

VALORACIÓN DE EMPRESAS EN PROCESO DE EXTINCIÓN DE DOMINIO
CASO CASA GRAJALES S. A.

DIEGO MAURICIO DUQUE VILLA
JUAN DAVID LEON MORALES

UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
MEDELLÍN
2018

VALORACIÓN DE EMPRESAS EN PROCESO DE EXTINCIÓN DE DOMINIO
CASO CASA GRAJALES S. A.

DIEGO MAURICIO DUQUE VILLA
JUAN DAVID LEON MORALES

Trabajo presentado para optar al título de
Magíster en Administración Financiera

Asesor Metodológico
JORGE ALBERTO CALLE D'ALLEMAN

UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
MEDELLÍN
2018

Contenido

Introducción.....	8
1. Planteamiento del problema	9
2. Objetivos.....	10
2.1 Objetivo general.....	10
2.2 Objetivos específicos	10
3. Justificación	11
4. Marco conceptual	12
5. Valoración de una empresa en Colombia	13
5.1 Métodos tradicionales de valorización.....	15
5.2 Cuál es el mejor método de valoración de la compañía Casa Grajales S. A.	17
5.3 Estado del arte.....	17
5.4 Casa Grajales S. A.	18
5.4.1 Análisis del accionista.....	19
5.4.2 Diversificación del portafolio	19
5.4.3 Proyectos de la compañía.....	20
5.4.4 Evolución y desempeño financiero	20
5.4.5 Análisis de posición líquida y solvencia	22
5.4.6 Análisis de la capacidad de endeudamiento y de autonomía financiera	23
5.5.3 Rentabilidad capital invertido	26
5.5.4 Inductores de valor	26
5.5.5 Posición financiera.....	27
5.6 Análisis sectorial.....	28
5.7 Pilares del mercado vinícola colombiano	30
5.7.1 Crecimiento económico nacional	30
5.7.2 Llegada a nuevas cadenas de supermercado	31
5.7.3 Reducción en precios	33
5.7.4 Cambio cultural en el consumo de alimentos saludables.....	33
5.8 Valoración de Casa Grajales S. A. por el método de caja libre descontado	33
5.8.1 Variables macroeconómicas.....	33
5.8.2 Variables macroeconómicas locales	35
5.8.3 Proyecciones financieras.....	36
5.8.4 Proyecciones del estado de resultados	36
5.8.5 Proyecciones del balance general.....	37
5.8.6 Valoración por el método de flujo de caja descontado	38
5.8.7 WACC.....	38
6. Conclusiones.....	42
Referencias	44

Índice de figuras

Figura 1. Ventas de Casa Grajales S. A. entre 1995 y 2016	18
Figura 2. Segmentos de ventas de Casa Grajales S. A. (2015)	19
Figura 3. Casa Grajales S. A. Promedio general	20
Figura 4. Casa Grajales S. A. Período de rotación de los inventarios, las cuentas por cobrar y las cuentas por pagar	22
Figura 5. Casa Grajales S. A. Endeudamiento total.....	23
Figura 6. Casa Grajales S. A. Ingresos principales entre 2013 y 2016.....	24
Figura 7. Casa Grajales S. A. Principales cuentas de ingresos entre 2013 y 2016.....	24
Figura 8. Casa Grajales S. A. Rentabilidad del capital invertido.....	26
Figura 9. Participación promedio de las empresas del sector vinícola colombiano entre 2012 y 2016.....	28
Figura 10. Histórico de importaciones del sector vinícola colombiano frente al mercado nacional entre 2000 y 2016.....	30
Figura 11. Casa Grajales S. A. Comparativo de ventas por canales entre 2014 y 2015.....	31
Figura 12. Comparativo de la participación de los vinos nacionales e importados en Colombia entre 2000 y 2016.....	32
Figura 13. Casa Grajales S. A. Comportamiento frente al mercado vinícola entre 2001 y 2016.....	34
Figura 14. Casa Grajales S. A. Correlación de ingresos contra el SMLV en el período 2006-2016.....	35
Figura 15. Casa Grajales S. A. Correlación de ingresos a diciembre 31 de cada año en el período 2006-2016.....	36
Figura 16. Casa Grajales S. A. Valor de la acción entre 1995 y 2016, y proyección de la acción para el período 2017-2024.....	40

Índice de tablas

Tabla 1. Casa Grajales S. A. EBITDA entre 2013 y 2016.....	25
Tabla 2. Casa Grajales S. A. Inductores de valor entre 2011 y 2016.....	26
Tabla 3. Casa Grajales S. A. Resumen de las variaciones del P y G basado en los ingresos, proyectado entre 2017 y 2024.....	36
Tabla 4. Crecimiento proyectado del sector vinícola colombiano y de Casa Grajales S. A. para el período 2017-2024.....	37
Tabla 5. Casa Grajales S. A. Proyección del balance general para el período 2016-2024...	38
Tabla 6. Casa Grajales S. A. WACC proyectado para el período 2017-2024.....	39
Tabla 7. Resultado de la valoración Casa Grajales S.A. 31 de diciembre 2016.....	40

Resumen

A través de los años la necesidad de valorar las empresas es cada vez más necesaria, debido principalmente a que los inversionistas buscan determinar cuáles son los elementos que constituyen el patrimonio de la compañía, así como su potencialidad o cualquier otra característica que le permita generar beneficios económicos.

Los aspectos que se relacionan con el valor de una compañía, comúnmente sirven de guía para la toma de decisiones personales y gerenciales; por tal motivo el análisis que se deriva de la valoración, debe efectuarse con la objetividad necesaria, que genere como consecuencia un resultado que involucre una incertidumbre mínima.

Dentro del contexto empresarial de la sociedad Casa Grajales S. A., se hace necesario conocer el valor actual de la compañía a través del método de flujo de caja libre descontado, debido a que actualmente esta se encuentra con medida cautelar de extinción de dominio, lo que ha hecho que la compañía debido a los inconvenientes que el proceso genera, disminuya los resultados económicos de sus ejercicios, por tal motivo, para la administración es de vital importancia el conocimiento de cuál es el valor de la compañía en el mercado, para poder establecer un valor base de referencia en una posible negociación, luego de definir los aspectos legales que en la actualidad posee la compañía y que impiden una posible transacción, además de lograr determinar si los beneficios económicos generados son los adecuados para cubrir el costo del capital.

Palabras claves: valoración de empresas, extinción de dominio, sector vinícola.

Abstract

Over the years the need to value companies is increasingly necessary, mainly because investors seek to determine what the elements that make up the company's assets are, as well as its potential or any other characteristic that allows it to generate economic profits.

The aspects that relate to the value of a company, commonly serve as a guide for personal and managerial decision making; for this reason, the analysis derived from the valuation must be carried out with the necessary objectivity, which generates as a consequence a result that involves a minimum uncertainty.

Within the business context of the company Casa Grajales SA, it is necessary to know the current value of the company through the discounted free cash flow method, due to the fact that it is currently under the precautionary measure of domain extinction, which has fact that the company, due to the inconveniences that the process generates, reduces the economic results of its exercises, for this reason, for the administration is of vital importance the knowledge of what is the value of the company in the market, to be able to establish a Baseline value in a possible negotiation, after defining the legal aspects

currently owned by the company that prevent a possible transaction, as well as determining if the economic benefits generated are adequate to cover the cost of capital.

