneladas del Grupo Nutresa en el mercado local y sus exportaciones, tal y como se presenta en las siguientes tablas:

**Tabla 22: Ventas por categoría del Grupo Nutresa en el mercado Local 2011 - 2024 (toneladas)**

Toneladas Vendidas en el Mercado Local	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
CARNICOS	113,242	135,097	146,046	153,795	161,550	168,064	174,812	181,793	189,272	196,163	203,304	210,703	218,371	226,316
GALLETAS	107,011	158,112	163,080	165,505	166,935	165,469	164,728	164,470	164,521	164,573	164,624	164,675	164,725	164,775
CHOCOLATES	51,154	55,339	59,410	62,802	66,406	69,594	72,821	76,167	79,590	83,168	86,906	90,813	94,895	99,160
CAFÉ	26,640	28,946	29,429	30,111	30,780	31,430	32,155	32,924	33,734	34,563	35,412	36,280	37,169	38,078
HELADOS	41,402	46,172	50,490	54,221	57,962	60,882	63,729	66,576	69,423	72,392	75,487	78,716	82,082	85,592
PASTAS	59,287	86,341	89,134	91,547	94,192	96,883	99,925	103,193	106,624	109,419	112,287	115,228	118,246	121,342

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor International, 2015) y (Grupo Nutresa, 2015)

**Tabla 23: Ventas por categoría del Grupo Nutresa en el mercado mundial 2011 - 2024 (toneladas)**

Toneladas Vendidas en el Mercado Exterior	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
CARNICOS	28,940	29,901	30,108	30,493	30,965	31,498	32,075	32,712	33,381	34,063	34,760	35,470	36,196	36,935
GALLETAS	91,163	94,513	95,454	95,838	96,475	97,279	98,407	99,791	101,373	102,979	104,612	106,270	107,955	109,666
CHOCOLATES	34,247	32,324	36,822	37,709	38,644	39,637	40,698	41,818	42,964	44,141	45,350	46,592	47,869	49,180
CAFÉ	8,911	9,479	9,449	9,669	9,902	10,138	10,394	10,668	10,957	11,254	11,559	11,872	12,194	12,524
HELADOS	6,680	6,230	9,623	9,731	9,866	10,021	10,199	10,391	10,586	10,784	10,987	11,193	11,403	11,616
PASTAS	2	-	-											

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor International, 2015) y (Grupo Nutresa, 2015)

Una vez proyectadas las toneladas que se espera que venda el Grupo Nutresa durante los años analizados, fue necesario estimar los precios de venta y de ésta forma, completar las variables para la estimación de los ingresos.



Por esta razón, se calculó un precio de venta promedio por tonelada y por categoría, tomando como referencia los ingresos totales de la empresa y dividiéndolos entre las toneladas vendidas.

Para el mercado local, una vez estimados los precios históricos, se proyectaron los precios para el periodo 2014e – 2024 tomando como base la información del Grupo a 2013 y generando un incremento anual acorde a la proyección macroeconómica del Índice de Precios al Productor (IPP) de Colombia. Se utilizó el IPP como variable de proyección, ya que la mayoría de las veces este indicador es inferior al IPC y en la práctica, las empresas del mercado de consumo masivo como el Grupo Nutresa buscan incrementar sus precios en porcentajes que no generen un impacto significativo en sus consumidores y por lo tanto, en la demanda de sus productos. En la siguiente tabla se presentan los precios de venta por tonelada históricos y proyectados para el mercado local:

**Tabla 24: Precio de venta por categoría del Grupo Nutresa en el mercado Local 2011 - 2024 (COP millones)**

Categoría	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
CARNICOS	10.60	9.43	9.04	9.03	9.57	9.81	10.03	10.25	10.48	10.70	10.93	11.17	11.40	11.65
GALLETAS	5.58	4.17	3.98	3.97	4.21	4.32	4.41	4.51	4.61	4.71	4.81	4.91	5.02	5.13
CHOCOLATES	12.52	12.12	11.39	11.37	12.06	12.36	12.63	12.91	13.20	13.48	13.77	14.06	14.37	14.67
CAFÉ	18.02	18.12	17.37	17.35	18.39	18.85	19.27	19.70	20.14	20.57	21.01	21.46	21.92	22.39
HELADOS	6.84	7.29	7.53	7.52	7.98	8.18	8.36	8.54	8.73	8.92	9.11	9.30	9.50	9.71
PASTAS	3.23	2.54	2.59	2.59	2.74	2.81	2.87	2.94	3.00	3.07	3.13	3.20	3.27	3.34

Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

Por su parte, para el mercado en el exterior, una vez estimados los precios históricos en dólares, se proyectaron los precios para el periodo 2014e – 2024 tomando como base la información a 2013 y generando un incremento anual acorde a la proyección macroeconómica del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Estados Unidos. Se utilizó

como variable de proyección el IPC, ya que las ventas al exterior del Grupo se registran en dólares y su comportamiento afecta directamente los resultados de la operación. En la siguiente tabla se presentan los precios de venta por tonelada tanto históricos como proyectados para el mercado internacional:

**Tabla 25: Precio de venta por categoría del Grupo Nutresa en el mercado mundial 2011 - 2024 (USD Miles)**

Categoría	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
CARNICOS	7.76	8.55	10.22	10.40	10.54	10.68	10.89	11.10	11.33	11.55	11.78	12.02	12.26	12.51
GALLETAS	2.56	2.70	2.76	2.81	2.85	2.89	2.94	3.00	3.06	3.12	3.19	3.25	3.32	3.38
CHOCOLATES	4.73	4.63	4.45	4.53	4.59	4.65	4.74	4.84	4.93	5.03	5.13	5.23	5.34	5.45
CAFÉ	20.99	16.75	15.76	16.04	16.25	16.48	16.79	17.13	17.47	17.82	18.18	18.54	18.91	19.29
HELADOS	2.89	3.92	5.86	5.96	6.04	6.13	6.24	6.37	6.49	6.62	6.76	6.89	7.03	7.17

Fuente: Elaboración propia a partir de (Grupo Nutresa, 2015)

Esta metodología de proyección se utilizó para casi todas las categorías de productos del Grupo Nutresa. Sin embargo, para el caso de la línea de negocios Tresmontes Lucchetti (TMLUC), dado que es una empresa de alimentos Chilena con presencia en diferentes países de Latinoamérica (Chile, Perú, Argentina y México) fue necesario hacer la proyección de manera diferente.

En términos de toneladas, al igual que en las demás categorías, se estimó una participación de mercado histórica y las expectativas a futuro para la línea de negocios TMLUC. Sin embargo, en términos de precios para el periodo 2014e – 2024, se proyectaron tomando como referencia la información a 2013 y generando un incremento anual acorde a la proyección macroeconómica del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Chile. Se utilizó como

variable de proyección el IPC chileno, porque es el país de origen de la mayor parte de las ventas de esta categoría del negocio y su comportamiento afecta directamente los resultados de la operación.

Por lo tanto, los ingresos anuales del Grupo Nutresa se proyectaron tomando las toneladas esperadas de ventas por cada una de las categorías y multiplicándolas por el precio promedio estimado de las mismas, obteniendo los siguientes resultados:

**Tabla 26: Ingresos Totales por categoría del Grupo Nutresa 2009 - 2024 (Local + Exterior - COP Miles)**

Categoría	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p
CARNICOS	1,253,975,217	1,061,920,236	1,632,465,000	1,727,366,000	1,910,528,000	2,023,897,966	2,349,414,687	2,496,908,163
GALLETAS	715,524,763	636,502,649	1,028,725,000	1,117,667,000	1,141,563,000	1,197,475,798	1,379,787,269	1,422,601,044
CHOCOLATES	686,614,672	630,007,724	940,665,000	939,774,000	982,525,000	1,056,378,783	1,237,101,903	1,324,787,782
CAFÉ	505,926,600	513,099,074	825,785,000	809,978,000	789,418,000	833,188,259	962,326,900	1,013,619,054
HELADOS	227,666,970	191,600,287	318,972,000	380,327,000	485,623,000	524,205,273	609,031,355	652,455,206
PASTAS	148,164,219	136,393,425	191,637,000	219,290,000	230,844,000	236,856,808	258,322,090	272,370,753
TMLUC	-	-	-	-	251,962,000	247,889,986	304,287,124	333,082,784
OTROS	75,888,990	77,939,100	119,135,000	111,379,000	106,005,000	114,086,220	127,360,018	136,173,876
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>3,613,761,431</b>	<b>3,247,462,496</b>	<b>5,057,383,000</b>	<b>5,305,782,000</b>	<b>5,898,466,000</b>	<b>6,233,979,094</b>	<b>7,227,631,346</b>	<b>7,651,998,663</b>
Categoría	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
CARNICOS	2,617,320,217	2,748,704,966	2,895,802,019	3,051,902,654	3,222,566,621	3,402,806,948	3,593,162,468	3,794,202,395
GALLETAS	1,443,939,424	1,472,108,990	1,508,049,372	1,553,775,432	1,605,902,214	1,659,991,836	1,716,124,564	1,774,384,113
CHOCOLATES	1,397,420,689	1,476,262,045	1,561,981,118	1,658,695,303	1,764,914,016	1,877,971,899	1,998,311,545	2,126,404,321
CAFÉ	1,051,685,826	1,093,853,345	1,141,342,275	1,196,281,740	1,256,938,608	1,320,679,400	1,387,661,422	1,458,050,036
HELADOS	690,145,850	729,925,110	772,105,672	818,526,154	868,898,878	922,410,018	979,257,075	1,039,650,074
PASTAS	287,144,205	303,102,715	320,117,692	335,541,606	351,706,080	368,646,530	386,400,058	405,005,535
TMLUC	353,352,702	373,407,482	397,359,530	426,647,406	460,093,150	496,160,772	535,055,807	576,999,902
OTROS	145,136,862	154,548,252	164,108,437	174,152,091	184,819,170	196,139,625	208,153,477	220,903,197
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>7,986,145,775</b>	<b>8,351,912,905</b>	<b>8,760,866,114</b>	<b>9,215,522,387</b>	<b>9,715,838,737</b>	<b>10,244,807,028</b>	<b>10,804,126,415</b>	<b>11,395,599,572</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

### 6.1.2.2. Costo de Ventas

Teniendo en cuenta la información histórica disponible, el costo de ventas del Grupo Nutresa para el periodo 2009 – 2013 ha tenido un comportamiento favorable al disminuir su participación como porcentaje de las ventas, pasando de 65.3% en 2009 a 55.3% en 2013. Sin embargo, dado que las empresas protegen sus estructuras de costos y para el caso del Grupo Nutresa no es posible tener un detalle de las líneas que lo componen, para las proyecciones del periodo 2014e – 2024 se determinó mantener la relación Costo de ventas/ingresos en rangos similares a los actuales. Por ésta razón, se fijó una participación objetivo del 57% del costo sobre los ingresos y los porcentajes anuales se ajustaron de manera progresiva hasta llegar a la meta, como se presenta en la siguiente tabla:

**Tabla 27: Costo de Ventas del Grupo Nutresa 2009 - 2024 (Local + Exterior - COP Miles)**

Costo de Ventas (COP Miles)	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p
Costo de Ventas	2,359,438,166	2,097,183,217	3,030,202,000	3,064,460,000	3,260,968,000	3,456,174,650	4,018,333,024	4,266,197,914
% de Ingresos	65.3%	64.6%	59.9%	57.8%	55.3%	55.4%	55.6%	55.8%
Costo de Ventas (COP Miles)	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Costo de Ventas	4,464,945,171	4,682,461,981	4,925,398,729	5,195,376,392	5,492,584,437	5,807,594,824	6,141,507,436	6,495,491,756
% de Ingresos	55.9%	56.1%	56.2%	56.4%	56.5%	56.7%	56.8%	57.0%

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

### 6.1.2.3. Gastos de Producción

Teniendo en cuenta la información histórica disponible de los gastos de producción del Grupo Nutresa, encontramos que para el periodo 2009 – 2013 estos ha tenido un comportamiento estable como porcentaje de las ventas. Por esta razón y dada la relación directa que existe entre los gastos de producción y las ventas, para las proyecciones del periodo 2014e – 2024, se determinó mantener constante el porcentaje sobre los ingresos que representa cada uno de estos gastos, tal y como se presenta en la siguiente tabla:

**Tabla 28: Gastos de producción Grupo Nutresa como % de los ingresos (2011 – 2024)**

Gastos de producción	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
GASTOS DE PERSONAL	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
SERVICIOS	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
IMPUESTOS SEGUROS Y ARRENDAMIENTOS	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
TAXIS Y BUSES	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
HONORARIOS	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
GASTOS DE VIAJE	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ELEMENTOS DE ASEO Y CAFETERIA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CONTRIBUCIONES Y AFILIACIONES	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
UTILES Y PAPELERIA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
SUMINISTROS MAQUINARIA Y EQUIPO	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
COMBUSTIBLE Y LUBRICANTES	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CHEQUES Y RESTAURANTE	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
GASTOS LEGALES	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
OTROS	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Esta metodología de proyección fue utilizada para la mayoría de los costos de producción del Grupo Nutresa. Sin embargo, fue necesario excluir de este grupo las depreciaciones y amortizaciones y proyectarlas de otra manera.

Para las depreciaciones de Propiedad, Planta y Equipo, se determinó un periodo de depreciación promedio de 15 años tanto para los activos ya existentes a Diciembre de 2013, como para aquellas nuevas inversiones de capital (CAPEX) que se proyectaron a futuro. Teniendo en cuenta lo anterior y dado que la información disponible al público del Grupo Nutresa muestra únicamente el valor del Activo Fijo Neto, para estimar la depreciación de los activos fijos (Propiedad, Planta y Equipo – PP&E) ya existentes se construyó la siguiente tabla:

**Tabla 29: Depreciación de PP&E usado del Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles)**

Método: Línea Recta - Periodo: 15 años

PP&E Usado	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p
Valor Activo Bruto Inicial		837,058,993	837,058,993	837,058,993	837,058,993	837,058,993
Gasto de Depreciación		55,803,933	55,803,933	55,803,933	55,803,933	55,803,933
(-) Depreciación Acumulada		55,803,933	111,607,866	167,411,799	223,215,731	279,019,664
<b>Valor Neto del Activo</b>	<b>837,058,993</b>	<b>781,255,060</b>	<b>725,451,127</b>	<b>669,647,194</b>	<b>613,843,262</b>	<b>558,039,329</b>
PP&E Usado	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Valor Activo Bruto Inicial	837,058,993	837,058,993	837,058,993	837,058,993	837,058,993	837,058,993
Gasto de Depreciación	55,803,933	55,803,933	55,803,933	55,803,933	55,803,933	55,803,933
(-) Depreciación Acumulada	334,823,597	390,627,530	446,431,463	502,235,396	558,039,329	613,843,262
<b>Valor Neto del Activo</b>	<b>502,235,396</b>	<b>446,431,463</b>	<b>390,627,530</b>	<b>334,823,597</b>	<b>279,019,664</b>	<b>223,215,731</b>

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Por otra parte y para completar el cálculo de las depreciaciones, fue necesario establecer los supuestos de proyección de las futuras inversiones de capital o CAPEX. Teniendo en cuenta que las inversiones en activos fijos de una empresa del sector de consumo masivo como el Grupo Nutresa, están fuertemente relacionadas con el comportamiento de las ventas, se determinó que el CAPEX para el periodo 2014e – 2024 se proyectaría como un porcentaje de los ingresos anuales.