Keywords: valuation of companies, extinction of domain, wine industry.

Introducción

En nuestros tiempos, desde la perspectiva económica, países como Colombia han venido haciendo un aporte importante a la globalización. Aunque este aspecto adquiere gran relevancia desde el punto de vista de la proyección para un país, también es importante entender que desde la localidad las empresas nacionales han tenido que hacerle frente a la competencia, debido a que el ingreso de empresas extranjeras que, en muchos casos, poseen ventajas importantes, genera incertidumbre empresarial; por lo tanto, a diario los directivos de las empresas buscan estrategias que logren minimizar el riesgo y que representen ventajas importantes para generar valor en sus compañías.

En busca de esas estrategias que permitan a las empresas su continuidad a través del tiempo, con componentes adicionales como la creación de valor y la competitividad, nacen algunas importantes preguntas: ¿cuál es el valor económico de la compañía?, ¿cuáles son los flujos de caja que se esperan recibir en el futuro?, sobre las cuales se hace necesario encontrar respuestas coherentes con la realidad, ya que estas se convierten en factores importantes en el momento de tomar decisiones.

Casa Grajales S. A. es una empresa que cuenta con más de 20 años de experiencia en el mercado de vinos en el territorio colombiano. A través de su historia, los resultados económicos generados han sido positivos; sorprende, además, que la compañía, aun cuando desde 2005 fue puesta en un proceso de extinción de dominio –que le blindó el acceso a los sectores financieros y de financiación externa–, a la fecha siga generando utilidades contables.

No obstante lo anterior, y aunque el desarrollo de esta investigación se basa en el análisis económico de esta compañía en particular, su propósito principal es el de ampliar el conocimiento en las técnicas de valoración aplicables a este tipo de empresas que permitan determinar estrategias que contribuyan a la generación de valor.

1. Planteamiento del problema

La sociedad Casa Grajales S. A. desde su incursión en el sector vinícola generó un proceso de crecimiento continuo en el mercado hasta 2005, al haber sido puesta a disposición, custodia y administración de la Dirección Nacional de Estupefacientes (DNE) –hoy Sociedad de Activos Especiales, SAE S. A. S.–. Los establecimientos y bienes que la conforman reflejan una evolución histórica notable, pero a partir de tal hecho las ventas no volvieron a tocar los picos que hasta ese momento se venían presentando, los egresos mostraron unos sobrecostos que no se tenían presupuestados y los activos fueron decomisados bajo este proceso de fiscalización, afectando notablemente la marca Casa Grajales en el mercado.

Tal desmejora en el patrimonio de la empresa ha llevado a los directivos a cuestionarse cuál es la mejor decisión financiera por tomar, ya sea buscando generar nuevas estrategias para recuperar parte del mercado conseguido en el pasado o estableciendo los procesos necesarios para posibilitar la venta de la organización, en consideración al hecho de que grandes empresas de este sector han manifestado su interés en obtenerla, parcial o totalmente. Para iniciar la investigación acerca de cuál es la mejor alternativa de viabilidad financiera para los directivos e inversionistas, se debe partir de la valoración de la empresa, que ayude a identificar cuál es su valor y cuál sería el mejor escenario.

2. Objetivos

2.1 Objetivo general

Obtener el valor de la empresa Casa Grajales S. A. que les permita conocer su valor presente a los inversionistas y directivos luego de encontrarse sometida a un proceso de fiscalización por extinción de dominio.

2.2 Objetivos específicos

- Realizar el diagnóstico financiero de la compañía a través de los estados financieros, como punto de referencia para el desarrollo de la valoración.
- Identificar las variantes relevantes en el mercado que influyen en la valoración de la compañía.
- Calcular el costo promedio ponderado de capital de la organización.
- Realizar la proyección del flujo de caja utilizando como base la información desarrollada.
- Identificar el impacto que generó la fiscalización de extinción de dominio de Casa Grajales S. A.

3. Justificación

Llevar a cabo el desarrollo de esta investigación desde el punto de vista empresarial le permitirá a la compañía definir su valor, enfocar sus decisiones hacia la mejora de sus procesos y establecer el valor de referencia con el cual podría emprender un proceso de negociación una vez se haya definido la causa legal de extinción de dominio.

Dado el hecho de que no se ha encontrado suficiente información académica en la elaboración de valoraciones de empresas relacionadas con la fiscalización de extinción de dominio, este estudio es un reto académico y se visualiza como un aporte de información no indagada en profundidad.

Desde la perspectiva de la formación universitaria, esta investigación permitirá a los estudiantes vincular los elementos adquiridos en la enseñanza y relacionarlos con el tema empresarial desde la óptica de la realidad corporativa. Adicionalmente, les brindará la oportunidad de fortalecer sus conocimientos y generará en ellos el desarrollo de habilidades que les permitan afrontar futuros retos profesionales.

4. Marco conceptual

El marco conceptual aborda conceptos claves para la investigación a partir de las perspectivas de diferentes autores, permitiendo tener un punto de partida frente a la temática tratada. En este punto se abordarán los siguientes conceptos principales: valoración de las empresas en Colombia y escenarios donde se utilizan los diferentes métodos; por último, se llegará a una conclusión seleccionando el modelo más apropiado para la valoración de Casa Grajales S. A., teniendo presente que actualmente se encuentra en proceso de extinción de dominio.

5. Valoración de una empresa en Colombia

Con la globalización a nivel mundial se presentaron cambios económicos en el país estimulados por negociaciones extranjeras. Colombia, un país emergente con proyección de crecimiento, genera muchas oportunidades que hacen que tanto agentes externos como internos se interesen en realizar transacciones a partir de la aplicación de estrategias como la creación, la venta, la adquisición y la fusión de empresas; por tal motivo, una de las herramientas más acertadas para aplicarle a una negociación como la descrita es la de la valoración de empresas.

Antes de la apertura económica, la valoración de empresas en Colombia estaba basada en un modelo básico informal que se limitaba únicamente a identificar el valor de una empresa por medio de los libros contables, específicamente los rubros de inventario y de propiedad, planta y equipo, dejando a un lado muchos conceptos claves en la identificación de su valor intrínseco que no permitían tener claridad en términos del retorno del capital invertido y, a su vez, inducían decisiones erróneas por la información incierta del comportamiento de la compañía en el futuro.

A través del cambio empresarial se fue perfeccionando la metodología de valoración de empresas. Tal como la describe Fernández (2008), esta herramienta financiera ayuda a obtener un mejor desarrollo en una negociación, unificando las apreciaciones que se obtienen en una operación de compraventa en la que la del vendedor va a ser –muy seguramente– superior a la ofrecida por el comprador. Estas diferencias de apreciaciones son ocasionadas por diferentes conceptos sobre los activos que se van a negociar, al igual que los conocimientos, percepciones, etc.; por tal motivo, una valoración con argumentos técnicos y argumentos sobre el bien hacen que sea una negociación más justa para ambas partes, comprador y vendedor.

Cuando se realiza una negociación de compra o venta de una compañía, uno de los conceptos adicionales para tener en cuenta –que no se percibe fácilmente, pero que juega un papel importante en la valoración de empresas– es la identificación de cuál es la intención del comprador o del vendedor. Según Parra Barrios (2013: 2), encontrar este tipo de estrategias sinérgicas –posicionamiento del mercado, ampliación de línea de productos, economía de escala, etc.– desvía la apreciación técnica estándar de una valoración de empresa y genera una complejidad adicional, ya que se busca cuantificar las intenciones de negociación del oponente del mercado. En términos generales, identificar las intenciones de la contraparte es una apreciación adicional en una valoración de empresas, puesto que no es lo mismo venderle a un comprador inversionista inicial en el mercado que hacerlo a un competidor que puede posicionarse mayoritariamente en él.

Varios autores mencionan la valoración de empresas como un proceso sencillo en el que, básicamente, la combinación de unas técnicas matemáticas con información contable y unos conocimientos adicionales sobre la empresa generan un resultado de retorno de capital en un valor presente.

Para Fernández (2008):

La valoración de empresas es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista lo siguiente: ¿Qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valoración? Casi todo el error en valoración se debe a no contestar adecuadamente a algunas de esas preguntas, esto es, a falta de conocimiento o a falta de sentido común (o a la falta de ambos) (Fernández, 2008).

Por su parte, Moscoso Escobar y Botero Botero (2013: 245, citando a Vega, 2000) agregan lo siguiente:

Todas las valoraciones manejan criterios de subjetividad debido a sus grandes posibilidades de hipótesis; por esto, una valoración de empresas maneja un nivel de complejidad para ofrecer opiniones razonables que se ajusten a las predicciones del comportamiento de la empresa. De tal manera, realizar el modelo técnico de una valoración de empresas es prácticamente sencillo, pero el nivel de complejidad se concentra en los argumentos esenciales que describen la hipótesis de cómo será el comportamiento de la compañía en un futuro (Moscoso Escobar y Botero Botero, 2013: 245, citando a Vega, 2000).

Académicos especializados como Koller, Goedhart y Wessels (2010) resaltan la importancia administrativa y financiera de una compañía en la implementación de esta herramienta, y plantean lo siguiente:

[La valoración de empresas] precisa una voluntad positiva para adoptar una visión desapasionada, orientada al valor, de las actividades corporativas, que perciba los negocios por lo que son: inversiones en una nueva capacidad productiva, que pueden alcanzar una rentabilidad superior al coste de oportunidad del capital o no (Koller, Goedhart y Wessels, 2010).

En consecuencia, la importancia de la valoración radica en la disponibilidad de tener una herramienta para estructurar y evaluar decisiones que afecten la compañía en un futuro y para determinar el grado de beneficios que traería una decisión financiera determinada.

Como lo menciona Parra Barrios (2013):

En la valoración de empresas emergen propósitos particulares en términos de las necesidades de información para la toma de decisiones de los inversionistas o accionistas de las compañías, dadas las pretensiones de recuperación y obtención de utilidades a partir de los capitales invertidos (Parra Barrios, 2013).

Para implementar la valoración de una empresa se deben considerar diferentes apreciaciones del comportamiento financiero que tenga actualmente la compañía por valorar y que se esperará en una proyección futura, abarcando los diferentes ámbitos que reflejan el comportamiento de su valor; dichas variables pueden ser macroeconómicas,

riesgos políticos, estrategias financieras, etc., y permiten obtener un mayor conocimiento apreciativo sobre el bien y acercarse a un valor más acertado. Como lo expresan Ehrhardt y Brigham (2014: 345): “Los ejecutivos deben estimarlas a partir de la información recabada de fuentes internas y externas de la compañía. Más aún, las estimaciones no son seguras y algunos proyectos son más riesgosos que otros”. En otras palabras, identificar y reconocer la mayor información relevante en un proceso valorativo contribuye de manera notable a disminuir el riesgo que se origina al asignar inadecuadamente el valor de la compañía.

Para Rojas López, Zuluaga Laserna y Valencia Corrales (2014), “Una valoración correcta es aquella que está bien fundamentada técnicamente y se basa en supuestos razonables o correctos, teniendo en cuenta la perspectiva subjetiva bajo la que se lleva a cabo la valoración”.

Es así que se debe identificar cuál es el método que más se acomoda a una apreciación más exacta del valor de la empresa Casa Grajales S. A.

A continuación se identifican algunas metodologías de valoración de empresa basadas en herramientas útiles, de manera que se establece que cada modelo de valoración de empresas tiene sus características particulares; estas metodologías de valoración de empresa fueron identificadas siguiendo a Rojas López, Zuluaga Laserna y Valencia Corrales (2012), Parra Barrios (2013) y Álvarez, García y Borraez (2006).

5.1 Métodos tradicionales de valorización

Valor nominal

El valor nominal es el valor de emisión inicial de las acciones de la compañía y no mide una variación del comportamiento de la empresa; por tal motivo, no es el método más apropiado para valorar una empresa. En términos generales, es el valor impreso en el título valor de las acciones de capital establecido en la apertura de la compañía, sin adicionar el valor positivo o negativo en el histórico empresarial.

- Ventajas: realmente no constituye ventajas que puedan ser importantes desde la perspectiva de valoración, ya que el valor en libros representa un simple valor de referencia que no tiene significancia en la valoración.
- Desventajas: no informa acerca del valor global de la empresa, sino el valor de una acción para el propietario o accionista.

Valor en libros

A diferencia del método anterior, este método agrupa el valor inicial más el valor histórico de pérdidas y ganancias adquiridas en la operación del ente económico. De esta manera sirve de referencia, pero por sus limitaciones no es el método más válido para tener presente en una valoración de empresas.

- Ventajas: se puede conocer el valor de los fondos y el recurso neto y la situación de la empresa.
- Desventajas: presenta limitaciones en el momento de valorar una empresa, ya que está basado en cifras cuantificables que lo someten a una información financiera distorsionada y dejan a un lado algunas variables subjetivas –posicionamiento del mercado, activos intangibles, variables macroeconómicas, etc.– fundamentales en la apreciación de una empresa. Solo mide la operación en el presente y el pasado, pero no analiza una visión futura del comportamiento de la compañía en la generación de recursos.

Valor de liquidación

Representa la hipótesis de valorar una compañía teniendo en cuenta el supuesto de tener que liquidar a precios de mercado los activos; a los valores residuales se les restará el valor correspondiente a gastos de liquidación y las deudas.

- Ventajas: permite dar una visión del valor de la compañía en un momento determinado de la liquidación.
- Desventajas: es aplicable únicamente para aquellas empresas que están en proceso de culminar sus actividades; además no toma en cuenta el valor de los activos intangibles, que se pierden al liquidar una compañía.

Valor del mercado bursátil

Determina que una empresa vale según su capitalización bursátil, que es igual al número de acciones en circulación por el precio de cierre de la acción.

- Ventajas: permite realizar comparaciones con relación a otras empresas del mismo sector económico a través de las transacciones del mercado financiero.
- Desventajas: se aplica solo para empresas que están inscritas en bolsa; el precio representa únicamente el valor que alcanza la acción en un mercado activo, sin que esto refleje la realidad económica de la empresa.

Método de flujo de caja libre

Hoy en día es el método más utilizado en la dinámica empresarial. Además de ser el que tiene mayor aceptación, se basa esencialmente en la perspectiva de generar flujos de caja en el futuro como retribución de la empresa para el accionista, es decir, que corresponde a una herramienta que permite evaluar el beneficio que se generará en un período determinado.