Dado lo anterior, se fijó que las inversiones de capital anual serían el 1% de los ingresos, porcentaje que representa en promedio las inversiones del Grupo Nutresa entre 2010 y 2013 con respecto a sus ingresos. La tabla presentada a continuación, muestra los valores estimados por concepto CAPEX para la proyección:

**Tabla 30: CAPEX del Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles)**

Metodología: 1% de los ingresos anuales

CAPEX (COP Miles)	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Inversión del Período	62,816,557	72,829,072	77,105,201	80,472,227	84,157,871	88,278,680	92,860,014	97,901,441	103,231,579	108,867,548	114,827,515

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Una vez estimados los valores de las inversiones en activos que se espera realice el Grupo Nutresa durante el periodo 2014e – 2024, fue posible determinar la depreciación correspondiente a estos activos. Nuevamente se utilizó el método de depreciación por línea recta y un periodo promedio de 15 años. Pero ésta vez, teniendo en cuenta que todas las inversiones en activos fijos no se llevan a cabo al iniciar cada año, se estableció como supuesto que las inversiones se realizarán a mitad de año. Por esta razón, para el primer año de cada inversión sólo

se estimó la depreciación correspondiente al segundo semestre y a partir del segundo año, el valor depreciado será el correspondiente a los doce meses. Con este supuesto, las depreciaciones correspondientes a activos fijos nuevos tienen un comportamiento más estable y no se castigan los resultados del año durante el cual se realiza la inversión, periodo en el que es posible que aún no se obtengan los ingresos asociados a ésta. La tabla presentada a continuación muestra los valores estimados como depreciación de los activos que se proyecta serán adquiridos por el Grupo Nutresa entre el 2014e y el 2024:

**Tabla 31: Depreciación de PP&E nuevo del Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles)**

Método: Línea Recta - Periodo: 15 años

CAPEX (COP Miles)	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Valor Activo Inicial	62,816,557	135,645,629	212,750,830	293,223,057	377,380,928	465,659,608
Gasto de Depreciación	2,093,885	6,615,406	11,613,215	16,865,796	22,353,466	28,101,351
(-) Depreciación Acumulada	2,093,885	8,709,291	20,322,507	37,188,303	59,541,769	87,643,120
<b>Valor Neto del Activo</b>	<b>60,722,672</b>	<b>126,936,338</b>	<b>192,428,323</b>	<b>256,034,754</b>	<b>317,839,159</b>	<b>378,016,487</b>
CAPEX (COP Miles)	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	
Valor Activo Inicial	558,519,621	656,421,062	759,652,641	868,520,189	983,347,704	
Gasto de Depreciación	34,139,308	40,498,023	47,202,457	54,272,428	61,728,930	
(-) Depreciación Acumulada	121,782,428	162,280,451	209,482,907	263,755,335	325,484,265	
<b>Valor Neto del Activo</b>	<b>436,737,194</b>	<b>494,140,612</b>	<b>550,169,733</b>	<b>604,764,854</b>	<b>657,863,439</b>	

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Teniendo en cuenta lo anterior, las depreciaciones proyectadas para el periodo en 2014e – 2024 tienen en cuenta tanto el gasto de depreciación de los activos fijos actuales, como la porción correspondiente a las inversiones en



activos fijos (CAPEX) estimadas para el futuro. La tabla presentada a continuación consolida el valor total de los activos fijos del Grupo, el gasto de depreciación anual, la depreciación acumulada en cada periodo y finalmente, el valor neto de los activos fijos que será parte del Balance General.

**Tabla 32: Total PP&E y depreciación del Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles)**

Método: Línea Recta - Periodo: 15 años

Total PP&E	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Valor Activo Bruto Inicial	899,875,550	972,704,622	1,049,809,823	1,130,282,050	1,214,439,921	1,302,718,601
Gasto de Depreciación	57,897,818	62,419,339	67,417,148	72,669,729	78,157,399	83,905,284
(-) Depreciación Acumulada	57,897,818	120,317,157	187,734,305	260,404,034	338,561,433	422,466,717
<b>Valor Neto del Activo</b>	<b>841,977,732</b>	<b>852,387,465</b>	<b>862,075,517</b>	<b>869,878,015</b>	<b>875,878,488</b>	<b>880,251,883</b>
Total PP&E	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	
Valor Activo Bruto Inicial	1,395,578,614	1,493,480,055	1,596,711,634	1,705,579,182	1,820,406,697	
Gasto de Depreciación	89,943,241	96,301,956	103,006,390	110,076,361	117,532,863	
(-) Depreciación Acumulada	512,409,958	608,711,914	711,718,303	821,794,664	939,327,526	
<b>Valor Neto del Activo</b>	<b>883,168,657</b>	<b>884,768,142</b>	<b>884,993,331</b>	<b>883,784,518</b>	<b>881,079,171</b>	

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Sin embargo, el gasto de depreciación estimado y presentado en la tabla, no corresponde en su totalidad a gastos de producción. Este valor anual estimado para la proyección, debe ser distribuido entre los gastos de producción, de administración y de ventas. Por esta razón, tomando como referencia la información histórica disponible, se estimó el porcentaje de depreciación correspondiente a cada grupo de gastos y se determinó mantener las proporciones del

año 2013 para los años de la proyección así: Producción (8.1%), Administración (8.6%) y Ventas (83.3%). De ésta forma, finalmente se estimó la depreciación anual por grupo de gastos así:

**Tabla 33: Depreciación Grupo Nutresa 2014e - 2024 por grupo de gastos (COP Miles)**

Método: Línea Recta - Periodo: 15 años

Tipo de Gasto	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Gasto de Producción	4,683,852	5,049,636	5,453,952	5,878,878	6,322,823	6,787,819	7,276,281	7,790,692	8,333,071	8,905,022	9,508,242
Gasto de Administración	4,951,500	5,338,187	5,765,606	6,214,814	6,684,127	7,175,694	7,692,068	8,235,874	8,809,247	9,413,880	10,051,570
Gasto de Ventas	48,262,466	52,031,516	56,197,590	60,576,037	65,150,449	69,941,771	74,974,891	80,275,389	85,864,072	91,757,459	97,973,050
<b>Total depreciación</b>	<b>57,897,818</b>	<b>62,419,339</b>	<b>67,417,148</b>	<b>72,669,729</b>	<b>78,157,399</b>	<b>83,905,284</b>	<b>89,943,241</b>	<b>96,301,956</b>	<b>103,006,390</b>	<b>110,076,361</b>	<b>117,532,863</b>

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Por otra parte, dentro de los gastos de producción del Grupo Nutresa encontramos un rubro correspondiente a la amortización de intangibles, entre los que se destacan el crédito mercantil y el valor de las marcas utilizadas con sus productos. Dada la naturaleza de este rubro, al igual que para las depreciaciones, se determinó una metodología de proyección diferente a los demás gastos de producción, estableciendo una amortización por línea recta y con un periodo promedio de 20 años. Teniendo en cuenta lo anterior y para estimar la amortización de intangibles se construyó la siguiente tabla:

**Tabla 34: Amortización intangibles del Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles)**

Método: Línea Recta - Periodo: 20 años

Intangibles (COP Miles)	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p
Valor Activo Bruto Inicial	915,472,024	915,472,024	915,472,024	915,472,024	915,472,024	915,472,024
Gasto de Amortización		45,773,601	45,773,601	45,773,601	45,773,601	45,773,601
(-) Amortización Acumulada	148,522,725	194,296,326	240,069,927	285,843,529	331,617,130	377,390,731
<b>Valor Neto del Activo</b>	<b>766,949,299</b>	<b>721,175,698</b>	<b>675,402,097</b>	<b>629,628,495</b>	<b>583,854,894</b>	<b>538,081,293</b>
Intangibles (COP Miles)	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Valor Activo Bruto Inicial	915,472,024	915,472,024	915,472,024	915,472,024	915,472,024	915,472,024
Gasto de Amortización	45,773,601	45,773,601	45,773,601	45,773,601	45,773,601	45,773,601
(-) Amortización Acumulada	423,164,332	468,937,933	514,711,535	560,485,136	606,258,737	652,032,338
<b>Valor Neto del Activo</b>	<b>492,307,692</b>	<b>446,534,091</b>	<b>400,760,489</b>	<b>354,986,888</b>	<b>309,213,287</b>	<b>263,439,686</b>

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Sin embargo, al igual que en el caso de la depreciación, la amortización anual estimada y presentada en la tabla, no corresponde en su totalidad a gastos de producción. Este valor anual estimado para la proyección, debe ser distribuido entre los gastos de producción, de administración y de ventas. Por esta razón, tomando como referencia la información histórica disponible, se estimó el porcentaje de depreciación correspondiente a cada grupo de gastos y se determinó mantener las proporciones del año 2013: Producción (0.5%), Administración (80.9%) y Ventas (18.6%). Finalmente se estimó la amortización anual por grupo de gastos así:

**Tabla 35: Amortización Grupo Nutresa 2014e - 2024 por grupo de gastos (COP Miles)**

Método: Línea Recta - Periodo: 20 años

Tipo de Gasto	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Gasto de Producción	234,501	234,501	234,501	234,501	234,501	234,501	234,501	234,501	234,501	234,501	234,501
Gasto de Administración	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589
Gasto de Ventas	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511
<b>Total amortización</b>	<b>45,773,601</b>	<b>45,773,601</b>	<b>45,773,601</b>	<b>45,773,601</b>	<b>45,773,601</b>	<b>45,773,601</b>	<b>45,773,601</b>	<b>45,773,601</b>	<b>45,773,601</b>	<b>45,773,601</b>	<b>45,773,601</b>

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

**6.1.2.4. Gastos Operacionales de Administración**

Para proyectar los gastos operacionales de administración, se utilizó como referencia la información histórica disponible en el Estado de Resultados del Grupo Nutresa, específicamente los valores a 31 de Diciembre de 2013. Así mismo, teniendo en cuenta que este grupo de gastos en parte se encuentra relacionado con variables de la operación, se determinó proyectarlos asumiendo un componente fijo y uno variable para cada tipo de gasto.

Teniendo en cuenta lo anterior, el componente fijo de cada gasto de administración fue proyectado de acuerdo a las expectativas macroeconómicas de inflación; mientras el componente variable se proyectó con el porcentaje de crecimiento/decrecimiento de los ingresos de cada periodo. En la siguiente tabla se presenta un resumen de los gastos operacionales de administración y la proporción fijo/variable determinada para cada uno.

**Tabla 36: Gastos Operacionales de administración (% fijo y variable)**

Gastos Operacionales de Administración	% Fijo (IPC)	% Variable
GASTOS DE PERSONAL	30%	70%
HONORARIOS	30%	70%
SERVICIOS	60%	40%
IMPUESTOS SEGUROS Y ARRENDAMIENTOS	30%	70%
GASTOS DE VIAJE	30%	70%
CONTRIBUCIONES Y AFILIACIONES	30%	70%
GASTOS LEGALES	50%	50%
SUMINISTROS PARA EQUIPOS DE COMPUTO	20%	80%
TAXIS Y BUSES	40%	60%
UTILES Y PAPELERIA	40%	60%
OTROS	40%	60%

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Teniendo en cuenta los supuestos explicados anteriormente e incluyendo los gastos de depreciación y amortización asociados a la administración (explicados en los gastos de producción), los valores anuales proyectados para los gastos operacionales de administración del Grupo Nutresa para el periodo 2014e – 2024 son:

**Tabla 37: Gastos Operacionales de Administración (COP Miles)**

Gastos Operacionales de Administración	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
GASTOS DE PERSONAL	159,862,973	179,905,802	190,000,714	198,432,863	207,535,404	217,515,294	228,356,123	240,119,987	252,515,638	265,577,965	279,343,822
HONORARIOS	54,565,712	61,210,455	64,277,111	66,820,400	69,564,055	72,553,616	75,820,516	79,361,594	83,076,568	86,974,254	91,063,921
SERVICIOS	37,411,392	40,559,829	42,242,487	43,740,709	45,329,375	47,005,931	48,799,608	50,708,465	52,695,099	54,762,758	56,914,827
IMPUESTOS SEGUROS Y ARRENDAMIENTOS	16,398,509	18,395,438	19,317,053	20,081,382	20,905,927	21,804,372	22,786,166	23,850,358	24,966,811	26,138,174	27,367,232
AMORTIZACIONES	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589	37,019,589
GASTOS DE VIAJE	10,189,691	11,430,541	12,003,214	12,478,152	12,990,507	13,548,782	14,158,848	14,820,115	15,513,856	16,241,716	17,005,427
CONTRIBUCIONES Y AFILIACIONES	4,957,175	5,560,836	5,839,435	6,070,487	6,319,742	6,591,337	6,888,128	7,209,827	7,547,324	7,901,421	8,272,958
DEPRECIACIONES	4,951,500	5,338,187	5,765,606	6,214,814	6,684,127	7,175,694	7,692,068	8,235,874	8,809,247	9,413,880	10,051,570
GASTOS LEGALES	1,497,125	1,641,892	1,714,722	1,777,882	1,845,264	1,917,197	1,994,744	2,077,816	2,164,506	2,254,978	2,349,399
SUMINISTROS PARA EQUIPOS DE COMPUTO	186,364	199,698	213,560	227,937	242,882	258,415	274,650	291,657	309,476	328,152	347,729
TAXIS Y BUSES	1,181,094	1,310,112	1,371,987	1,424,397	1,480,633	1,541,308	1,607,180	1,678,176	1,752,463	1,830,197	1,911,544
UTILES Y PAPELERIA	1,885,974	2,091,990	2,190,792	2,274,482	2,364,279	2,461,165	2,566,349	2,679,716	2,798,338	2,922,464	3,052,359
OTROS	17,047,192	18,909,355	19,802,420	20,558,887	21,370,555	22,246,302	23,197,059	24,221,774	25,293,984	26,415,955	27,590,067
<b>Total</b>	<b>347,154,291</b>	<b>383,573,723</b>	<b>401,758,689</b>	<b>417,121,982</b>	<b>433,652,338</b>	<b>451,639,002</b>	<b>471,161,029</b>	<b>492,274,948</b>	<b>514,462,900</b>	<b>537,781,502</b>	<b>562,290,445</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

### 6.1.2.5. Gastos Operacionales de Ventas

Para proyectar los gastos operacionales de ventas, se utilizó como referencia la información histórica disponible en el Estado de Resultados del Grupo Nutresa, específicamente los valores a 31 de Diciembre de 2013. Al igual que en los gastos de administración y teniendo en cuenta que este grupo de gastos también se encuentra en parte relacionado con variables de la operación, se determinó proyectarlos asumiendo un componente fijo y uno variable para cada tipo de gasto.

Teniendo en cuenta lo anterior, el componente fijo de cada gasto de ventas fue proyectado de acuerdo a las expectativas macroeconómicas de inflación; mientras el componente variable se proyectó con el porcentaje de

crecimiento/decrecimiento de los ingresos de cada periodo. En la siguiente tabla se presenta un resumen de los gastos operacionales de ventas y la proporción fijo/variable determinada para cada uno:

**Tabla 38: Gastos Operacionales de ventas (% fijo y variable)**

Gastos Operacionales de Ventas	% Fijo (IPC)	% Variable
GASTOS DE PERSONAL	5%	95%
SERVICIOS	20%	80%
IMPUESTOS SEGUROS Y ARRENDAMIENTO	10%	90%
MATERIAL PUBLICITARIO	10%	90%
GASTOS DE VIAJE	10%	90%
HONORARIOS	10%	90%
COMISIONES	0%	100%
COMBUSTIBLE Y LUBRICANTES	10%	90%
ENVASE Y EMPAQUES	0%	100%
UTILES Y PAPELERIA	20%	80%
GASTOS LEGALES	20%	80%
DEGUSTACIONES Y PROMOCIONES	10%	90%
OTROS	20%	80%
<b>Total</b>		

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Por otra parte, dentro de los gastos operacionales de ventas encontramos el gasto anual de provisión de cartera. Para este caso, se determinó proyectarlo manteniendo la relación en días entre la provisión y el total de la cartera a Diciembre de 2013. Por lo tanto, el valor de la provisión total para el balance corresponde a 1.7 días de cartera (clientes a corto plazo y deudores a largo plazo); mientras el gasto anual que formará parte del P&G, será solamente el valor en que incrementa la provisión de un año a otro.