- Ventajas: tiene presente el valor del dinero a través del tiempo, adiciona el valor del riesgo en la estructura de valoración, presenta la perspectiva del negocio en el tiempo y la capacidad de generar flujo de caja, por lo cual permite evaluar las distintas actividades empresariales.
- Desventajas: presenta alta sensibilidad a la tasa de descuento y dificulta la proyección de resultados a medida que se alejan del tiempo.

5.2 Cuál es el mejor método de valoración de la compañía Casa Grajales S. A.

Se considera que el método más apropiado para la valoración de la empresa Casa Grajales S. A. es el de flujo de caja libre, ya que tiene en cuenta, en un valor presente, la generación de los ingresos futuros y permite una apreciación completa de la crisis de extinción de dominio que está viviendo la compañía.

[Por tal motivo este método] incorpora un criterio de mercado, el costo de oportunidad del capital que los inversionistas exigen para proyectos de riesgo similar, que obliga a considerar el impacto a largo plazo de las decisiones empresariales sobre la capitalización bursátil de la sociedad y de la riqueza de sus accionistas (Narváez Liceras, 2009: 28).

Por lo tanto, es de vital importancia determinar el valor de la empresa en función del desempeño que se espera llegue a tener en un período de tiempo, descontando una tasa que mide los riesgos que se asocian a los flujos económicos.

Para el caso de las empresas que se encuentran en un proceso de extinción de dominio, conseguir una valoración implica que se les dé un enfoque especial teniendo presente conceptos como los valores dejados de percibir a causa de este proceso jurídico, el deterioro de los intangibles y de la marca, y la pérdida de reconocimiento en el mercado y del saber hacer (*know-how*). Todos estos conceptos obstaculizan el proceso en el momento de cuantificar y generar una evaluación sobre el valor de la compañía, que, en este contexto, se puede medir únicamente a través del método de flujo de caja libre, simulando su comportamiento hacia el futuro y trayéndolo a valor presente.

5.3 Estado del arte

Una valoración de empresa acertada debe tener una estructura sólida de conocimientos que ayude a la conformación de una visión plena acerca de cómo va a ser el comportamiento de la compañía que se va a valorar.

Una decisión depende de muchísimas variables que afectan el capital de las empresas y de los propios individuos. Por tal razón, hoy, cuando la oferta de inversiones es amplia y

diversa, se hace muy importante contar con una información precisa, oportuna y pertinente, que nos ayude a tomar la mejor resolución o por lo menos una con conocimiento de los riesgos (Valderrama A., Díez B. y Gaitán, 2011: 105).

5.4 Casa Grajales S. A.

A finales de la década de 1930, Alberto Grajales, un joven amante del campo, inició el cultivo y la producción de uva, alentado por el consejo de un amigo español. Acompañado de problemas de liquidez monetaria, Grajales inició la producción de esta fruta paulatinamente, que lo llevó a convocar a sus hermanos para fortalecer el crecimiento como un proyecto empresarial. Poco a poco la comercialización de la uva fue teniendo una mayor aceptación en los hogares colombianos y, financieramente, la empresa implementó un modelo de reinversión en el que toda la utilidad empresarial conseguida se reinvertía en la compra de nuevas tierras para siembra. Esta decisión produjo un enorme crecimiento de la producción hasta que, en la década de 1970, llegaron a un punto de sobreoferta en la que gran parte de la producción era desperdiciada por su poca demanda. En ese momento los hermanos Grajales se expandieron internacionalmente e implantaron un modelo de producción de vinos con las uvas que se estaban perdiendo, y así nació Casa Grajales S. A. Para de 1977 salieron al mercado nacional con productos derivados de la uva, buscando una diversificación y fortalecimiento en su portafolio hasta encontrar un mercado más rentable al que se estaban enfrentando.

La empresa continuó su ascenso económico año tras año con resultados positivos en cada uno de períodos, hasta que en 2005 fue puesta a disposición y custodia de la Dirección Nacional de Estupefacientes (DNE) –hoy Sociedad de Activos Especiales, SAE S. A. S–, debido a las supuestas relaciones que sostenía uno de sus socios con algunos líderes del cartel de Valle del Cauca, razón por la que fue incluida en la Lista Clinton. Este hecho amenazó la continuidad del negocio y generó una crisis en el norte del departamento, por ser Casa Grajales S. A. una de las mayores generadoras de empleo de la región.

Esta intervención trajo consigo inconvenientes administrativos y financieras, puesto que la relación que tenía la empresa con los bancos se vio afectada por su situación jurídica, y la obligó a operar sin ningún tipo de acceso al sector financiero y a buscar un apalancamiento más costoso con particulares, proveedores, accionistas, empleados y clientes. La pérdida de confianza por parte del mercado obligó a la administración a diseñar mecanismos de reestructuración, con el fin de ser competitivos y eficientes a través de un nuevo modelo de negocio que ayudara a la compañía a salir de las barreras que enfrentaban.

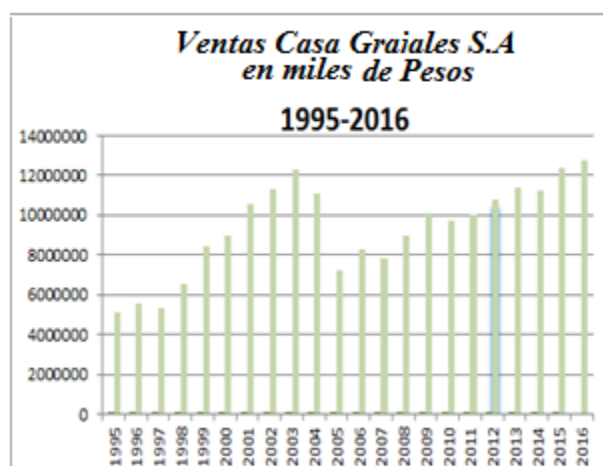
El inconveniente fiscal desestabilizó la tendencia de crecimiento del 12 % promedio anual que se venía presentando entre 1997 y 2004, períodos en los que alcanzó picos del 29 % (1997) y el 22 % (1999). Pero en 2004 las ventas presentaron un balance negativo del 9 %, seguido por otro igual del 35 % en 2005.

En 2010 se inició una tendencia alcista de recuperación de ingresos a través de un nuevo grupo administrativo especializado en liquidación vía de extinción de dominio, que mostró un panorama de viabilidad financiera. A finales de 2011 la DNE declaró que la empresa no se iba a liquidar y que, por el contrario, iba a fortalecer su producción, en razón a la gran importancia que tiene en la economía de la región.

En años recientes, Casa Grajales S. A. ha venido presentando resultados positivos: COP 335 millones de utilidades en 2014 y COP 485 millones en 2015, aunque en 2016 presentó pérdidas de COP 1.834 millones, producto de un fallo en su contra por un valor superior a COP 3.000 millones que no se tenía previsto, relacionado con el cumplimiento de las obligaciones de la compañía.

La Figura 1 muestra las ventas de Casa Grajales S. A. entre 1995 y 2016.

Figura 1. Ventas de Casa Grajales S. A. entre 1995 y 2016



Fuente: Casa Grajales S. A.

En 2016 la compañía aumentó su reconocimiento en el mercado gracias al posicionamiento de la línea de crema de whisky, que le generó un incremento de aproximadamente el 14 % entre 2015 y 2016. Las ventas de los vinos continuaron estables, debido a su calidad y el buen manejo de la red de distribución, con bodegas en lugares estratégicos del país.

5.4.1 Análisis del accionista

En la actualidad Casa Grajales S. A. posee 1.200.000 acciones en circulación, distribuidas entre 14 accionistas –personas naturales y jurídicas–; más del 50 % de las acciones se encuentran con cargo a las empresas integrante del grupo Grajales.

5.4.2 Diversificación del portafolio

Casa Grajales S. A. ha incursionado en otro tipo de bebidas alcohólicas como el brandy y el whisky. Este segmento de productos diferentes al vino ocupa aproximadamente el 20 % de los ingresos de la compañía. Igualmente, en razón al aumento de la preferencia del consumidor de consumir vinos extranjeros, desde 2013 la compañía incursionó en la distribución de dos líneas de vinos españoles y argentinos que, en 2015, le dio una participación en el mercado vinícola nacional del 23 %.

La Figura 2 muestra las referencias más vendidas en 2015. El vino Moscatel Dulce Valle ha pasado a un segundo plano, ya que la crema de whisky Pareto es el producto más vendido: COP 1.800 millones en 2015, equivalente al 15 % de las ventas totales de la compañía.

Figura 2. Segmentos de ventas de Casa Grajales S. A. (2015)



Fuente: Casa Grajales S. A.

5.4.3 Proyectos de la compañía

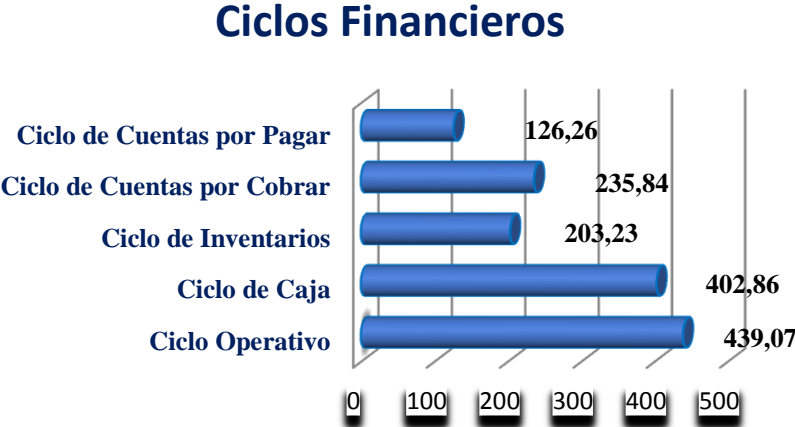
Dada su situación legal y financiera, la administración ha decidido no llevar a cabo líneas de proyectos para nuevos productos, debido a que parte de los recursos operacionales se han destinado a fortalecer el posicionamiento de la marca en el mercado.

5.4.4 Evolución y desempeño financiero

La Figura 3 muestra cómo entre 2010 y 2016 Casa Grajales S. A. incrementó el nivel de sus activos, principalmente en los rubros de cuentas por cobrar y los activos fijos, y ha logrado de esta manera un aumento del patrimonio con el superávit por valorizaciones. Al ser una empresa productora y comercial, requiere de insumos para poder transformarlos en productos finales, pero también necesita la maquinaria para llevar a cabo los procesos de elaboración. Dentro de la inversión en activos fijos se destaca el rubro de maquinarias y equipos, que se ha incrementado año tras año; las políticas de la compañía enfatizan los mantenimientos preventivos periódicos para aumentar su vida útil, y estos procesos han reducido la necesidad de adquirir nuevas maquinarias y equipos. Las inversiones a largo

plazo también han sido positivas, y se espera que en la medida en que la compañía vaya consolidando mayores utilidades, pueda alcanzar participaciones más significativas que le generen flujos de efectivo considerables para oxigenar su resultado financiero.

Figura 3. Casa Grajales S. A. Promedio general



Fuente: elaboración de los autores.

Activos

Desde la perspectiva de liquidez, y al observar los indicadores de prueba ácida y razón corriente, se logra establecer que la compañía posee una capacidad adecuada para hacer frente a sus obligaciones dentro de los períodos corrientes. Dicha capacidad se soporta con la contribución realizada por el rubro de cartera de deudores comerciales, que año tras año genera una relevancia significativa del grupo de activos. En segundo grupo se concentra en el nivel de inventarios que debe mantener la compañía, conformados por la materia prima o los insumos que se requiere para la producción, los productos que se encuentran en proceso y los productos finales. Durante los años objeto de este estudio, las existencias han mostrado un incremento considerable, que se refleja en una mayor producción, paralelamente a que aumenta o decrece levemente el efectivo dentro de la compañía; en otras palabras, con los escenarios analizados y teniendo como base de referencia los componentes históricos presentados, se genera un desarrollo en el nivel de inventarios influenciado por el incremento en las ventas.

A pesar del buen indicador en los incrementos del rubro de inventarios, hay que tener presente que la compañía deberá manejar con cautela sus políticas de crédito, ya que de ellas dependerá su rotación efectiva. A pesar de su volatilidad, en las cuentas por cobrar se aprecia que no han generado niveles interesantes de recaudo, justificado principalmente por el proceso de intervención que en la actualidad vive la compañía, puesto que este suceso ha propiciado la pérdida de su nivel de seguridad en el mercado, motivo por el cual ha debido

recurrir a plazos más amplios de cartera, ya que, como sucede en la mayoría de los casos, los clientes aprovechan este tipo de situaciones para lograr beneficios a su favor. Hay que entender que el desempeño de este rubro afecta directa e indirectamente los rubros de caja, los inventarios y las cuentas por pagar; esta última presentará, según las políticas establecidas de la empresa, un período de pago promedio de 126,26 días, el cual, igualmente, es influenciado por el proceso de intervención que la compañía atraviesa, y que, a su vez, propicia que en la mayoría de los casos los proveedores se nieguen a despachar la mercancía sin antes recibir parte del pago de esta.

Es importante entender que si bien la empresa requiere invertir en sus equipos para la producción, la inversión a corto plazo no deberá mostrar una participación menor en relación a sus obligaciones para el mismo período (deudas corrientes), de manera que siempre cuente con un margen de maniobra que le permita asumir sus obligaciones inmediatas dándole liquidez.

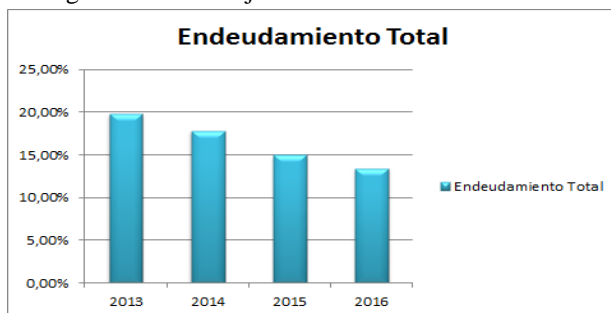
5.4.5 Análisis de posición líquida y solvencia

Al analizar la posición líquida de la empresa, resulta interesante observar la tendencia que han seguido sus principales ratios de liquidez. Así pues, la liquidez general se ha mostrado altamente volátil, pero con tendencia, en promedio, hacia la baja, donde inicialmente sus cuentas por cobrar cubrían cada 110,66 días parte del financiamiento para el mismo período, y pasaron a cubrir 105,33 días en 2016. Por su parte, la disminución continua de los indicadores de la prueba ácida es el resultado de un aumento en las cantidades de inventarios que mantiene la empresa para su funcionamiento. Mientras que si bien el monto en caja ha ido creciendo año tras año, explicado por la mayor importancia en sus ingresos no corrientes, también lo ha hecho el monto de las deudas más inmediatas, con lo que el ratio de defensa no muestra mayores variaciones. Finalmente, la evolución de cada una de las deudas ha permitido a la compañía contar con los recursos necesarios para hacerles frente a sus obligaciones inmediatas, de forma que, para los años presentados, se obtuvo un capital de trabajo positivo, lo cual le da cierto respaldo de liquidez, aspecto que no debe ser tomado como requisito fundamental dentro las prioridades financieras.