Tomando como referencia los supuestos explicados anteriormente e incluyendo los gastos de depreciación y amortización asociados a las ventas (explicados con los gastos de producción), los valores anuales proyectados para los gastos operacionales de ventas del Grupo Nutresa para el periodo 2014e – 2024 son:

**Tabla 39: Gastos Operacionales de Ventas (COP Miles)**

Gastos Operacionales de Ventas	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
GASTOS DE PERSONAL	469,717,250	541,923,733	573,507,507	598,619,425	626,043,496	656,606,285
SERVICIOS	617,368,818	700,290,311	737,385,852	767,570,272	800,299,595	836,290,806
IMPUESTOS SEGUROS Y ARRENDAMIENTO	145,999,339	167,439,874	176,790,239	184,268,671	192,417,065	201,454,644
MATERIAL PUBLICITARIO	43,591,355	49,992,904	52,784,664	55,017,516	57,450,401	60,148,771
DEPRECIACIONES	48,262,466	52,031,516	56,197,590	60,576,037	65,150,449	69,941,771
GASTOS DE VIAJE	30,468,482	34,942,890	36,894,210	38,454,878	40,155,360	42,041,405
HONORARIOS	29,692,081	34,052,471	35,954,068	37,474,966	39,132,116	40,970,101
COMISIONES	22,791,648	26,424,475	27,975,977	29,197,631	30,534,889	32,030,036
COMBUSTIBLE Y LUBRICANTES	13,691,460	15,702,101	16,578,955	17,280,264	18,044,400	18,891,922
PROVISION CARTERA	277,697	822,428	351,241	276,568	302,739	338,483
ENVASE Y EMPAQUES	11,791,626	13,671,128	14,473,822	15,105,865	15,797,716	16,571,255
AMORTIZACIONES	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511
UTILES Y PAPELERIA	4,175,821	4,736,693	4,987,604	5,191,768	5,413,146	5,656,587
GASTOS LEGALES	2,765,982	3,137,493	3,303,691	3,438,926	3,585,562	3,746,812
DEGUSTACIONES Y PROMOCIONES	44,306	50,812	53,649	55,919	58,392	61,134
OTROS	140,306,980	159,152,221	167,582,779	174,442,673	181,880,938	190,060,518
<b>Total</b>	<b>1,589,464,822</b>	<b>1,812,890,562</b>	<b>1,913,341,360</b>	<b>1,995,490,888</b>	<b>2,084,785,775</b>	<b>2,183,330,041</b>
Gastos Operacionales de Ventas	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	
GASTOS DE PERSONAL	690,456,608	727,622,563	766,895,058	808,397,605	852,261,146	
SERVICIOS	875,861,591	918,982,438	964,338,937	1,012,050,883	1,062,244,652	
IMPUESTOS SEGUROS Y ARRENDAMIENTO	211,448,132	222,393,015	233,935,107	246,108,122	258,947,732	
MATERIAL PUBLICITARIO	63,132,550	66,400,389	69,846,537	73,481,062	77,314,613	
DEPRECIACIONES	74,974,891	80,275,389	85,864,072	91,757,459	97,973,050	
GASTOS DE VIAJE	44,126,937	46,411,016	48,819,726	51,360,102	54,039,590	
HONORARIOS	43,002,490	45,228,365	47,575,696	50,051,338	52,662,547	
COMISIONES	33,692,275	35,521,450	37,455,376	39,500,268	41,662,714	
COMBUSTIBLE Y LUBRICANTES	19,829,087	20,855,471	21,937,860	23,079,416	24,283,483	
PROVISION CARTERA	376,311	414,103	437,818	462,939	489,552	
ENVASE Y EMPAQUES	17,431,241	18,377,594	19,378,142	20,436,100	21,554,876	
AMORTIZACIONES	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511	8,519,511	
UTILES Y PAPELERIA	5,924,240	6,215,905	6,522,692	6,845,411	7,184,916	
GASTOS LEGALES	3,924,100	4,117,294	4,320,503	4,534,266	4,759,148	
DEGUSTACIONES Y PROMOCIONES	64,167	67,488	70,991	74,685	78,581	
OTROS	199,053,615	208,853,520	219,161,513	230,004,819	241,412,159	
<b>Total</b>	<b>2,291,817,747</b>	<b>2,410,255,511</b>	<b>2,535,079,538</b>	<b>2,666,663,984</b>	<b>2,805,388,271</b>	

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)



#### **6.1.2.6. Ingresos No Operacionales**

Los ingresos no operacionales del Grupo Nutresa están divididos en dos categorías: ingresos por dividendos financieros y rendimientos financieros. Para el primer grupo, se determinó como criterio de proyección mantener la tasa de rendimiento implícita de las inversiones permanentes durante el 2013. Por esta razón, a partir del año 2014e, los ingresos por dividendos financieros corresponden al 3.9% de las inversiones a largo plazo del Grupo Nutresa.

Por otra parte, los rendimientos financieros para el periodo 2014e – 2024 fueron estimados teniendo en cuenta el valor anual de las inversiones temporales y como tasa de interés, se utilizó la proyección macroeconómica de la DTF + 3.5%.

#### **6.1.2.7. Gastos No Operacionales**

Los gastos no operacionales del Grupo Nutresa están divididos en dos categorías: gastos financieros y otros egresos. El primer grupo corresponde a los intereses causados y pagados por la deuda financiera tanto a corto como a largo plazo y teniendo en cuenta las condiciones de monto, tasa y plazo explicadas en el Módulo de Deuda Financiera del Balance general.

Por su parte, los rendimientos financieros fueron proyectados como el 0.5% de los ingresos anuales del Grupo, porcentaje estimado como el resultado promedio de la relación otros egresos/ingresos para los años 2011 a 2013.

### 6.1.2.8. Impuesto de Renta y Complementarios

Teniendo en cuenta las condiciones tributarias actuales en Colombia, para realizar la proyección del impuesto de renta y complementarios correspondiente a cada periodo fue necesario dividir el cálculo en tres partes: impuesto de renta, impuesto sobre la renta para la equidad (CREE) y la sobre tasa al CREE.

Para estimar el impuesto de renta causado en cada periodo, se utilizó una tasa de tributación del 25% sobre el valor de la renta líquida. Sin embargo, de acuerdo a la legislación colombiana, el valor a pagar por concepto de impuesto debe ser el mayor entre la renta presuntiva (correspondiente al 3% del 25% del patrimonio líquido del periodo) y el estimado como el 25% de la utilidad antes de impuestos. Por esta razón, se construyó la siguiente tabla:

**Tabla 40: Impuesto de Renta Grupo Nutresa 2014e – 2024 (COP Miles)**

Impuestos (COP Miles)	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Utilidad Antes de Impuestos	575,044,793	706,447,074	727,961,391	740,977,845	762,032,491	788,982,214
<b>Tasa de Tributación</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>
Impuesto por Renta Líquida	143,761,198	176,611,768	181,990,348	185,244,461	190,508,123	197,245,553
Impuesto por Renta Presuntiva	19,650,292	19,928,844	20,277,608	20,336,502	20,283,154	20,325,630
Valor Patrimonial Líquido	2,620,038,947	2,657,179,243	2,703,681,076	2,711,533,555	2,704,420,492	2,710,084,010
<b>Impuesto de Renta Causado</b>	<b>143,761,198</b>	<b>176,611,768</b>	<b>181,990,348</b>	<b>185,244,461</b>	<b>190,508,123</b>	<b>197,245,553</b>

Impuestos (COP Miles)	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Utilidad Antes de Impuestos	823,445,034	862,313,756	902,835,992	945,410,997	990,148,660
<b>Tasa de Tributación</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>
Impuesto por Renta Líquida	205,861,259	215,578,439	225,708,998	236,352,749	247,537,165
Impuesto por Renta Presuntiva	20,960,672	21,133,848	21,329,163	21,532,788	21,746,727
Valor Patrimonial Líquido	2,794,756,330	2,817,846,420	2,843,888,464	2,871,038,362	2,899,563,615
<b>Impuesto de Renta Causado</b>	<b>205,861,259</b>	<b>215,578,439</b>	<b>225,708,998</b>	<b>236,352,749</b>	<b>247,537,165</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Por otra parte, para la proyección del impuesto CREE de cada periodo, se utilizó una tasa impositiva del 9% sobre el valor de la renta líquida para 2014e y 2015 y el 8% para los siguientes años. Sin embargo, al igual que en el impuesto de renta, el valor a pagar por este concepto debe ser el mayor entre la renta presuntiva (correspondiente al 3% del 9% del patrimonio líquido del periodo) y el estimado de acuerdo a la tasa del CREE sobre la utilidad antes de impuestos, dando como resultado los siguientes valores:

**Tabla 41: Impuesto CREE Grupo Nutresa 2014e – 2024 (COP Miles)**

Impuestos (COP Miles)	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Utilidad Antes de Impuestos	575,044,793	706,447,074	727,961,391	740,977,845	762,032,491	788,982,214
<b>Tasa de Tributación</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>
Impuesto por Renta Líquida	51,754,031	63,580,237	58,236,911	59,278,228	60,962,599	63,118,577
Impuesto por Renta Presuntiva	7,074,105	7,174,384	6,488,835	6,507,681	6,490,609	6,504,202
Valor Patrimonial Líquido	2,620,038,947	2,657,179,243	2,703,681,076	2,711,533,555	2,704,420,492	2,710,084,010
<b>Impuesto CREE Causado</b>	<b>51,754,031</b>	<b>63,580,237</b>	<b>58,236,911</b>	<b>59,278,228</b>	<b>60,962,599</b>	<b>63,118,577</b>

Impuestos (COP Miles)	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Utilidad Antes de Impuestos	823,445,034	862,313,756	902,835,992	945,410,997	990,148,660
<b>Tasa de Tributación</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>
Impuesto por Renta Líquida	65,875,603	68,985,100	72,226,879	75,632,880	79,211,893
Impuesto por Renta Presuntiva	6,707,415	6,762,831	6,825,332	6,890,492	6,958,953
Valor Patrimonial Líquido	2,794,756,330	2,817,846,420	2,843,888,464	2,871,038,362	2,899,563,615
<b>Impuesto CREE Causado</b>	<b>65,875,603</b>	<b>68,985,100</b>	<b>72,226,879</b>	<b>75,632,880</b>	<b>79,211,893</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Así mismo, para completar la estimación del impuesto de renta y complementarios de cada periodo, se calculó el valor correspondiente a la sobretasa al CREE; un impuesto adicional a los dos anteriores y vigente para el periodo 2015 – 2018. Según la legislación tributaria colombiana vigente, la sobretasa CREE aplica para todas aquellas empresas con utilidades antes de impuestos superiores a COP 800 millones, la base impositiva se calcula como la diferencia entre la renta líquida de cada periodo y la tasa de tributación varía durante los años de vigencia de acuerdo a la siguiente tabla:

**Tabla 42: Tasa impositiva (%) sobretasa CREE 2015 – 2018**

Año	Tasa Impositiva (%)
2015	5%
2016	6%
2017	8%
2018	9%

Fuente: Elaboración propia a partir de (Gerencie, 2015)

Finalmente, de acuerdo con los supuestos anteriormente explicados, se proyectó el valor del Impuesto de Renta y Complementarios para el periodo 2014e – 2024 obteniendo los resultados que se presentan a continuación:

**Tabla 43 Impuesto de Renta y Complementarios Grupo Nutresa 2014e – 2024**

Impuestos (COP Miles)	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Impuesto de Renta Causado	143,761,198	176,611,768	181,990,348	185,244,461	190,508,123	197,245,553
Impuesto CREE Causado	51,754,031	63,580,237	58,236,911	59,278,228	60,962,599	63,118,577
Sobre Tasa CREE causada	-	28,712,240	42,338,824	58,172,911	66,616,006	-
<b>Total Impuesto Causado</b>	<b>195,515,230</b>	<b>268,904,245</b>	<b>282,566,084</b>	<b>302,695,600</b>	<b>318,086,728</b>	<b>260,364,130</b>
Impuestos (COP Miles)	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	
Impuesto de Renta Causado	205,861,259	215,578,439	225,708,998	236,352,749	247,537,165	
Impuesto CREE Causado	65,875,603	68,985,100	72,226,879	75,632,880	79,211,893	
Sobre Tasa CREE causada	-	-	-	-	-	
<b>Total Impuesto Causado</b>	<b>271,736,861</b>	<b>284,563,540</b>	<b>297,935,877</b>	<b>311,985,629</b>	<b>326,749,058</b>	

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Una vez estimado el total del Impuesto de renta y complementarios causado, se procedió a proyectar el anticipo de impuestos. El cual se calculó tomando como referencia los días promedio históricos de anticipo sobre los ingresos operacionales; en promedio el anticipo de impuestos del Grupo para los años 2011 a 2013 fue de 2.5 días de ingreso, nivel que se mantuvo para la proyección hasta el 2024e. La tabla presentada a continuación, muestra el flujo total de impuestos del Grupo Nutresa para los años 2014 e y 2014

**Tabla 44: Flujo de Impuestos Grupo Nutresa 2014e - 2024 (COP Miles)**

Flujo de Impuestos (COP Miles)	2014e	2024p
Impuesto de Renta por pagar	195.515.230	326.749.058
Anticipo de Impuestos	42.308.625	77.339.392
<b>Impuesto de Renta a Pagar</b>	<b>195.313.215</b>	<b>315.999.825</b>
Anticipo de Impuestos	42.308.625	77.339.392
<i>Días de Ingresos</i>	2,5	2,5

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

De esta forma, el impuesto de renta por pagar de COP 195.515 millones del año 2014e, se registra en los pasivos del balance general. Mientras que los anticipos de impuestos por COP 42.308 millones en 2014e, se deben registrar en los activos. Por su parte, el impuesto de renta por pagar posteriormente será registrado en el flujo de caja y se calcula con la siguiente fórmula:

#### **Ecuación 14: Cálculo del Impuesto de Renta**

$$\text{Impuesto de Renta } x P = \text{Impuesto de renta} + (\text{Anticipo Tx año 2} - \text{Anticipo Tx Año 1})$$

Fuente: (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

### 6.1.3. Flujo de Caja

Teniendo en cuenta los supuestos de proyección del Estado de Resultados y el Balance General mencionados anteriormente, se construyó el flujo de caja por método indirecto, llegando a los siguientes resultados:

**Tabla 45: Flujo de Caja 2014e - 2024 (COP Miles)**

Flujo de Caja (COP Miles)	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
<b>EBITDA</b>	801.517.137	955.633.696	1.007.948.238	1.042.890.395	1.081.962.521	1.127.357.615	1.179.157.649	1.237.089.147	1.298.038.648	1.362.167.309	1.429.644.992
(-) Capital de Trabajo	27.142.102	81.783.318	34.328.892	26.802.139	29.367.628	32.887.275	36.622.092	40.332.319	42.624.555	45.051.797	47.622.218
(-) Otras Cuentas Operacionales	22.784.927	40.180.777	17.198.527	13.563.724	14.840.732	16.580.329	18.424.080	20.265.641	21.421.669	22.646.011	23.942.817
(-) Capex	62.816.557	72.829.072	77.105.201	80.472.227	84.157.871	88.278.680	92.860.014	97.901.441	103.231.579	108.867.548	114.827.515
(-) Impuestos	195.313.215	202.258.926	271.784.331	284.833.865	305.177.980	320.862.202	263.449.781	275.132.397	288.153.529	301.731.853	315.999.825
<b>Flujo de Caja Libre de la Operación</b>	<b>493.460.337</b>	<b>558.581.603</b>	<b>607.531.288</b>	<b>637.218.440</b>	<b>648.418.309</b>	<b>668.749.129</b>	<b>767.801.682</b>	<b>803.457.350</b>	<b>842.607.316</b>	<b>883.870.099</b>	<b>927.252.617</b>
(+) Incremento en Deuda de CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Amortización en Deuda CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Intereses en Deuda CP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Incremento en Obligaciones Financieras	0	308.233.118	104.629.085	69.884.313	78.144.253	90.790.188	103.600.068	115.862.997	121.899.000	128.257.323	134.955.366
(-) Amortización en Obligaciones Financieras	96.574.003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Intereses en Obligaciones Financieras	173.021.859	187.097.606	214.575.971	232.929.800	246.435.829	260.208.930	271.656.361	284.580.302	298.581.848	313.313.283	328.813.592
(+) Otros Ingresos	81.465.000	81.465.000	81.465.000	81.465.000	81.465.000	81.465.000	81.465.000	81.465.000	81.465.000	81.465.000	81.465.000
(-) Otros Egresos	31.252.079	36.233.440	38.360.871	40.036.012	41.869.669	43.919.826	46.199.102	48.707.279	51.359.094	54.163.065	57.128.228
(+) Rendimientos Financieros	285.710	1.694.792	5.026.986	8.308.160	11.144.207	14.305.723	16.771.000	19.536.850	22.491.096	25.567.936	28.776.504
<b>Flujo de Caja Disponible al Accionista</b>	<b>274.363.106</b>	<b>726.643.467</b>	<b>545.715.516</b>	<b>523.910.101</b>	<b>530.866.271</b>	<b>551.181.283</b>	<b>651.782.288</b>	<b>687.034.616</b>	<b>718.521.470</b>	<b>751.684.010</b>	<b>786.507.667</b>
(-) Dividendos	342.389.268	391.040.996	437.542.829	445.395.308	438.282.245	443.945.763	528.618.083	551.708.173	577.750.217	604.900.115	633.425.368
(+) Capitalizaciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Descapitalizaciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Caja después de dividendos</b>	<b>(68.026.162)</b>	<b>335.602.472</b>	<b>108.172.687</b>	<b>78.514.793</b>	<b>92.584.026</b>	<b>107.235.521</b>	<b>123.164.205</b>	<b>135.326.443</b>	<b>140.771.253</b>	<b>146.783.896</b>	<b>153.082.299</b>
(+) Caja Inicial	68.026.162	-	335.602.472	443.775.158	522.289.952	614.873.977	722.109.498	845.273.703	980.600.146	1.121.371.399	1.268.155.294
<b>Flujo de Caja Final</b>	<b>-</b>	<b>335.602.472</b>	<b>443.775.158</b>	<b>522.289.952</b>	<b>614.873.977</b>	<b>722.109.498</b>	<b>845.273.703</b>	<b>980.600.146</b>	<b>1.121.371.399</b>	<b>1.268.155.294</b>	<b>1.421.237.594</b>

Fuente: Elaboración propia a partir del (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

El Flujo de Caja Libre (FCL) de la operación del Grupo Nutresa se construyó tomando como insumo el EBITDA y los Módulos de Capital de Trabajo, Otras Cuentas Operativas OCOP, CAPEX e Impuestos anteriormente explicados. Para el año 2014e el FCF se estimó en COP 493.460 millones, valor que se espera crezca en el tiempo, llegando a

niveles de COP 927.252 millones en 2024. Estos valores estimados para el FCL corresponden a los flujos de fondos generados por las operaciones después de impuestos y sin tener en cuenta la deuda financiera.