Pasivos

La Figura 4 muestra el endeudamiento total de Casa Grajales S. A.

Figura 4. Casa Grajales S. A. Endeudamiento total



Fuente: elaboración de los autores a partir de información de Casa Grajales S. A.

Teniendo en cuenta los objetivos financieros de la empresa, además de asumir el proceso de extinción de dominio que obstaculiza en gran medida su financiamiento a través de créditos y, por ende, su crecimiento, y basados en la estrategia financiera adoptada, por la cual se ha logrado incrementar flujo de efectivo con mayor rapidez a través de la venta de la cartera que posee bajo la modalidad de *factoring*, que influye directamente en la generación de capital de trabajo, se puede observar que la empresa ha mantenido unos pasivos totales que han presentado disminuciones, lo que le significa una posición de financiamiento generada por partidas operativas positivas que, además, propician un ambiente que genera la disminución en de su endeudamiento externo.

El rubro que representa mayor impacto dentro de la estructura del pasivo corresponde a los impuestos, tasas y contribuciones generados por la operación económica –impuesto al consumo, retención en la fuente, impuesto de renta y complementarios, impuesto a la riqueza e impuesto a la equidad (CREE), entre otros–, los cuales, en su gran mayoría, tienen relación directa con las ventas; asimismo, es importante anotar que para los años objeto de análisis, menos del 35,9 % del financiamiento proviene de las partidas operativas corrientes de proveedores inferiores a un año; el hecho de tener obligaciones con vencimiento menor a un año obliga a la empresa a contar con el disponible necesario para hacerles frente a sus acreencias, tal como lo ha venido haciendo hasta el momento.

La política de financiamiento de la empresa ha sido orientar el origen de su financiamiento hacia aquel que proviene de los recursos propios. Como se muestra en sus estados financieros, un gran porcentaje de estos han sido nuevamente reinvertidos, asegurando de esta forma el funcionamiento de sus actividades; de igual manera, se ha de tener presente que, debido al proceso de intervención, la empresa no puede recibir apalancamiento de ninguna entidad financiera, lo cual le resta significativamente la capacidad de cumplimiento de las políticas trazadas.

En síntesis, hay que ser conscientes de que es mejor limitar el crecimiento de la empresa antes de exponerla al riesgo de cartera proveniente de las inversiones en conjunto con empresas que tienen el mismo inconveniente financiero; es preciso seguir manteniendo un nivel de endeudamiento óptimo haciendo que prevalezca el financiamiento propio.

5.4.6 Análisis de la capacidad de endeudamiento y de autonomía financiera

Partiendo la información presentada, se puede afirmar que la empresa no mantiene su autonomía financiera al contar con un aporte del 100 % proveniente del apalancamiento de sus proveedores, acreedores y la utilidad generada; si bien el financiamiento propio creció, este fue destinado en un gran porcentaje hacia el pago de las obligaciones, mientras que los activos fueron financiados en porcentajes cada vez mayores por aportes de terceros.

Patrimonio

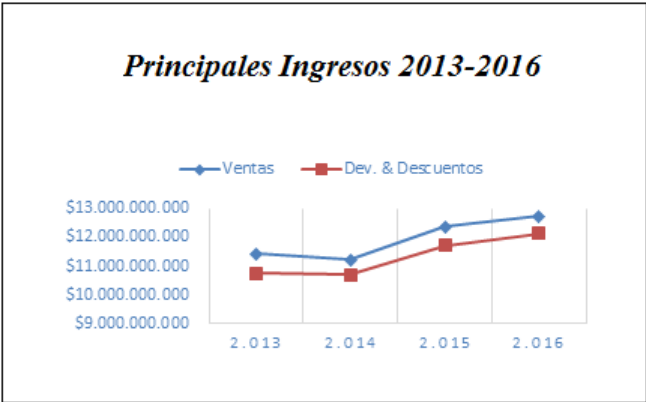
Las cuentas patrimoniales también representan incrementos en los conceptos de resultados de ejercicios anteriores, resultados del ejercicio actual y el superávit por valorizaciones, justificados por los resultados de los ejercicios y el incremento en las valorizaciones de la propiedad, planta y equipos. Para la homogeneidad de la información, las cifras presentadas han sido convertidas en lenguaje COLGAAP, aunque para el período 2015-2016 las cifras presentadas por la compañía se encuentran convertidas a lenguaje NIIF-Pymes.

De otra parte, debido a la situación de la compañía, se ha realizado la reinversión de ganancias obtenidas durante el ejercicio; esto ha permitido seguir manteniendo parte de la autonomía financiera, al no depender totalmente de terceros para realizar sus actividades. Es así como las utilidades retenidas se convierten en la principal fuente de fondos adicionales.

Ingresos

La Figura 5 muestra los ingresos principales de Casa Grajales S. A. entre 2013 y 2016.

Figura 5. Casa Grajales S. A. Ingresos principales entre 2013 y 2016

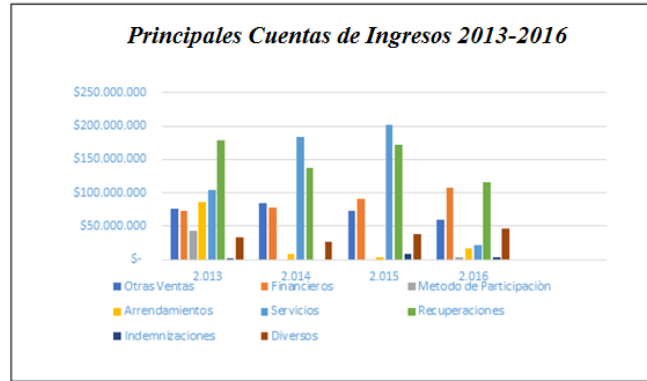


Fuente: Casa Grajales S. A.

Entre 2012 y 2014 la variación operativa fue positiva, y en 2015 representó un incremento del 10 % con respecto a 2014; la aceleración de estos ingresos es explicada por la inclusión al mercado de la crema de whisky Casa Grajales para ese período, lo cual generó un apoyo de crecimiento considerable en el rubro de ventas y en la participación del mercado.

La Figura 6 muestra las principales cuentas de ingresos de Casa Grajales S. A. entre 2013 y 2016.

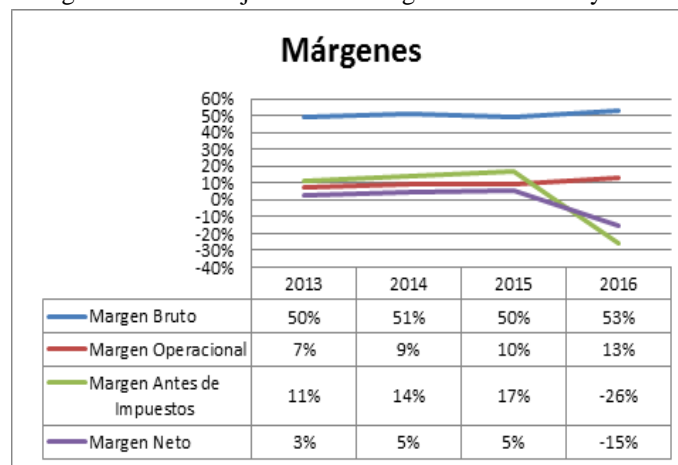
Figura 6. Casa Grajales S. A. Principales cuentas de ingresos entre 2013 y 2016



Fuente: Casa Grajales S. A.

Los ingresos no operacionales presentan una tendencia volátil, puesto que en ningún caso, sobre los años de estudio, presentan un comportamiento marcado; generalmente, los rubros que muestran movimientos positivos están representados por los ingresos financieros, arrendamientos y diversos. La Figura 7 muestra los márgenes de Casa Grajales S. A. entre 2013 y 2016.

Figura 7. Casa Grajales S. A. Márgenes entre 2013 y 2016



Fuente: elaboración de los autores a partir de información de Casa Grajales S. A.

En 2015 y 2016 la empresa presentó un indicador ROA negativo, generado básicamente por las disminuciones de margen neto del 5% y -15%, respectivamente, y la disminución del margen antes de impuestos del -26% para el período 2016, el cual se generó por la creación de un escudo fiscal por intereses que contribuyó al no pago del impuesto de renta y complementarios por el respectivo período gravable, haciendo que la empresa haya tenido que realizar pago de este impuesto a través del sistema de renta

presuntiva sobre el 3 % del patrimonio líquido anterior, como lo establecía el artículo 188 del Estatuto Tributario, pudiendo entonces compensar sus pérdidas fiscales en los períodos siguientes sobre el pago del impuesto respectivo.

La Tabla 1 muestra el EBITDA de Casa Grajales S. A. entre 2013 y 2016.

Tabla 1. Casa Grajales S. A. EBITDA entre 2013 y 2016

EBITDA				
	2013	2014	2015	2016
EBITDA [\$]	1.049.766.000	1.145.861.000	1.349.743.605	2.146.671.377
MARGEN EBITDA	9,8 %	10,7 %	11,5 %	17,7 %

Fuente: elaboración de los autores con base en información Compañía Casa Grajales S. A.

De otro lado los márgenes EBITDA presentan incrementos promedio del 2,6 % entre 2013 y 2016, entendiéndose de esta manera que los ingresos operacionales que se convierten en dinero han contribuido en la generación de liquidez para atender las obligaciones de la compañía de una manera significativa, máxime en el sentido de la restricción para acceder al sector financiero que presenta la compañía, lo que ha generado que haya tenido que sortear el poder llevar a cabo sus operaciones por medio de la generación de recursos propios.

5.5.3 Rentabilidad capital invertido

La rentabilidad de la inversión realizada en capital representa el 0,58 %, lo cual, si se compara con las actuales condiciones de la economía a nivel local, puede inferirse que la rentabilidad de la compañía es baja y esta se genera principalmente por las diferentes limitaciones que crea el proceso de extinción de dominio que atraviesa.

5.5.4 Inductores de valor

La Tabla 2 muestra los inductores de valor de Casa Grajales S. A. entre 2011 y 2016.

Tabla 2. Casa Grajales S. A. Inductores de valor entre 2011 y 2016

Inductores de Valor						
Concepto	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Productividad del Activo Fijo	1,97	2,04	1,83	1,92	2,09	2,10
Capital de Trabajo - KTO	\$ 5.829.888	\$ 5.636.734	\$ 5.156.539	\$ 5.389.688	\$ 5.909.712	\$ 6.968.722
Capital de Trabajo Neto Operativo - KTNO	\$ 3.539.970	\$ 2.481.815	\$ 2.568.534	\$ 2.788.431	\$ 3.400.093	\$ 3.851.191
Productividad del KTNO - PKT	0,37	0,23	0,24	0,26	0,29	0,32
EBITDA	1.441.970	780.392	1.060.518	1.135.109	1.356.813	2.142.907
Margen EBITDA	15,04%	7,31%	9,86%	10,60%	11,57%	17,64%
Palanca de Crecimiento - PDC	0,41	0,31	0,41	0,41	0,40	0,56

Fuente: elaboración de los autores a partir de información de Casa Grajales S. A.

Al realizar el análisis de la compañía se puede apreciar que esta tiene la capacidad en promedio de generar 1,98 pesos por cada peso invertido en los activos fijos, el cual ha presentado ascensos en los últimos períodos analizados; la empresa, en parte, ha mostrado

una evolución positiva debido el incremento en las ventas y la conservación de la rentabilidad para estos períodos; de la misma forma, históricamente ha requerido en promedio COP 3.046.220 para poder financiar sus inversiones y llevar a cabo un manejo eficiente de su operación. Casa Grajales S. A. ha mostrado variaciones constantes en su indicador de capital neto de trabajo operativo (KTNO), debido principalmente al incremento de sus cuentas por cobrar; de la misma manera, se puede inferir que la industria de bebidas alcohólicas en el exterior presenta un EBITDA de 22,19 % (Damoradan, 2018), lo cual, comparado con la compañía, que presenta un 17,64 %, presenta una brecha significativa del margen, lo que permite concluir que la posición de la compañía ha sido afectada debido a los factores de extinción de dominio que presenta.

5.5.5 Posición financiera

Al analizar la posición financiera de Casa Grajales S. A. es de vital importancia estudiar con detenimiento cómo se ha venido comportando el funcionamiento interno de la empresa. Para dar respuesta a esta interrogante se he hecho necesario observar la tendencia que han seguido sus principales ratios en función a su liquidez, gestión, endeudamiento y rentabilidad.

Por el lado de su liquidez, se puede concluir que esta se ha mostrado en decrecimiento; así, por ejemplo, para los últimos años se incrementan los períodos de rotación de cartera, y los ciclos de inventarios disminuyen considerablemente, lo que le genera variaciones en el flujo de caja que pueden convertirse en importantes, sobre todo en los últimos trimestres, cuando la compañía debe tener el recurso financiero considerable para cubrir sus obligaciones de pago de impuestos al consumo asociado a las ventas de temporada.

A raíz del análisis de liquidez se puede apreciar que en los años de estudio, las existencias aumentan al destinarse un porcentaje del financiamiento hacia este tipo de inversión, como se ha hecho en años anteriores, por lo que las ventas presentan un leve incremento por una posición conservadora en comparación con años anteriores.

Para determinar el nivel óptimo de endeudamiento se deben considerar dos puntos importantes: la capacidad de generación operativa de caja de parte de las inversiones, evaluando su rentabilidad, como se aprecia en los estados financieros, donde el efectivo ingresado en la empresa se muestra en aumento, lo que le permite cubrir sus obligaciones de corto plazo y obtener un capital de trabajo positivo año tras año.

En segundo lugar, es preciso determinar la capacidad de mantener el flujo de caja en el tiempo, así como su variabilidad; de esta manera la inversión hecha en activos de largo plazo requiere de decisiones bien fundamentadas, asegurando el retorno de lo invertido en futuras operaciones de la empresa. La compañía ha pensado correctamente en sus políticas, de manera que sus inversiones se encuentran distribuidas correctamente, asegurando su funcionamiento más adelante.