Por su parte, el Flujo de Caja Disponible al Accionista (FCDA) del Grupo Nutresa para el 2024 se estima en COP 786.507 millones. Para construir este flujo, se parte del FCL de la operación y por un lado, se le suman las variaciones en obligaciones financieras, otros ingresos y rendimientos financieros; y por el otro, se le restan las amortizaciones e intereses de las obligaciones financieras y otros egresos. Por lo tanto, estos valores estimados como FCDA son los recursos con los que cuenta la compañía luego de cubrir sus necesidades de inversión en activos fijos, capital de trabajo y aportes de capital e intereses a la deuda financiera.

Finalmente es necesario restar el pago de dividendos al FCDA para llegar al Flujo de Caja después de dividendos. De esta forma, se estima el valor de los recursos disponibles para la empresa después de hacer los pagos periódicos a los accionistas; y estos flujos de fondos sumados con la caja inicial del periodo anterior, dan como resultado el valor de las inversiones temporales que se llevarán al balance general en cada periodo, las cuales, para 2024 se estiman en COP 1.4 billones.

## **6.2. Escenarios Alternativos**

Después de analizar la situación actual del Grupo Nutresa y hacer un análisis y valoración financiera, suponiendo un horizonte de tiempo de diez (10) años y bajo el cual las condiciones actuales del negocio se mantienen constantes (Escenario Base), se procedió a plantear dos escenarios de valoración alternativos:

- ✓ Escenario 1: Exportación de Colombia a China sin TLC entre los dos países



- ✓ Escenario 2: Exportación de Colombia a China con la entrada en vigencia del TLC entre los dos países

### **6.2.1. Supuestos para los Escenarios Alternativos**

Teniendo en cuenta el tamaño, la variedad de industrias en las cuales participa el Grupo Nutresa y el enfoque hacia el sector agroindustrial de este trabajo de grado, fue necesario determinar los principales supuestos de proyección para los dos nuevos escenarios, llegando así a las siguientes conclusiones:

#### **6.2.1.1. Oferta exportable del Grupo Nutresa**

Las empresas que conforman el Grupo Nutresa se encuentran divididas en ocho (8) unidades de negocio: carnes frías, galletas, chocolates, café, Tresmontes Lucchetti (TMLUC), helados, pastas y alimentos al consumidor. Sin embargo, el mercado chino se caracteriza por su fuerte tendencia al consumo de productos de confitería, siendo éstos parte de su cultura y tradición.

Los productos de confitería en China, son utilizados como regalos para ocasiones especiales tales como el Año Nuevo Chino, Navidad, San Valentín, matrimonios y cumpleaños y según la tradición Xi Tang, “los principales consumidores de dulces en China no son los niños, sino las parejas que van a casarse y regalar dulces es muestra de compartir la felicidad de la nueva unión” (Proexport Colombia, 2012).

Teniendo en cuenta las condiciones del mercado chino anteriormente explicadas, donde existe una fuerte tendencia hacia el consumo de productos de confitería, las categorías chocolates y galletas del Grupo Nutresa cobran especial importancia. Pues frente a una demanda creciente y al tratarse de productos de alta calidad, las

galletas y los chocolates se convierten en la mejor alternativa para entrar a competir en el mercado chino.

Una vez definidas las categorías que harán parte de la oferta exportable del Grupo Nutresa (chocolates y galletas), fue necesario hacer un análisis de las condiciones actuales de cada categoría; buscando entender cuáles son sus principales variables, las características de la competencia y las principales tendencias de los consumidores en China.

Actualmente el mercado chino se caracteriza por su constante crecimiento, porque la demanda de bienes y servicios es cada vez mayor y porque la necesidad de satisfacer esta demanda va en aumento. En el caso de la categoría de chocolates, para el 2014 las ventas en China alcanzaron niveles de CNY 17 billones, generando un crecimiento a precios corrientes del 12% frente al año anterior (Euromonitor, 2015).

Sin embargo, el crecimiento en los ingresos está asociado a los mayores precios de venta, pues el volumen de la categoría de chocolates disminuyó en 2014 vs. 2013; decrecimiento que se encuentra estrechamente relacionado con el creciente interés de los consumidores por la alimentación saludable y el control de peso, fuerte tendencia que ha obligado a las empresas a invertir en innovación, mejores materias primas, empaques y campañas publicitarias.

Así mismo, dentro de la industria chocolatera en china, las compañías multinacionales dedicadas a la comercialización, se han enfocado en adquirir compañías locales. Tal es el caso de Nestle que en el año 2011 adquirió a Dongguan Hsu-Fu-Chi food Co Ltd, y en 2013 Herheys Co anunció sus planes para adquirir a Shanghai Golden Monkey Food Co (Euromonitor, 2015).

Estos procesos de adquisición de empresas domésticas, les ha permitido a las multinacionales, por un lado acondicionar sus portafolios de productos a las necesidades y los paladares de los consumidores chinos y por el otro, tomar control sobre las marcas locales, penetrar el territorio Chino, capturar participación en ciudades principales y secundarias, incrementar sus ventas y ampliar sus canales de distribución.

Por su parte, los chocolates surtidos en caja estándar y los envueltos en presentaciones miniatura, fueron las categorías de más rápido crecimiento en el año 2014, con un 15% y un 13% respectivamente. Los surtidos en caja estándar son preferidos por los consumidores chinos debido a su tamaño compacto y portabilidad, mientras las presentaciones miniatura son reconocidas como una alternativa de regalo en ocasiones especiales (Euromonitor, 2015).

Así mismo, los chocolates de leche son los más apetecidos en el mercado chino gracias a su dulzura y a la percepción de similitud con el chocolate occidental. Sin embargo, en los últimos años han perdido participación dentro de los ingresos de la categoría de chocolates, dado que “los chinos no quieren consumir mucho azúcar concentrado en un solo dulce” (Proexport Colombia, 2012).

Sin embargo, una nueva tendencia denominada Pick-and-mix, en la cual los consumidores pueden comprar las cantidades y sabores que se adapten a sus necesidades, se ha fortalecido gracias a la disponibilidad de productos de calidad de empresas tales como Dongguan Hsu Fu Chi-Food Co Ltd, Shanghai Hershey Food Co Ltd y Mars Food (China) Co Ltd.

Teniendo en cuenta lo anterior y como se presenta a continuación, las empresas internacionales ocupan ocho posiciones dentro de los diez primeros en la confitería de chocolate en China, resultados que reflejan su trabajo constante para la creación de una red de distribución extendida y los grandes presupuestos

destinados para campañas de publicidad, con el único fin de atrapar directamente al consumidor chino.

**Tabla 46: Mercado de Chocolates en China**

Compañía	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mars Inc	35.7%	37.2%	38.2%	38.9%	39.6%	39.4%
Ferrero Group	7.1%	8.3%	9.5%	10.5%	11.5%	12.3%
Hershey Co, The	8.5%	8.7%	8.9%	9.5%	11.1%	11.9%
Nestlé SA	9.6%	9.9%	11.2%	11.0%	10.8%	10.5%
Mondelez International Inc	-	-	-	3.5%	3.5%	3.4%
China National Cereals, Oils & Foodstuffs	5.9%	5.6%	5.5%	5.3%	2.9%	2.8%
Fujian Yake Food Co Ltd	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%
Meiji Holdings Co Ltd	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%
Shanghai Golden Monkey Food Co	3.7%	3.2%	2.7%	1.9%	1.3%	1.0%
Lotte Group	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Arcor SAIC	-	-	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
Shanghai Bainuo Food Co Ltd	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
Beijing Yi Li Food Co Ltd	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
Kraft Foods Inc	1.1%	3.6%	3.5%	-	-	-
BVI Hsu-Fu-Chi Holdings Ltd	0.9%	0.9%	-	-	-	-
Cadbury Plc	2.6%	-	-	-	-	-
Others	21.1%	18.7%	16.5%	15.5%	15.3%	15.0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor, 2015)

Por su parte, la industria de galletas en China hace parte de un mercado cuya demanda aumenta día a día. Prueba de esto, durante el 2014, la categoría alcanzó un crecimiento en volumen del 3.46% frente al año anterior y registró ingresos por CNY 51.2 billones (Euromonitor, 2015). Sin embargo, al igual que en el mercado de los chocolates, durante los últimos años la industria galletera en China se ha visto influenciada por una fuerte tendencia hacia los productos saludables y bajos en calorías.

Cada vez son más los consumidores chinos que buscan galletas integrales, con ingredientes naturales y que ayuden a controlar el peso; pero al mismo tiempo, deben ser productos que alimenten y se conviertan en la mejor alternativa para

comidas pequeñas y entre comidas. El crecimiento en volumen de la industria durante el 2014 en China (3.46% vs 2013), además de ser un porcentaje pequeño frente al crecimiento histórico de la categoría (5.20% entre 2009 y 2014), es un claro reflejo del esfuerzo que se requiere actualmente de parte de los productores para estimular las ventas, bajo un escenario con consumidores cada vez más conscientes de la necesidad de una alimentación saludable y balanceada (Euromonitor, 2015).

Sin embargo, los cambios en las tendencias de consumo del mercado de galletas chino han llevado a las empresas a innovar con sus productos. Así pues, aunque algunas veces buscan lanzar al mercado nuevas alternativas para los consumidores, la opción de los últimos años ha sido innovar a través de extensiones de línea, ofreciendo productos mejorados a partir de su oferta actual y que se ajusten a las nuevas necesidades del consumidor. Tal es el caso de empresas como Mondelez China Inc., cuya última innovación fue Delight Thin Oreo, una versión más saludable de su receta original y más acorde a los gustos actuales del mercado (Euromonitor, 2015).

Al analizar en detalle el mercado de las galletas en China y como se presenta a continuación, encontramos que se trata de una categoría de alimentos en la cual la empresa Mondelez International Inc compite fuertemente alcanzando una participación de mercado del 13.63% en 2014, seguida por Nestlé S.A., Want Want Holdings Ltd y Guangdong Jiashili Group Co Ltd.

**Tabla 47: Mercado de Galletas en China**

Compañía	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mondelez International Inc	-	-	-	15.1%	13.7%	13.6%
Nestlé SA	-	-	-	6.0%	6.0%	6.0%
Want Want Holdings Ltd	4.1%	4.3%	4.7%	4.8%	5.1%	5.1%
Guangdong Jiashili Group Co Ltd	1.9%	2.0%	2.7%	2.8%	3.1%	3.3%
Orion Group	2.0%	2.5%	2.3%	2.7%	3.3%	3.2%
Ting Hsin International Group	3.8%	3.5%	3.8%	3.8%	3.0%	2.9%
Ezaki Glico Co Ltd	1.9%	2.2%	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%
Mayora Indah Tbk PT	0.7%	0.9%	1.0%	1.4%	1.9%	2.5%
Campbell Soup Co	-	-	-	-	1.3%	1.3%
Munchy Food Industries Sdn Bhd	-	-	-	1.3%	1.2%	1.1%
Garden Co Ltd, The	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Khong Guan Biscuit Factory (Singapore) Pte Ltd	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
Fujian Dali Food Co Ltd	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
Lotte Group	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
Dongguan Huamei Foodstuff Co Ltd	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%
Guangzhou Eagle Coin Enterprise Group Co	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
Nissin Foods Holdings Co Ltd	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Alliance (Yantai) Food Co Ltd	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Kelsen Group A/S	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	-	-
Kraft Foods Inc	11.8%	12.4%	14.0%	-	-	-
BVI Hsu-Fu-Chi Holdings Ltd	6.5%	6.5%	6.3%	-	-	-
Kellogg Co	1.7%	1.6%	1.4%	-	-	-
Uni-President Enterprises Corp	0.0%	-	-	-	-	-
Others	60.0%	58.7%	56.3%	54.8%	55.1%	54.5%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor, 2015)

Por su parte, las galletas de sal y las galletas cubiertas con chocolate fueron las categorías de más rápido crecimiento en el año 2014, con un 4.82% y un 6.24% respectivamente frente al año anterior. Las galletas de sal son preferidas por los consumidores chinos al ser consideradas la opción más saludable por sus bajos niveles de azúcar y grasa, mientras las galletas cubiertas con chocolate son una alternativa dulce pero saludable para niños y adultos (Euromonitor, 2015).

Después de analizar las características generales del mercado de chocolates y galletas en China y teniendo en cuenta los productos del Grupo Nutresa y su capacidad de exportación, es posible afirmar que los productos del Grupo que

conforman las categorías de galletas y chocolates cuentan con los requisitos necesarios para entrar al mercado chino.

En el caso de los chocolates, es importante destacar la posibilidad que tiene el Grupo Nutresa de entrar a competir en China con marcas tales como: Jet, Jumbo Jet, Choco Lyne y Montblanc. Pues son productos de la más alta calidad y están alineados con las tendencias del mercado chino hacia el consumo de productos de confitería con sabores suaves, en empaques individuales, pequeños y en cajas surtidas para regalar en ocasiones especiales.

Por su parte, en el caso de las galletas, el Grupo Nutresa tiene la posibilidad de entrar a competir en el mercado chino con marcas tales como: Saltín Noel, Ducales, Tosh y Dux. Ya que, al igual que los chocolates, son productos de la más alta calidad y están alineados con las tendencias del mercado en China hacia productos con sabores suaves, bajo contenido de azúcar, con ingredientes naturales, que contribuyan a tener una alimentación saludable y a controlar el peso.

#### **6.2.1.2. Mercado local del Grupo Nutresa**

En cuanto al mercado local (Colombia) y para las categorías de cárnicos, café, TMLUC - Tresmontes Luchetti, helados y pastas que complementan el portafolio del Grupo Nutresa, se determinó que para los escenarios alternativos de valoración tendrán el mismo comportamiento y se utilizarán los mismos criterios de proyección que en el Escenario Base.

Sin embargo, es importante resaltar que la categoría de Alimentos al Consumidor no será tomada en cuenta como parte de los escenarios de la proyección. Pues es una unidad de negocio adquirida recientemente por el Grupo Nutresa y por lo

tanto, no se cuenta con la información histórica suficiente que permita hacer una adecuada estimación.

### 6.2.1.3. Aranceles y Precios de venta de las exportaciones

Frente a la posibilidad de lograr un TLC entre Colombia y China y teniendo en cuenta el objetivo principal de este trabajo de grado, es importante analizar y entender el posible impacto en las condiciones actuales del comercio entre los dos países. Sin embargo, dado que a la fecha Colombia y China aún no han iniciado el proceso de negociación y no se cuenta con un documento con las principales características del acuerdo comercial, se utilizó como referencia el TLC entre Perú y China; acuerdo que entró en vigencia en Marzo de 2010 y que por la similitud entre la economía peruana y la colombiana, permite tener una idea de las condiciones comerciales que podrían negociar Colombia y China en el futuro.

Por lo tanto, utilizando como referencia el TLC entre Perú y China y la oferta exportable definida para el Grupo Nutresa de chocolates y galletas, los productos a exportar se pueden clasificar de la siguiente forma:

**Tabla 48: Categorías de productos para el TLC**

Descripción	Categoría TLC
Chocolates y sus preparaciones alimenticias	C
Galletas saladas o aromatizadas	A

Fuente: Elaboración propia a partir de (MinCET Perú, 2011)

Las categorías definidas para cada producto exportable del Grupo Nutresa, determinan las condiciones en las cuales se llevará a cabo el proceso de desgravación arancelaria. Teniendo en cuenta lo anterior y según el Anexo 2 “Eliminación Arancelaria” del TLC entre Perú y China, los aranceles de las categorías de chocolates y galletas serán eliminados de la siguiente manera:



- ✓ “Los aranceles sobre las mercancías originarias comprendidas en los ítems de la categoría de desgravación A en el cronograma de una Parte serán eliminados totalmente y dichas mercancías quedarán libres de aranceles a partir de la entrada en vigencia de este Tratado”
- ✓ “Los aranceles sobre las mercancías originarias comprendidas en los ítems de la categoría de desgravación C en el cronograma de una Parte serán eliminados en diez etapas iguales comenzando a partir de la entrada en vigencia de este Tratado, y dichas mercancías quedarán libres de aranceles el 01 de enero del año 10”

Fuente: (MinCET Perú, 2011)

Por lo tanto, con base en un horizonte de proyección de diez (10) años y los diferentes periodos de desgravación según el producto exportado, para los Escenarios Alternativos de valoración de este trabajo de grado se asume que el TLC entre Colombia y China entrará en vigencia a partir del año 2016.

Por otra parte, el precio de venta internacional actual, estimado por tonelada y por categoría, se presume que incluye todos los aranceles y costos en los que se debe incurrir para exportar un producto.

Así mismo, según el World Trade Organization los aranceles de importación de productos colombianos al mercado chino son:

**Tabla 49: Aranceles para importación de productos a China**

Descripción	Arancel (%)
Chocolates y sus preparaciones alimenticias	10%
Galletas saladas o aromatizadas	15%

Fuente: Elaboración propia a partir de (World Trade Organization, 2015)

Teniendo en cuenta que los aranceles de importación de productos colombianos al mercado chino corresponden a un porcentaje sobre el valor del producto, la disminución del arancel para el Escenario 2 se hará en las condiciones previamente establecidas según la categoría del producto y de manera gradual sobre el precio inicial establecido en el Escenario Base.

#### 6.2.1.4. Volumen de las exportaciones y participación de mercado

Después de analizar las condiciones del mercado chino de galletas y chocolates, es posible afirmar que se caracteriza por la alta competencia entre grandes compañías nacionales y multinacionales tales como: Mondelez International Inc, Nestlé S.A. y Want Want Holdings Ltd en la venta de galletas y Mars Inc, Ferrero Group y Hersheys Co. en la venta de chocolates.

Sin embargo, dadas las ventajas que ofrecen los productos del Grupo Nutresa explicadas anteriormente y bajo un escenario conservador, para cada categoría de la oferta exportable (galletas y chocolates) se definieron los siguientes porcentajes de participación de mercado objetivo:

**Tabla 50: Participación del Grupo Nutresa en el mercado chino Escenario 1**

Descripción	Participación (%)
Chocolates y sus preparaciones alimenticias	0.6%
Galletas saladas o aromatizadas	0.4%

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor, 2015)

**Tabla 51: Participación del Grupo Nutresa en el mercado chino Escenario 2**

Descripción	Participación (%)
Chocolates y sus preparaciones alimenticias	1.0%
Galletas saladas o aromatizadas	0.8%

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor, 2015)

Estos porcentajes definidos por categoría se espera sean alcanzados de manera gradual durante el periodo de valoración a diez (10) años, llegando así al porcentaje de participación propuesto en 2024. Se considera que éstos son valores conservadores, consistentes con las condiciones actuales del mercado chino y al mismo tiempo, similares a los de las empresas pequeñas que compiten en los dos mercados.

De esta forma, aunque se entraría a competir a un mercado nuevo con empresas reconocidas a nivel mundial, al mismo tiempo las estimaciones de participación de mercado reconocen las grandes oportunidades que tienen los productos del Grupo Nutresa en China; al ajustarse a las tendencias del mercado hacia el consumo de productos saludables y ofreciendo nuevas y mejores alternativas acordes a las necesidades del consumidor.

Una vez definidos los porcentajes de participación de mercado de cada una de las categorías de productos del Grupo Nutresa a exportar y teniendo en cuenta el tamaño del mercado en China, es posible determinar el volumen de ventas en toneladas que se espera alcance el Grupo durante el periodo de tiempo evaluado.

### **6.2.2. Balance General**

Para realizar las proyecciones del balance general del Grupo Nutresa bajo los dos Escenarios Alternativos planteados, al igual que en el Escenario Base, se tomó como referencia la información histórica de la compañía de cinco años (2009 a 2013), con el fin de estimar las principales cuentas de los activos, pasivos y patrimonio para los próximos diez años.

Nuevamente y manteniendo los supuestos del Escenario Base anteriormente explicados, la metodología utilizada para proyectar la información del Balance General, consistió en clasificar el total de las cuentas del Grupo Nutresa en 8

módulos: capital de trabajo, otras cuentas operativas OCOP, CAPEX, Impuestos y Flujo de Impuestos, Intangibles, Provisiones, Deuda y política de dividendos.

### **6.2.3. Estado de Resultados**

Para dar inicio a las proyecciones financieras de los Escenarios Alternativos del Grupo Nutresa, fue necesario hacer un análisis del volumen de ventas de los mercados de chocolates y galletas en China. Para esto, se tomó como fuente de información la base de datos en línea Euromonitor International con acceso a través del usuario del CESA.

En primer lugar, se descargó de la base de datos la información del volumen en toneladas del Mercado de Retail en China y se construyó la siguiente tabla con datos históricos anuales para el periodo 2009 – 2014e, las proyecciones a 2019 y el detalle por categoría:

**Tabla 52: Mercado de Retail en China 2009 – 2019 (toneladas)**

## Mercado China

Market Sizes | Historic/Forecast | Retail Volume (Tonnes) |

Categoría	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Packaged Food	54,589,400	59,571,000	64,672,100	69,318,000	73,741,400	78,608,200	83,874,500	89,603,100	95,628,500	101,918,800	108,434,800
Baby Food	410,200	482,700	556,500	640,700	738,100	852,400	990,200	1,149,200	1,326,900	1,521,800	1,733,700
Bakery	8,026,700	8,588,500	9,250,400	9,925,800	10,595,400	11,296,800	11,996,200	12,698,200	13,428,300	14,181,300	14,949,900
Canned/Preserved Food	1,996,700	2,104,800	2,230,300	2,310,500	2,436,500	2,563,700	2,694,900	2,830,500	2,975,500	3,129,000	3,288,300
Chilled Processed Food	1,794,200	1,967,000	2,153,700	2,249,800	2,410,900	2,589,400	2,799,800	3,037,900	3,285,200	3,543,700	3,812,200
Confectionery	1,331,700	1,392,800	1,456,100	1,526,000	1,594,200	1,660,000	1,724,400	1,787,300	1,848,900	1,909,000	1,967,800
Dairy	17,128,800	18,910,200	20,905,800	22,612,600	24,335,900	26,232,700	28,212,100	30,297,900	32,478,100	34,743,600	37,095,700
Dried Processed Food	10,347,400	11,707,300	12,723,000	13,849,100	14,775,400	15,834,400	17,090,300	18,580,600	20,163,800	21,836,000	23,593,600
Frozen Processed Food	1,946,400	2,103,900	2,265,600	2,381,900	2,475,000	2,609,900	2,770,300	2,953,600	3,146,700	3,348,900	3,558,000
Ice Cream	2,105,500	2,202,100	2,307,700	2,246,700	2,269,600	2,326,100	2,376,100	2,420,400	2,468,500	2,516,700	2,555,100
Meal Replacement	1,800	2,000	2,100	2,400	2,700	3,000	3,300	3,600	4,000	4,400	4,800
Noodles	5,476,600	5,731,800	6,033,900	6,404,600	6,640,800	6,842,000	6,997,500	7,112,400	7,231,600	7,350,700	7,464,300
Oils and Fats	4,389,600	4,765,900	5,246,100	5,795,800	6,027,300	6,299,000	6,637,500	7,042,100	7,461,800	7,891,800	8,324,900
Pasta	1,500	1,700	1,800	2,000	2,200	2,500	2,700	3,000	3,200	3,400	3,700
Ready Meals	498,100	530,100	569,000	601,600	639,400	672,000	705,300	739,500	775,400	813,000	851,500
Sauces, Dressings and Condiments	3,533,200	3,661,400	3,784,900	3,948,400	4,145,600	4,303,400	4,451,900	4,596,500	4,750,200	4,910,100	5,072,700
Snack Bars	400	600	900	1,000	1,200	1,300	1,400	1,500	1,600	1,800	1,900
Soup	4,700	5,100	5,500	6,100	6,700	7,200	7,700	8,100	8,500	9,000	9,400
Spreads	150,600	157,900	165,500	168,500	172,100	176,200	179,900	183,600	187,700	191,800	195,800
Sweet and Savoury Snacks	1,391,400	1,486,000	1,581,900	1,613,600	1,712,000	1,805,300	1,886,100	1,954,000	2,029,700	2,111,900	2,197,900

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor International, 2015)

Teniendo en cuenta que la información de Euromonitor se encuentra discriminada en veinte diferentes categorías por producto y por su parte, la información financiera del Grupo Nutresa se encuentra dividida en seis grupos de productos, fue necesario agrupar la información obtenida y llegar a unas nuevas tablas de volumen de ventas en toneladas del mercado en China.

Así mismo, teniendo en cuenta que la información de volumen en toneladas de los diferentes mercados está disponible únicamente hasta el año 2019, fue necesario estimar una tasa de crecimiento anual del volumen por categoría y de ésta forma, ampliar el periodo de tiempo de la información disponible para la valoración hasta el año 2024. Para proyectar el volumen del mercado de China a partir del año 2020 para todas las categorías, se acordó mantener constante la tasa de crecimiento anual calculada para 2019 y se obtuvieron los siguientes resultados:

**Tabla 53: Mercado de Alimentos empacados en China 2009 – 2024 (Categoría Grupo Nutresa - toneladas)**

Categoría	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
CARNICOS	6,235,400	6,705,800	7,218,600	7,543,800	7,961,800	8,435,000	8,970,300	9,561,500	10,182,800	10,834,600	11,510,000	12,227,503	12,989,732	13,799,478	14,659,700	15,573,547
GALLETAS	8,026,700	8,588,500	9,250,400	9,925,800	10,595,400	11,296,800	11,996,200	12,698,200	13,428,300	14,181,300	14,949,900	15,760,157	16,614,328	17,514,793	18,464,062	19,464,780
CHOCOLATES	2,723,100	2,878,800	3,038,000	3,139,600	3,306,200	3,465,300	3,610,500	3,741,300	3,878,600	4,020,900	4,165,700	4,315,715	4,471,131	4,632,145	4,798,957	4,971,776
CAFÉ	45,399	49,596	54,435	59,513	62,506	65,006	67,547	70,072	72,562	74,993	77,345	79,770	82,272	84,852	87,513	90,258
HELADOS	2,105,500	2,202,100	2,307,700	2,246,700	2,269,600	2,326,100	2,376,100	2,420,400	2,468,500	2,516,700	2,555,100	2,594,086	2,633,667	2,673,851	2,714,649	2,756,070
PASTAS	5,478,100	5,733,500	6,035,700	6,406,600	6,643,000	6,844,500	7,000,200	7,115,400	7,234,800	7,354,100	7,468,000	7,583,664	7,701,120	7,820,394	7,941,516	8,064,514

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor International, 2015)

Por su parte, con el fin de determinar el precio de venta promedio para cada una de las categorías del Grupo, fue necesario descargar de Euromonitor la información de ventas totales (en CNY – Yuan Chino) del Mercado de Retail en China y se construyó la siguiente tabla con los datos históricos anuales para el periodo 2009 – 2014e, las proyecciones a 2019 y el detalle por categoría:

**Tabla 54: Mercado de Retail en China 2009 – 2019 (Ventas en CNY)**

**Mercado China CNY**

Market Sizes | Historic/Forecast | Retail Value RSP | Current Prices

Ventas Millones	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Packaged Food - CNY	805,285,400,000	904,939,700,000	1,034,216,500,000	1,153,502,800,000	1,271,625,700,000	1,409,187,900,000	1,564,720,100,000	1,736,752,000,000	1,925,560,700,000	2,132,209,100,000	2,357,638,600,000
Baby Food - CNY	45,737,800,000	56,085,200,000	68,034,000,000	82,429,300,000	99,398,300,000	119,805,400,000	144,315,000,000	173,395,200,000	207,062,000,000	245,489,600,000	289,040,200,000
Bakery - CNY	107,260,000,000	120,538,400,000	139,013,000,000	158,387,400,000	176,841,700,000	197,445,500,000	219,163,300,000	242,180,200,000	266,623,100,000	292,626,100,000	320,497,100,000
Canned/Preserved Food - CNY	30,169,300,000	34,355,400,000	37,564,000,000	39,690,100,000	43,925,300,000	48,501,700,000	52,878,700,000	57,511,500,000	62,539,200,000	67,992,700,000	73,847,100,000
Chilled Processed Food - CNY	67,494,000,000	74,240,000,000	80,821,100,000	85,977,700,000	94,520,200,000	104,762,700,000	117,022,500,000	131,053,200,000	146,126,700,000	162,511,900,000	180,250,800,000
Confectionery - CNY	59,834,500,000	65,573,000,000	72,386,400,000	79,402,700,000	86,479,500,000	93,978,300,000	101,832,700,000	109,999,100,000	118,487,900,000	127,400,400,000	136,721,700,000
Dairy - CNY	156,819,800,000	174,019,800,000	202,913,600,000	226,540,300,000	254,902,100,000	288,640,600,000	324,153,900,000	362,966,400,000	405,029,200,000	450,812,700,000	500,611,900,000
Dried Processed Food - CNY	109,996,300,000	128,364,800,000	147,392,900,000	167,722,900,000	182,227,200,000	198,674,300,000	217,278,500,000	238,308,500,000	261,458,600,000	286,715,200,000	314,271,500,000
Frozen Processed Food - CNY	34,129,600,000	36,875,700,000	40,294,500,000	43,366,500,000	46,356,400,000	50,530,800,000	55,611,900,000	61,451,100,000	67,835,600,000	74,828,600,000	82,414,400,000
Ice Cream - CNY	26,626,400,000	28,401,400,000	31,209,300,000	32,143,600,000	33,684,500,000	36,277,700,000	38,756,000,000	41,279,500,000	44,019,800,000	46,962,800,000	49,963,800,000
Meal Replacement - CNY	597,200,000	745,300,000	899,500,000	1,124,400,000	1,400,000,000	1,731,500,000	2,099,800,000	2,507,800,000	2,950,800,000	3,422,400,000	3,912,600,000
Noodles - CNY	79,284,000,000	90,497,700,000	102,775,600,000	116,330,300,000	124,379,300,000	132,793,400,000	141,123,100,000	149,297,300,000	158,265,100,000	167,844,300,000	178,107,100,000
Oils and Fats - CNY	57,427,200,000	64,751,100,000	79,360,500,000	91,684,500,000	94,229,000,000	96,776,000,000	104,435,400,000	113,877,800,000	124,701,300,000	136,664,400,000	149,801,100,000
Pasta - CNY	33,500,000	36,400,000	40,000,000	46,500,000	53,100,000	60,600,000	68,900,000	78,200,000	87,900,000	98,000,000	108,800,000
Ready Meals - CNY	4,925,500,000	5,405,700,000	5,985,000,000	6,606,000,000	7,278,800,000	7,994,700,000	8,741,500,000	9,547,000,000	10,422,500,000	11,381,100,000	12,418,900,000
Sauces, Dressings and Condiments - CNY	48,135,000,000	52,708,300,000	57,782,200,000	63,448,200,000	68,315,900,000	74,385,700,000	81,050,300,000	87,984,400,000	95,473,500,000	103,518,600,000	112,082,800,000
Snack Bars - CNY	51,200,000	96,000,000	147,200,000	170,900,000	194,900,000	222,200,000	253,900,000	287,300,000	321,700,000	356,500,000	391,600,000
Soup - CNY	370,700,000	421,500,000	476,800,000	546,000,000	620,600,000	701,800,000	783,600,000	865,700,000	953,000,000	1,047,300,000	1,148,700,000
Spreads - CNY	4,202,700,000	4,583,800,000	5,073,100,000	5,498,100,000	5,903,800,000	6,333,400,000	6,754,600,000	7,156,800,000	7,574,200,000	8,004,700,000	8,437,200,000
Sweet and Savoury Snacks - CNY	56,023,800,000	62,695,400,000	70,291,300,000	74,757,200,000	81,935,900,000	89,626,000,000	97,394,500,000	104,810,800,000	113,087,600,000	122,322,400,000	132,478,600,000

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor International, 2015)

Al igual que en el Escenario Base, para proyectar los ingresos de los Escenarios Alternativos, fue necesario agrupar la información de ventas totales de Euromonitor del mercado chino según las categorías de alimentos del Grupo Nutresa, obteniendo los siguientes resultados:

**Tabla 55: Mercado de Alimentos empacados en China 2009 – 2024 (Categoría Grupo Nutresa - CNY)**

Ventas Millones	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
CARNICOS	136,718,400,000	150,876,800,000	164,664,600,000	175,640,300,000	192,080,700,000	211,789,900,000	234,254,600,000	259,562,800,000	286,924,000,000	316,714,300,000	348,931,200,000
GALLETAS	107,260,000,000	120,538,400,000	139,013,000,000	158,387,400,000	176,841,700,000	197,445,500,000	219,163,300,000	242,180,200,000	266,623,100,000	292,626,100,000	320,497,100,000
CHOCOLATES	115,858,300,000	128,268,400,000	142,677,700,000	154,159,900,000	168,415,400,000	183,604,300,000	199,227,200,000	214,809,900,000	231,575,500,000	249,722,800,000	269,200,300,000
CAFÉ	3,707,200,000	4,194,200,000	5,017,700,000	5,728,000,000	6,168,700,000	6,599,700,000	7,069,400,000	7,555,400,000	8,050,700,000	8,558,700,000	9,079,100,000
HELADOS	26,626,400,000	28,401,400,000	31,209,300,000	32,143,600,000	33,684,500,000	36,277,700,000	38,756,000,000	41,279,500,000	44,019,800,000	46,962,800,000	49,963,800,000
PASTAS	79,317,500,000	90,534,100,000	102,815,600,000	116,376,800,000	124,432,400,000	132,854,000,000	141,192,000,000	149,375,500,000	158,353,000,000	167,942,300,000	178,215,900,000

Fuente: Elaboración propia a partir de (Euromonitor International, 2015)

Utilizando la información de ventas totales (en CNY) y las toneladas de cada categoría, se procedió a calcular el precio internacional implícito por tonelada, por categoría y en la moneda local china CNY. De esta forma, dividiendo las ventas totales entre el número de toneladas vendidas, se estimaron los precios promedio de venta el Yuanes y para efectos del modelo, fueron convertidos a dólares (USD) utilizando la tasa de cambio USD/CNY para cada periodo y obteniendo los siguientes resultados:

**Tabla 56: Precio de venta por tonelada y por categoría Grupo Nutresa 2009 – 2024 (CNY/Ton)**

Categoría	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
CARNICOS	21,926.16	22,499.45	22,811.15	23,282.74	24,125.29	25,108.46	26,114.47	27,146.66	28,177.32	29,231.75	30,315.48	30,315.48	30,315.48	30,315.48	30,315.48	30,315.48
GALLETAS	13,362.90	14,034.86	15,027.78	15,957.14	16,690.42	17,478.00	18,269.39	19,072.01	19,855.31	20,634.65	21,438.08	21,438.08	21,438.08	21,438.08	21,438.08	21,438.08
CHOCOLATES	42,546.47	44,556.20	46,964.35	49,101.76	50,939.27	52,983.67	55,179.95	57,415.84	59,705.95	62,106.20	64,623.06	64,623.06	64,623.06	64,623.06	64,623.06	64,623.06
CAFÉ	81,658.37	84,567.99	92,177.66	962,601.26	98,689.88	101,524.32	104,659.60	107,823.69	110,948.65	114,127.11	117,385.05	117,385.05	117,385.05	117,385.05	117,385.05	117,385.05
HELADOS	12,646.12	12,897.42	13,523.98	14,307.03	14,841.60	15,595.93	16,310.76	17,054.83	17,832.61	18,660.47	19,554.54	19,554.54	19,554.54	19,554.54	19,554.54	19,554.54
PASTAS	14,479.02	15,790.37	17,034.58	18,165.14	18,731.36	19,410.33	20,169.71	20,993.27	21,887.68	22,836.55	23,863.94	23,863.94	23,863.94	23,863.94	23,863.94	23,863.94

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

**Tabla 57: Precio de venta por tonelada y por categoría Grupo Nutresa 2009 – 2024 (USD/Ton)**

Categoría	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
CARNICOS	3,211	3,397	3,620	3,702	3,953	4,103	4,276	4,463	4,632	4,782	4,911	4,864	4,816	4,770	4,723	4,677
GALLETAS	1,957	2,119	2,385	2,537	2,735	2,856	2,992	3,135	3,264	3,376	3,473	3,439	3,406	3,373	3,340	3,308
CHOCOLATES	6,231	6,728	7,454	7,807	8,347	8,659	9,036	9,439	9,815	10,160	10,469	10,368	10,267	10,167	10,068	9,971
CAFÉ	11,959	12,769	14,629	153,046	16,172	16,592	17,138	17,726	18,239	18,670	19,017	18,832	18,649	18,468	18,289	18,111
HELADOS	1,852	1,947	2,146	2,275	2,432	2,549	2,671	2,804	2,932	3,053	3,168	3,137	3,107	3,077	3,047	3,017
PASTAS	2,120	2,384	2,704	2,888	3,070	3,172	3,303	3,451	3,598	3,736	3,866	3,829	3,791	3,755	3,718	3,682

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Una vez obtenidos los precios promedio de venta por tonelada en China, las participaciones de mercado estimadas y presentadas anteriormente fueron utilizadas como la segunda variable de proyección de los ingresos. De esta manera, teniendo en cuenta la participación de mercado anual por categoría esperada en cada escenario y el



volumen de ventas en toneladas proyectado para el mercado en China, fue posible estimar el volumen de ventas en toneladas del Grupo Nutresa en el mercado chino como se presentará más adelante.

Así mismo, los ingresos anuales del Grupo Nutresa para cada escenario y como se presentará más adelante, fueron proyectados tomando las cantidades esperadas de ventas (toneladas) por cada una de las categorías y multiplicándolas por el precio promedio estimado de las mismas.

Finalmente, para las demás cuentas del Estado de Resultados de los Escenarios Alternativos tales como: costo de ventas, gastos de producción, gastos operacionales de administración y ventas, ingresos y gastos no operacionales y el impuesto de renta y complementarios, se determinó utilizar los mismos supuestos del Escenario Base y que fueron explicados en el capítulo anterior.

#### **6.2.4. Resultados del Escenario Alternativo 1**

Como se mencionó inicialmente, para lograr el objetivo principal de este trabajo de grado de evaluar el impacto financiero de la firma y puesta en marcha de un TLC entre Colombia y China en el sector agroindustrial colombiano, fue necesario llevar a cabo una valoración financiera por escenarios que permitieran cuantificar los resultados del acuerdo comercial entre los dos países.

Después de evaluar la compañía bajo un Escenario Base, en el cual las condiciones actuales del mercado y de la empresa se mantienen constantes, se plantearon los supuestos necesarios para el Escenario 1; en el cual se estima

que el Grupo Nutresa ingresa al mercado chino con productos de las categorías de chocolates y galletas. Sin embargo, bajo este Escenario las empresas del Grupo aún no cuentan con los beneficios arancelarios que trae consigo la firma de un TLC y por lo tanto, el volumen y el precio de venta no reflejan las condiciones favorables de la negociación comercial entre los dos países.

Por lo tanto y dadas las ventajas que tienen los productos del Grupo Nutresa para entrar a competir en el mercado chino, se definió un 0.6% como porcentaje de participación de mercado objetivo para los chocolates y 0.4% para las galletas. Como se mencionó anteriormente y de acuerdo a los supuestos del modelo, se espera alcanzar la participación objetivo de cada categoría en 2024 y por lo tanto, la participación de mercado anual se espera que aumente de manera gradual tal y como se presenta en la siguiente tabla:

**Tabla 58: Participación de mercado Grupo Nutresa en China (%) - Esc 1**

Categoría	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
GALLETAS	0.00%	0.04%	0.09%	0.13%	0.18%	0.22%	0.27%	0.31%	0.36%	0.40%
CHOCOLATES	0.00%	0.07%	0.13%	0.20%	0.27%	0.33%	0.40%	0.47%	0.53%	0.60%

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Los porcentajes de participación de mercado anteriormente explicados, fueron utilizados para determinar el volumen de ventas del Grupo Nutresa en el mercado chino. De esta forma, tomando como referencia la información de Euromonitor del mercado total de galletas y chocolates en China, fue posible determinar el volumen en toneladas que representa la participación del Grupo en cada año de la valoración así:

**Tabla 59: Volumen de ventas Grupo Nutresa en China (Toneladas) - Esc 1**

Categoría	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
GALLETAS	-	5,644	11,936	18,908	26,578	35,023	44,305	54,490	65,650	77,859
CHOCOLATES	-	2,494	5,171	8,042	11,109	14,386	17,885	21,617	25,594	29,831

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Por otra parte y como se mencionó anteriormente, el Escenario Alternativo 1 no considera la posibilidad de obtener beneficios arancelarios entre Colombia y China, ni la firma de un acuerdo comercial entre los dos países. Por lo tanto, los precios de venta utilizados como segunda variable de proyección de los ingresos, corresponden a los precios implícitos del mercado de retail en China (Ventas / Toneladas) y se asume que este precio incluye todos los aranceles en los que se debe incurrir para exportar un producto al mercado del gigante asiático. La siguiente tabla muestra la proyección de los precios de venta internacional de las categorías que conforman la oferta exportable del Grupo Nutresa:

**Tabla 60: Precio de venta internacional Grupo Nutresa en China (USD/Ton) - Esc 1**

Categoría	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
GALLETAS	2,992	3,135	3,264	3,376	3,473	3,439	3,406	3,373	3,340	3,308
CHOCOLATES	9,036	9,439	9,815	10,160	10,469	10,368	10,267	10,167	10,068	9,971

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Finalmente, utilizando el volumen estimado anual, el precio de venta internacional y la tasa de cambio COP/USD, fue posible estimar los ingresos totales del Grupo Nutresa por concepto de exportaciones de galletas y chocolates a China para el Escenario 1:

**Tabla 61: Ingresos Totales Grupo Nutresa en China (COP Miles) - Esc 1**

Categoría	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
GALLETAS	-	44,112,688	95,727,240	154,272,985	222,455,427	292,855,518	370,113,605	454,759,974	547,361,911	648,526,145
CHOCOLATES	-	58,690,856	124,715,845	197,481,437	280,275,863	362,609,001	450,362,990	543,816,464	643,260,919	749,001,275

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

### 6.2.5. Resultados del Escenario Alternativo 2

Por otra parte, se plantearon los supuestos necesarios para el Escenario 2, en el cual nuevamente se estima que el Grupo Nutresa ingresa al mercado chino con productos de las categorías de chocolates y galletas. Sin embargo, bajo este Escenario las empresas del Grupo si cuentan con los beneficios arancelarios que trae consigo la firma de un TLC y por lo tanto, se espera un crecimiento en el volumen y un precio de venta más competitivo que refleje los beneficios arancelarios que representa el acuerdo comercial entre los dos países.

Teniendo en cuenta lo anterior, la ventaja que representa una reducción en los aranceles de importación a china y las características de los productos del Grupo Nutresa para entrar a competir, se definió un 1.0% como porcentaje de participación de mercado objetivo para los chocolates y 0.8% para las galletas. Al igual que en el Escenario 1, se

espera un incremento gradual en la participación anual y llegar al porcentaje objetivo de cada categoría en 2024, como se presenta en la siguiente tabla:

**Tabla 62: Participación de mercado Grupo Nutresa en China (%) - Esc 2**

Categoría	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
GALLETAS	0.00%	0.09%	0.18%	0.27%	0.36%	0.44%	0.53%	0.62%	0.71%	0.80%
CHOCOLATES	0.00%	0.11%	0.22%	0.33%	0.44%	0.56%	0.67%	0.78%	0.89%	1.00%

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Así mismo, los porcentajes de participación de mercado anteriormente explicados, fueron utilizados para determinar el volumen de ventas del Grupo Nutresa en el mercado chino. De esta forma, tomando como referencia la información de Euromonitor del mercado total de galletas y chocolates en China, fue posible determinar el volumen en toneladas que representa la participación del Grupo en cada año de la valoración así:

**Tabla 63: Volumen de ventas Grupo Nutresa en China (Toneladas) - Esc 2**

Categoría	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
GALLETAS	-	11,287	23,873	37,817	53,155	70,045	88,610	108,981	131,300	155,718
CHOCOLATES	-	4,157	8,619	13,403	18,514	23,976	29,808	36,028	42,657	49,718

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Por otra parte y como se mencionó anteriormente, el Escenario Alternativo 2 considera la posibilidad de obtener beneficios arancelarios entre Colombia y China como resultado de la firma de un acuerdo comercial entre los dos

países. Por lo tanto y buscando entrar al mercado con productos competitivos, los precios de venta utilizados como segunda variable de proyección de los ingresos, corresponden a los precios implícitos del mercado de retail en China (Ventas / Toneladas) impactados por la reducción arancelaria planteada en los supuestos para cada categoría y como se presenta a continuación:

**Tabla 64: Precio de venta internacional Grupo Nutresa en China (USD/Ton) - Esc 2**

Categoría	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
GALLETAS	2,992	2,726	2,838	2,935	3,020	2,991	2,962	2,933	2,904	2,876
CHOCOLATES	9,036	9,345	9,623	9,864	10,067	9,874	9,686	9,502	9,323	9,147

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Finalmente, utilizando el volumen estimado anual, el precio de venta internacional y la tasa de cambio COP/USD, fue posible estimar los ingresos totales del Grupo Nutresa por concepto de exportaciones de galletas y chocolates a China para el Escenario 2:

**Tabla 65: Ingresos Totales Grupo Nutresa en China (COP Miles) - Esc 2**

Categoría	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
GALLETAS	-	76,717,719	166,482,157	268,300,844	386,879,003	509,313,944	643,675,835	790,886,911	951,933,759	1,127,871,556
CHOCOLATES	-	96,849,597	203,784,061	319,549,251	449,160,037	575,569,842	708,117,909	847,066,143	992,686,603	1,145,261,889

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

## **7. RESULTADOS GENERALES, CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

Para los países de América Latina, existe una perspectiva positiva a la hora de pensar en establecer acuerdos bilaterales con el gigante asiático. Así pues, aunque durante las últimas décadas China ha venido desarrollando acuerdos con diferentes países alrededor de mundo, también ha prestado especial atención en establecer relaciones de amistad con Latinoamérica, situación que motiva a estudiar los beneficios que traería para Colombia la firma de un TLC con el gigante asiático.

Al analizar el caso de Perú y Chile como países latinoamericanos que actualmente cuentan con un TLC con China, es posible identificar rasgos y tendencias comunes en el impacto económico que han generado los acuerdos. Para los dos países, el TLC con el gigante asiático trajo consigo crecimiento del comercio internacional, resultados positivos en la balanza comercial y fue la puerta de entrada para cientos de productos peruanos y chilenos al mercado chino, en condiciones favorables y más competitivas, entre otros beneficios.

En el caso de Colombia, en 2008 se firmó un acuerdo con China para la promoción y protección de inversiones y en 2010, fue reconocido por China como destino turístico. Pero sólo hasta 2012, se firmó el “Memorando de entendimiento para adelantar un estudio conjunto con el fin de explorar la factibilidad de establecer un TLC” (Romero, 2013); abriendo así la posibilidad de llegar a la firma de un acuerdo comercial entre Colombia y China.

Durante los últimos años, el comercio entre Colombia y China ha tenido un comportamiento creciente, hasta ubicar al gigante asiático como el segundo socio comercial de Colombia (Vieira Posada, 2013). Sin embargo, las relaciones comerciales entre los dos países se caracterizan por arrojar resultados negativos en la balanza comercial y que resultan desfavorables para Colombia. Pues la

oferta exportable de Colombia está compuesta principalmente por productos de bajo valor agregado (combustibles, aceites minerales, fundiciones, hierro, acero, cobre, pieles, cueros y aluminio), mientras sus importaciones desde el gigante asiático son en su mayoría productos con alto valor agregado (máquinas y material eléctrico, equipos de grabación, reactores nucleares, automóviles, tractores y demás vehículos terrestres).

Aunque para muchos esta situación puede resultar desfavorable, para Colombia debe ser visto como una oportunidad para buscar la manera de mejorar la oferta exportable a China. De esta forma, es fundamental llevar a cabo un intercambiando de los productos actuales por otros con mayor valor agregado, mejorar las industrias locales, hacerlas más competitivas y finalmente, invertir en investigación y desarrollo para hacer productos que resulten más atractivos para los consumidores chinos.

Así mismo, frente a la situación comercial entre Colombia y China, la firma de un TLC entre los dos países puede representar un cambio en las reglas de juego para los diferentes sectores de la economía. Entre éstos se destaca el sector agroindustrial colombiano, el cual tiene oportunidades en el mercado chino con productos tales como: café especial, azúcares y mieles (para confitería y bebidas), productos lácteos, frutas y hortalizas procesadas, extractos vegetales y derivados del cacao.

Teniendo en cuenta lo anterior, se planteó como objetivo principal de este trabajo de grado, evaluar el impacto financiero de la firma de un TLC entre Colombia y China en el sector agroindustrial colombiano. Por ésta razón y para hacer un análisis desde un enfoque corporativo, se llevó a cabo un modelo de valoración financiera del Grupo Nutresa para el periodo 2014e – 2024, empresa del sector en estudio cuya participación de mercado es significativa y permite hacer conclusiones específicas de la empresa y generalizadas para el sector



Por lo tanto, tomando como referencia la situación actual y la información financiera histórica del Grupo Nutresa, se llevó a cabo una valoración financiera utilizando el Modelo de Flujo de caja disponible al Accionista (FCDA) y Flujo de Dividendos (FD) bajo los siguientes escenarios:

- ✓ **Escenario Base:** Sin exportaciones a China ni suscripción del TLC y por lo tanto, la situación actual del sector y la empresa se mantienen
- ✓ **Escenario 1:** Exportación de Colombia a China sin TLC entre los dos países
- ✓ **Escenario 2:** Exportación de Colombia a China con la entrada en vigencia del TLC entre los dos países

Así mismo, como parte del proceso de valoración financiera por escenarios, fue necesario estimar el Costo de Capital ( $K_e$ ) para el Grupo Nutresa utilizando el Modelo CAPM explicado anteriormente, de esta forma se estimó un  $K_e$  utilizando la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + R_p$$

Dónde:

- ✓  $R_f$ : Tasa Libre de Riesgo (Risk Free) y corresponde a la tasa de interés de los Bonos de la Reserva Federal de Estados Unidos a diez (10) años de 1.92%, consultada el 8 de Abril de 2015 (Federal Reserve USA, 2015)
- ✓  $R_p$  (Riesgo País): se utilizó una tasa de Riesgo País ( $R_p$ ) de 1.97% tomando como referencia la información de Latin Focus a Marzo 2015
- ✓  $(R_m - R_f)$ : para la Prima de Riesgo del Mercado se utilizó como referencia la información de Damodaran (Arithmetic Average 1928-2014) de 5.28% a Marzo 2015 (Damodaran, 2015)

- ✓ Beta: medida de riesgo de la compañía tomando como referencia la información de Damodaran: Beta desapalancada = 0.58 y Beta apalancada = 0.68 según la estructura de financiación del Grupo (Damodaran, 2015)

Con las variables anteriormente explicadas, se estimó un Ke Móvil o Rolling Ke, el cual se ajusta anualmente de acuerdo a los valores reales y presupuestados para cada periodo así:

**Tabla 66: Costo de Capital Móvil 2014e - 2024 (Ke)**

Ke Móvil	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Rf (Tasa Libre de Riesgo)	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%
Rp (Riesgo País)	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%
Rm-Rf (Prima de Mercado)	5.28%	5.28%	5.28%	5.28%	5.28%	5.28%	5.28%	5.28%	5.28%	5.28%	5.28%
Beta Desapalancado	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58
Deuda Financiera (USD Miles)	800,317	776,307	799,959	842,740	887,946	934,016	974,256	1,013,181	1,053,800	1,096,190	1,140,430
Patrimonio (USD Miles)	3,080,985	3,078,207	3,163,200	3,263,821	3,369,437	3,475,895	3,549,435	3,618,532	3,684,752	3,747,344	3,805,506
Deuda a Patrimonio	26.0%	25.2%	25.3%	25.8%	26.4%	26.9%	27.4%	28.0%	28.6%	29.3%	30.0%
Beta Apalancado	0.68	0.68	0.68	0.68	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.70	0.70
Tasa de Impuesto de Renta	34.0%	34.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
Prima de Riesgo Regulatorio	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
<b>Ke (US\$ Corrientes)</b>		<b>10.48%</b>	<b>10.49%</b>	<b>10.50%</b>	<b>10.51%</b>	<b>10.52%</b>	<b>10.53%</b>	<b>10.54%</b>	<b>10.55%</b>	<b>10.57%</b>	<b>10.58%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Tomando como referencia lo anterior y el supuesto planteado según el cual el TLC entre Colombia y China entraría en vigencia en el 2016, los resultados de la valoración por escenarios utilizando el Modelo de Flujo de Caja Disponible al Accionista (FDCA) a 2016 son:

**Tabla 67: Resultados Escenarios Valoración por FCDA**

<b>Flujo de Caja Disponible al Accionista (USD Miles)</b>				
	<b>Valor Patrimonial</b>	<b>Enterprise Value</b>	<b>EBITDA 2016</b>	<b>EV / EBITDA 2016</b>
<b>Escenario Base</b>	3,226,891	4,728,418	409,402	11.5x
<b>Escenario 1</b>	3,771,361	5,272,888	416,872	12.6x
<b>Escenario 2</b>	4,117,739	5,619,266	422,013	13.3x

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Por su parte, los resultados obtenidos utilizando el Modelo de valoración financiera por FD a 2016 son:

**Tabla 68: Resultados Escenarios Valoración por FD**

<b>Flujo de Dividendos (USD Miles)</b>				
	<b>Valor Patrimonial</b>	<b>Enterprise Value</b>	<b>EBITDA 2016</b>	<b>EV / EBITDA 2016</b>
<b>Escenario Base</b>	2,810,950	4,312,477	409,402	10.5x
<b>Escenario 1</b>	3,212,541	4,714,068	416,872	11.3x
<b>Escenario 2</b>	3,470,765	4,972,292	422,013	11.8x

Fuente: Elaboración propia a partir de (Modelo Financiero Grupo Nutresa, 2015)

Al comparar los resultados de los tres escenarios planteados para este trabajo de grado, encontramos una relación fuerte y favorable de la entrada en vigencia del TLC entre Colombia y China para el Grupo Nutresa. Ya que, una vez definida la oferta exportable del Grupo, el mercado de galletas y chocolates en China representa una oportunidad de crecimiento, es la posibilidad de entrar a un mercado de millones de consumidores y las características de sus productos se ajustan correctamente a las nuevas tendencias de consumo saludable.

Adicionalmente, las galletas y chocolates que puede exportar el Grupo Nutresa están alineados con la cultura China del consumo de productos de confitería en ocasiones especiales. Por lo tanto, la posibilidad de expansión es mayor y el mercado objetivo se amplía, dejando a un lado el concepto de dulces para niños y entrando a competir por el consumo en adultos en ocasiones especiales como Navidad, Año Nuevo, San Valentín, matrimonios y cumpleaños.

Prueba de lo anterior y según los resultados anteriormente presentados, utilizando el Método de FCDA el Enterprise Value del Grupo Nutresa bajo los Escenarios 1 y 2 incrementa un 6.6% y 18.8% respectivamente frente al Escenario Base; pasando de USD 4,728 millones en el Escenario Base a USD 5,273 millones en el Escenario 1 y USD 5.619 millones en el Escenario 2. Así mismo, cabe resaltar los beneficios que trae consigo la entrada en vigencia del TLC para el Grupo Nutresa en términos de EV/EBITDA (bajo el Método de FCDA), indicador de la compañía que en 2016 pasa de 11.5x en el Escenario Base, a 12.6x y 13.3x en los Escenarios 1 y 2 respectivamente.

Por otra parte y utilizando el Método de FD, los resultados son consistentes. En este caso, el Enterprise Value del Grupo Nutresa pasa de USD 4,312 millones en el Escenario Base, a USD 4,714 millones y USD 4,972 millones en los escenarios 1 y 2, logrando un crecimiento del 9.3% y 15.3% respectivamente. En términos de EV/EBITDA para el año 2016, el indicador también incrementa pasando de 10.5x en el Escenario Base, a 11.3x en el Escenario 1 y 11.8x en el Escenario 2.

Una vez analizada la información financiera y los resultados de la valoración del Grupo Nutresa anteriormente mencionados, es posible afirmar que la entrada en vigencia de un TLC entre Colombia y China podrá representar una oportunidad de crecimiento para el Grupo. Con la reducción de los aranceles, el TLC le abrirá las puertas inicialmente a los productos de las categorías de galletas y chocolates, pero posteriormente los demás productos tendrán condiciones comerciales favorables, previamente definidas y finalmente, será una oportunidad para incrementar las ventas al exterior.

En el caso de los chocolates el Grupo Nutresa puede competir en China con marcas tales como: Jet, Jumbo Jet, Choco Lyne y Montblanc; productos de alta calidad y con características alineadas con las tendencias del mercado chino de consumo de productos con sabores suaves, en empaques individuales, pequeños y en cajas surtidas para regalar en ocasiones especiales. Por su parte, en el caso de las galletas, el Grupo puede competir con marcas como: Saltín Noel, Ducales, Tosh y Dux; todos productos alineados con las tendencias del mercado de consumir productos con bajo contenido de azúcar, ingredientes naturales y que contribuyan a tener una alimentación saludable.

Por otra parte, aunque la participación de mercado propuesta para cada categoría y escenario es pequeña en comparación con las grandes multinacionales que hacen parte del mercado chino, son porcentajes estimados de manera conservadora, similares a la participación de empresas pequeñas y acordes a la capacidad de producción del Grupo Nutresa. Por lo tanto, consideramos que las condiciones estimadas para cada escenario tienen una alta probabilidad de ocurrencia y los beneficios para las empresas del Grupo son evidentes. Situación que confirmó en 2014 Carlos Enrique Piedrahita Ex Presidente del Grupo Nutresa, cuando afirmó el interés del Grupo por entrar al mercado chino y “reiteró el interés de la compañía en seguir buscando adquisiciones en la región [...], pues les

interesan las geografías donde haya crecimientos buenos y donde puedan aplicar sus conocimientos” (DATAiFX, 2014).

Frente a la posibilidad de la firma de un TLC entre Colombia y China las opiniones de los expertos están divididas. Sin embargo, a partir de los resultados de la valoración financiera por escenarios realizada, es posible concluir que para el Grupo Nutresa la entrada en vigencia de un TLC con China podrá traer consigo grandes beneficios tales como: incremento en ventas al exterior, acceso a nuevos mercados, posicionamiento de las marcas en el exterior, crecimiento de las empresas del Grupo y finalmente, una mayor utilidad, mayor Enterprise Value y por lo tanto, mayor valor para los accionistas.

Si bien el análisis llevado a cabo para este trabajo de grado toma como referencia la información corporativa y financiera del Grupo Nutresa, cabe destacar la importancia de la participación de mercado estimada de las empresas del Grupo en cada categoría (Cárnicos 88.7%, Helados 71.0%, Pastas 61.8%, Café 42.4%, Chocolates 39.4% y Galletas 13.9% (Grupo Nutresa, 2015)); pues al ser empresas con una participación de mercado significativa, la información del Grupo permite hacer un análisis aproximado del impacto financiero del TLC entre Colombia y China en el sector agroindustrial, dejando abierta la posibilidad de nuevas investigaciones a futuro.

Teniendo en cuenta lo anterior, los resultados a nivel corporativo del Grupo Nutresa y dada la posibilidad de replicarlos en otras organizaciones, específicamente para el sector agroindustrial colombiano el TLC podrá fortalecer las relaciones entre los dos países como socios comerciales. Al representar una alternativa para el incremento de las exportaciones, el acuerdo comercial podrá impactar positivamente la balanza comercial del sector, será un impulso para aumentar la eficiencia de las industrias locales y en términos de precio, los

productos colombianos llegarán a China con precios más competitivos y acordes a las características del mercado.

Aunque a la fecha, la firma de un TLC entre Colombia y China aún no es un hecho, por definición un acuerdo comercial entre dos o más países debe propender por dinamizar el comercio, asegurar el acceso de los productos y servicios bajo condiciones comerciales preferenciales, transparentes y estables y finalmente, requiere el compromiso de los países firmantes de poner en marcha los acuerdos establecidos. Por lo tanto, se recomienda visualizar el TLC entre Colombia y China como una oportunidad de crecimiento, desarrollo e inversión. Es una herramienta económica que Colombia debe utilizar para posicionar sus productos en nuevos mercados, dinamizar la economía, generar crecimiento y en general, aprovechar al máximo todas las oportunidades que representa China como socio comercial.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

- Alarcón, L. F. (2012). *Virgilio Barco*. Recuperado el 22 de Mayo de 2014, de <http://www.virgiliobarco.com/es/temas>
- ALCA. (21 de Junio de 2006). *Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA)*. Recuperado el 16 de Agosto de 2014, de [http://www.ftaa-alca.org/View\\_s.asp](http://www.ftaa-alca.org/View_s.asp)
- Analdex. (14 de Julio de 2014). Recuperado el 23 de Marzo de 2015, de <http://www.analdex.org/images/Bolet%C3%ADn%20China%20326.pdf>
- ANDI. (2014). *Colombia: Balance 2014 y perspectivas 2015*. Recuperado el 31 de Enero de 2015, de <http://www.andi.com.co/SitEco/Documents/Balance%202014%20y%20perspectivas%202015.pdf>
- BanRep. (Enero de 2006). *Banco de la República*. Recuperado el 19 de Octubre de 2014, de El Impacto del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos (TLC) en la balanza de pagos hasta 2010: <http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/pdfs/borra362.pdf>
- BID. (9 de Abril de 2010). *Banco Interamericano de Desarrollo*. Recuperado el 25 de Mayo de 2014, de BID promueve diálogo regional sobre la implementación de los tratados de libre comercio en América Latina: <http://www.iadb.org/es/noticias/comunicados-de-prensa/2010-04-09/tratado-de-libre-comercio-america-latina,6960.html>
- Blanco, L., González, L., & Ayala, J. C. (2009). *Universidad de la Rioja*. Recuperado el 28 de Mayo de 2014, de Valoración de empresas por descuento de flujo de caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos: [http://www.google.com.co/url?url=http://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2232566.pdf&rct=j&frm=1&q=&esrc=s&sa=U&ei=TA-NU8\\_RG82\\_sQS74YLABg&ved=0CCEQFjAB&sig2=MtsFafH\\_aL2GE74cG4VTqQ&usg=AFQjCNEgWQahfZAVKkiABveaPYWGaambiQ](http://www.google.com.co/url?url=http://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2232566.pdf&rct=j&frm=1&q=&esrc=s&sa=U&ei=TA-NU8_RG82_sQS74YLABg&ved=0CCEQFjAB&sig2=MtsFafH_aL2GE74cG4VTqQ&usg=AFQjCNEgWQahfZAVKkiABveaPYWGaambiQ)
- CAN. (2014). *Comunidad Andina*. Recuperado el 12 de Julio de 2014, de <http://www.comunidadandina.org/Seccion.aspx?id=189&tipo=QU&title=somos-comunidad-andina>
- CCCC. (2012). *Cámara de Comercio Chileno-Colombiana (datasur.com)*. Recuperado el 6 de Septiembre de 2014, de Informe Bilateral Chile y Colombia 2012 (Importaciones y Exportaciones): <http://www.datasur.com/pdf/Informe%20Bilateral%20Chile%20Colombia%202012.pdf>



- Damodaran. (2015). Recuperado el 8 de Abril de 2015, de <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>
- Damodaran. (2015). *Damodaran*. Recuperado el 8 de Abril de 2015, de <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>
- DATAiFX. (28 de Marzo de 2014). Recuperado el 25 de Marzo de 2015, de <http://www.dataifx.com/noticias/acciones-colombia/articulo-17281-grupo-nutresa-quiere-llegar-con-mas-productos-a-china-y-esa-region>
- Díaz-Granados, S. (9 de Mayo de 2013). *MinCit, Ministerio de Comercio, Industria y Turismo*. Recuperado el 25 de Mayo de 2014, de Tratado de Libre Comercio Colombia - Estados Unidos Entrevista Virtual: <http://www.mincit.gov.co/publicaciones.php?id=2818>
- El Colombiano. (16 de Mayo de 2012). *Ecuador, pesimista por TLC de Colombia y Estados Unidos*. Recuperado el 22 de Octubre de 2014, de [http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/E/ecuador\\_pesimista\\_por\\_tlc\\_de\\_colombia\\_y\\_estados\\_unidos/ecuador\\_pesimista\\_por\\_tlc\\_de\\_colombia\\_y\\_estados\\_unidos.asp](http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/E/ecuador_pesimista_por_tlc_de_colombia_y_estados_unidos/ecuador_pesimista_por_tlc_de_colombia_y_estados_unidos.asp)
- El Universo. (23 de Junio de 2005). *Saramago critica al Tratado de Libre Comercio de EE.UU.* Recuperado el 19 de Octubre de 2014, de <http://www.eluniverso.com/2005/06/23/0001/14/FE8A0131D6944DFC8C228C86749F159D.html>
- Estudios Económicos MinCit. (Mayo de 2014). *Oficina de Estudios Económicos*. Recuperado el 29 de Enero de 2015, de Ministerio de Comercio, Industria y Turismo: [http://www.google.com.co/url?url=http://www.mincit.gov.co/descargar.php%3Fid%3D72293&rct=j&frm=1&q=&esrc=s&sa=U&ei=00YTVfGEMoSpgwT\\_loPYAw&ved=0CBIQFjAA&sig2=sESFd-vejbYAEXb1CmKe-w&usg=AFQjCNEHwJvhG9f05yJCnA15W3G6\\_19Jjw](http://www.google.com.co/url?url=http://www.mincit.gov.co/descargar.php%3Fid%3D72293&rct=j&frm=1&q=&esrc=s&sa=U&ei=00YTVfGEMoSpgwT_loPYAw&ved=0CBIQFjAA&sig2=sESFd-vejbYAEXb1CmKe-w&usg=AFQjCNEHwJvhG9f05yJCnA15W3G6_19Jjw)
- Euromonitor. (15 de Enero de 2015). *Portal Euromonitor*. Recuperado el 27 de Abril de 2015, de Biscuits in China: <http://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/tab>
- Euromonitor International. (2015). Recuperado el 18 de Abril de 2015, de <https://www.portal.euromonitor.com/portal/account/login>
- Federal Reserve USA. (2015). *Federal Reserve USA*. Recuperado el 8 de Abril de 2015, de <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/update/>
- Fernández, P. (1998). *Valoración de Empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor* (Tercera ed.). Barcelona, España: Ediciones Gestión 2000 S.A.

- Fornes, G. (25 de Septiembre de 2013). *Top Master Blog*. Recuperado el 23 de Abril de 2014, de Las empresas latinoamericanas y el desafío de China:  
<http://topmasterblog.wordpress.com/2013/09/25/las-empresas-latinoamericanas-y-el-desafio-de-china/>
- García, O. L. (2003). *Valoración de empresas, Gerencia de valor y EVA*. Cali, Colombia: Prensa Moderna Impresores S.A.
- Gerencie. (9 de Febrero de 2015). Recuperado el 11 de Abril de 2015, de  
<http://www.gerencie.com/especial-de-reforma-tributaria-xvii-sobretasa-al-cree.html>
- Grupo Nutresa. (2015). Recuperado el 8 de Febrero de 2015, de  
<http://www.gruponutresa.com/es/content/historia>
- Guerra, A., García, L., Tovar, J., & Ferrari, C. (18 de Julio de 2013). *Javeriana Estéreo*. Recuperado el 25 de Octubre de 2014, de  
[http://www.javeriana.edu.co/javerianaestereo/portal\\_919/?p=8432](http://www.javeriana.edu.co/javerianaestereo/portal_919/?p=8432)
- Hall, H., & Francois, J. (October de 2002). *World Bank*. Recuperado el 28 de Mayo de 2014, de Global Simulation Analysis of Industry - Level Trade Policy:  
<http://wits.worldbank.org/data/public/GSIMMethodology.pdf>
- IE Bancolombia. (2015). *Investigaciones Económicas Bancolombia*. Recuperado el 27 de Marzo de 2015, de  
<http://investigaciones.bancolombia.com/inveconomicas/home/homeinfo.aspx>
- ILUD. (2010). *Instituto de Lenguas Universidad Distrital Francisco José de Caldas*. Recuperado el 14 de Marzo de 2015, de <http://ilud.udistrital.edu.co/colombia.php>
- Kalmanovitz, S. (s.f.). *Banco de la República*. Recuperado el 23 de 05 de 2014, de Oportunidades y Riesgos de la globalización para Colombia:  
[http://www.banrep.gov.co/docum/Lectura\\_finanzas/pdf/theglobe.pdf](http://www.banrep.gov.co/docum/Lectura_finanzas/pdf/theglobe.pdf)
- Londoño, J. (28 de Abril de 2010). *ICESI*. Recuperado el 16 de Agosto de 2014, de Acuerdo de Libre Comercio entre Colombia y la NAFTA (North American Free Trade Area, Estados Unidos-Canadá y México):  
[http://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/publicaciones\\_icesi/article/viewFile/497/497](http://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/publicaciones_icesi/article/viewFile/497/497)
- Los TLC de Colombia*. (2013). Recuperado el 24 de Octubre de 2013, de  
[http://www.cesa.edu.co/CESA/media/TLC/infografia\\_TLC.html](http://www.cesa.edu.co/CESA/media/TLC/infografia_TLC.html)
- McKinsey & Company, Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the value of companies* (Quinta ed.). Hoboken, New Jersey, United States: John Wiley & Sons Inc.

- Melo, L. I., & Vásquez, D. T. (Octubre de 2013). *Centro de Estudios Latinoamericanos*. Recuperado el 23 de Mayo de 2014, de Economía y Comercio de China y Colombia: un análisis comparativo: [http://www.cesla.com/pdfs/PDF\\_9.pdf](http://www.cesla.com/pdfs/PDF_9.pdf)
- MinCE Perú. (22 de Julio de 2011). *Ministerio de Comercio Exterior y Turismo de Perú*. Recuperado el 08 de Marzo de 2014, de Oficina de Estudios Económicos Internacionales, Perú: [http://www.acuerdoscomerciales.gob.pe/images/stories/china/docs/Est\\_Aprov\\_TLC\\_China\\_1ano.pdf](http://www.acuerdoscomerciales.gob.pe/images/stories/china/docs/Est_Aprov_TLC_China_1ano.pdf)
- MinCET Perú. (2011). *Ministerio de Comercio Exterior y Turismo - Perú*. Recuperado el 24 de Abril de 2015, de Acuerdos Comerciales del Perú: [http://www.acuerdoscomerciales.gob.pe/index.php?option=com\\_content&view=category&layout=blog&id=39&Itemid=56](http://www.acuerdoscomerciales.gob.pe/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=39&Itemid=56)
- MinCIT. (2013). *Ministerio de Comercio, Industria y Turismo*. Recuperado el 24 de 10 de 2013, de <http://www.tlc.gov.co/publicaciones.php?id=5400>
- MinCIT. (2014). *Ministerio de Comercio, Industria y Turismo*. Recuperado el 6 de Septiembre de 2014, de <http://www.tlc.gov.co/index.php>
- MinCIT. (2015). *Ministerio de Comercio, Industria y Turismo*. Recuperado el 27 de Marzo de 2015, de <http://www.mincit.gov.co/publicaciones.php?id=15833>
- MinRE. (2014). *Ministerio de Relaciones Exteriores - Gobierno de Chile*. Recuperado el 24 de Abril de 2014, de Embajada de Chile en China - Oficina Comercial: <http://chileabroad.gov.cl/china/asuntos-comerciales/oficina-comercial/tratado-de-libre-comercio-chile-china/>
- Modelo Financiero Grupo Nutresa. (2015).
- Montenegro, C., Pereira, M., & Soloaga, I. (Diciembre de 2011). *El efecto de China en el comercio internacional de América Latina (Spanish)*. Recuperado el 3 de Noviembre de 2013, de EBSCO: <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=zbh&AN=70836038&lang=es&site=ehost-live>
- Noticias Montreal. (22 de Septiembre de 2011). *El Nobel de economía Joseph Stiglitz dice que los TLC no son más que promotores de las desigualdades*. Recuperado el 19 de Octubre de 2014, de <http://noticiasmontreal.com/7098/el-nobel-de-economia-joseph-stiglitz-dice-que-los-tlc-no-son-mas-que-promotores-de-las-desigualdades/>
- Ospino, F. (2012). *¿Cuánto vale una empresa? Metodología de Flujo de Caja Libre Descontado*. Recuperado el 27 de Mayo de 2014, de Universidad Industrial de Santander:

[http://www.academia.edu/4164378/Metodologia\\_de\\_flujo\\_de\\_caja\\_libre\\_descontado](http://www.academia.edu/4164378/Metodologia_de_flujo_de_caja_libre_descontado)

Perez Esquivel, A. (03 de Octubre de 2007). *América Latina en Movimiento*. Recuperado el 17 de Diciembre de 2014, de <http://alainet.org/active/19973&lang=es>

Portafolio. (2 de Septiembre de 2013). *Portafolio.co*. Recuperado el 25 de Mayo de 2014, de Cancelan primer encuentro para negociar TLC con China: <http://www.portafolio.co/negocios/negociacion-tlc-colombia-y-china>

Portafolio. (8 de Abril de 2014). *Los consejos de Stiglitz a Juan Manuel Santos*. Recuperado el 19 de Octubre de 2014, de <http://www.portafolio.co/economia/nobel-economia-stiglitz-aconseja-al-presidente-santos>

Portal Educativo DELFOS. (s.f.). *México y el TLC*. Recuperado el 20 de Octubre de 2014, de <http://delfos.mty.itesm.mx/aldeavirtual/tlc.html>

Procolombia. (2013). *Colombia: Crecimiento, confianza y oportunidades para invertir*. Recuperado el 31 de Enero de 2015, de Inversión en el Sector Agroindustria: [http://www.inviertaencolombia.com.co/images/Adjuntos/Inversi%C3%B3n\\_en\\_el\\_sector\\_Agroindustria.pdf](http://www.inviertaencolombia.com.co/images/Adjuntos/Inversi%C3%B3n_en_el_sector_Agroindustria.pdf)

Procolombia. (2014). Recuperado el 9 de Febrero de 2015, de <http://www.colombiatrader.com.co/herramientas/informes-consolidados>

Proexport & SAC. (2012). *Proexport & Sociedad de Agricultores de Colombia*. Recuperado el 1 de Febrero de 2015, de <http://www.inviertaencolombia.com.co/Adjuntos/Perfil%20Sector%20Agroindustrial%20Colombiano%20-%202012.pdf>

Proexport. (10 de Octubre de 2012). *Proexport Colombia, Promoción de inversión, turismo y exportaciones*. Recuperado el 22 de Mayo de 2014, de Proexport identifica oportunidades para producción colombiana en China: <http://www.proexport.com.co/noticias/proexport-identifica-oportunidades-produccion-colombiana-en-china>

Proexport. (30 de Septiembre de 2013). *Proexport Colombia, Promoción de Turismo, inversión y exportaciones*. Recuperado el 22 de Mayo de 2014, de Sector agroindustrial de Colombia muestra su potencial de proveeduría en Alemania durante Anuga 2013: <http://www.proexport.com.co/noticias/sector-agroindustrial-de-colombia-muestra-su-potencial-de-proveeduria-en-alemania-en-anuga-2013>

Proexport Colombia. (2012). *Proexport Colombia - Promoción de turismo, inversión y exportaciones*. Recuperado el 16 de Noviembre de 2014, de <http://es.slideshare.net/pasante/4-oportunidades-en-el-mercado-chino>

- Reina, M. (18 de Junio de 2013). *Javeriana Estéreo*. Recuperado el 25 de Octubre de 2014, de [http://www.javeriana.edu.co/javerianaestereo/portal\\_919/?p=8432](http://www.javeriana.edu.co/javerianaestereo/portal_919/?p=8432)
- Revista Semana. (10 de Octubre de 2011). *"No estamos preparados para el TLC" Juan Camilo Restrepo*. Recuperado el 25 de Mayo de 2014, de <http://www.semana.com/economia/articulo/no-estamos-preparados-para-tlc-juan-camilo-restrepo/247686-3>
- Robledo, J. E. (Compositor). (2005). *Tratado de Libre Comercio (TLC)*. [CESA, Dirección] Bogotá, Colombia.
- Roldan, A., & Moreno, M. C. (2013). *Universidad Jorge Tadeo Lozano - Observatorio Virtual Asia - Pacífico*. Recuperado el 24 de Abril de 2014, de *Tratados de Libre Comercio entre China y países Latinoamericanos: Experiencias y Perspectivas para Colombia*: <http://asiapacifico.utadeo.edu.co/wp-content/uploads/2013/07/TLC-entre-china-y-Latinoamerica-Experiencias-y-perspectivas-para-Colombia.pdf>
- Romero, C. A. (Enero - Febrero de 2013). *Comercio agropecuario a cuatro años de la entrada en vigencia del TLC entre Perú y China*. Recuperado el 2 de Octubre de 2013, de EBSCO: <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=zbh&AN=86263642&lang=es&site=ehost-live>
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2002). *Corporate Finance* (Sexta ed.). Nueva York, Estados Unidos: McGraw Hill.
- SDE. (2010). *Secretaría de Desarrollo Económico de Bogotá*. Recuperado el 7 de Febrero de 2015, de <http://ubikate.gov.co/node/41>
- Trejos, A. (Junio de 2009). *Instrumentos para la evaluación del impacto de acuerdos comerciales internacionales: aplicaciones para países pequeños en América Latina*. Recuperado el 28 de Mayo de 2014, de Sede Subregional CEPAL - México: [http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/0/36380/Serie\\_110.pdf](http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/0/36380/Serie_110.pdf)
- Vallarino, C. (15 de Febrero de 2012). *Escuela Superior Politécnica del Litoral ESPOL*. Recuperado el 22 de Octubre de 2014, de Facultad de Economía y Negocios - Revista FEN Opina: [http://www.fen.espol.edu.ec/vallarinoguerrero-carlos\\_eltratadodelibrecomercio\(TLC\)](http://www.fen.espol.edu.ec/vallarinoguerrero-carlos_eltratadodelibrecomercio(TLC))
- Vieira Posada, E. (2013). *La transformación de China y su impacto para Colombia*. Bogotá: Colegio de Estudios Superiores de Administración CESA.
- World Trade Organization. (2015). Recuperado el 2 de Mayo de 2015, de <http://tariffdata.wto.org/ReportersAndProducts.aspx>