El capital empleado en nuevas inversiones se determina pensando en soportar épocas difíciles donde la economía no se muestra tan favorable y la empresa pueda no obtener buenos ingresos ni recibir la utilidad esperada en sus inversiones, un punto más a su favor.

Finalmente, la empresa no ha logrado en estos cinco años que la rentabilidad de las inversiones hechas sea la adecuada, a pesar de que han reducido gastos y se han aumentado los ingresos, de acuerdo a sus políticas de crecimiento, y aunque la utilidad obtenida ha ido en aumento, hay que entender que la compañía ha venido destruyendo valor económico, lo cual no ha generado beneficios para los inversionistas.

5.6 Análisis sectorial

El trópico no cumple con las características adecuadas para la producción del vid –(el mosto para la producción de vino), y hace que las compañías productoras nacionales compitan con un vino de menor calidad, obligando a los productores de vino a importar el mosto y generar una fermentación a base de alcohol, por lo que el producto colombiano contiene ingredientes químicos adicionales y elimina las propiedades benéficas en la elaboración de un vino de excelente calidad.

La producción vinícola colombiana anual es de aproximadamente 30.000 toneladas al año según estudios apoyados en cifras de Euromonitor Internacional (2017), y en la última década el consumo ha pasado de 0,3 litros a 1,3 litros por persona/año, lo cual significa que el consumo se ha incrementado en 254 %; esta producción se encuentra especialmente ubicada los departamentos de Valle y Boyacá. Si bien es cierto que el consumo de esta bebida se ha incrementado considerablemente, también lo es el hecho de que cada vez es mayor la demanda de vinos importados, lo que no le ha permitido un protagonismo mayor a los vinos que se producen en el país.

Las preferencias del consumo de vino de los colombianos se inclinan hacia el mercado del vino tinto, con cerca del 70 %, seguido por los blancos, con aproximadamente el 25 % y, por último, con un 5 % de vino rosado.

Actualmente la participación del mercado de vinos en el país se encuentra distribuida en 8 empresas. El cuarto lugar es ocupado por Casa Grajales S. A., con una participación de aproximadamente del 3% del mercado de los vinos colombianos.

La Figura 9 muestra la participación promedio de las empresas del sector vinícola colombiano entre 2012 y 2016.

Figura 9. Participación promedio de las empresas del sector vinícola colombiano entre 2012 y 2016

Participación promedio de los años (2012 -2016) de las empresas del sector Vinicola colombiano

Empresas del sector vinicola colombiano	Promedio
Otros	71%
Bodegas del Rhin Ltda	10%
Dislicores SA	5%
Diageo Colombia SA	3%
Casa Grajales SA	3%
Vinos y licores mundial Ltda	3%
Hijos de Antonio Barceló SA	2%
Vinos de la Corte SA	2%
E & J Gallo Winery Inc	2%

Fuente: Elaboración propia basado en Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, store checks, trade interviews, trade sources

El consumo del vino en Colombia se ha visto utilizado como símbolo de celebración, aunque la mayor parte de la población colombiana no consume este producto por estar catalogado como producto de lujo y, usualmente, es consumido por la población socioeconómica de estratos 4, 5 y 6, que corresponde al 16 % de la población colombiana. Otra variable analizada en el tipo de consumidor de vino en Colombia: los demandantes de estos productos son personas jóvenes, en un rango de 18 a 50 años de edad, correspondientes al 50 % de los colombianos.

Asimismo, es de anotar que el consumo de alcohol en los colombianos siempre ha jugado un papel muy representativo en la canasta familiar (Gutiérrez Preciado, 2015); los colombianos destinan aproximadamente el 3 % del mercado en compra de alcohol.

Por otro lado, el estudio realizado por Bitar (2016), que consistía en realizar un ranquin del consumo de vinos por países, mostraba a Colombia muy por debajo del consumo normal, con tan solo tres litros por persona al año, posicionándolo en un lugar que no se acercaba ni a los primeros 100 países; en términos generales, se puede decir que el nivel es muy bajo en consumo de este tipo de bebidas alcohólicas, comparándose con el consumo de otros países como Francia, que consume 12 litros, países europeos entre 18 y 20 litros, y América Latina, que tiene un promedio de 8 y 10 litros por persona. A nivel nacional, el consumo del vino se encuentra liderado específicamente en las ciudades principales del país, Medellín, Cali y Bogotá, caracterizadas por su gran desarrollo económico, su gran número poblacional y el mayor poder adquisitivo de sus habitantes. A partir del año 2006 el consumo de vino en Colombia ha venido incrementando sus ventas, resultados que llevaron a concluir que este incremento en ventas se debe fundamentalmente a lo siguiente:

- Crecimiento económico nacional
- Llegada a nuevas cadenas de supermercados
- Reducción en precios

- Cambio cultural en consumo de alimentos saludables

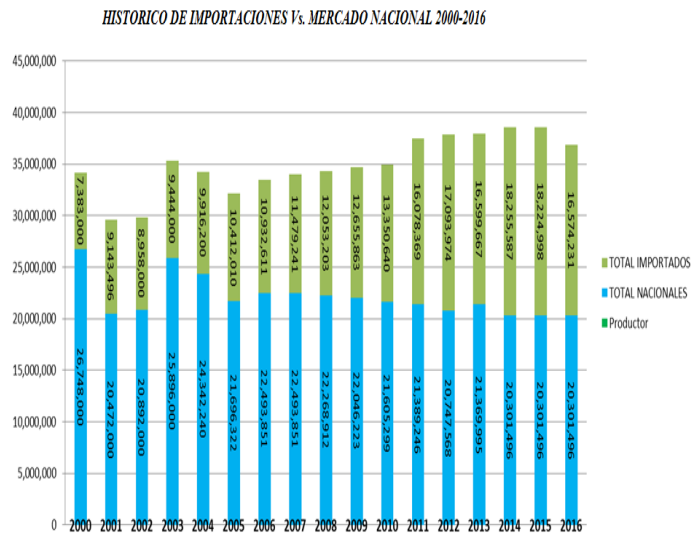
5.7 Pilares del mercado vinícola colombiano

5.7.1 Crecimiento económico nacional

Después de pasar de una recesión económica internacional, la economía del país empezó a obtener mayor estabilidad en los bolsillos de los hogares, impulsado por una mayor apreciación en el precio del petróleo, con un resultado óptimo en mayor valor del PIB y por la firma de varios tratados económicos, trayendo consigo un intercambio de productos entre diferentes países, y este, a su vez, aportando un crecimiento relevante el mercado nacional en el sector vinícola.

La Figura 10 muestra el histórico de importaciones del sector vinícola colombiano frente al mercado nacional entre 2000 y 2016.

Figura 10. Histórico de importaciones del sector vinícola colombiano frente al mercado nacional entre 2000 y 2016



Fuente: Casa Grajales S. A.

Hoy en día Colombia ha entrado en una nueva situación económica decreciente, ligada por una desvalorización del petróleo, donde pasó de tener un valor aproximado de USD 100 por barril a aproximadamente USD 50, y ocasionó una menor recaudo fiscal y obligó al gobierno a asumir una reforma tributaria para captar de los contribuyentes nuevos ingresos fiscales, que permitieran a su vez, compensar el desestimulo fiscal generado por el petróleo. Este factor desestimula el consumo de vino en los hogares colombianos. Por otra parte, los países vecinos como Ecuador y Venezuela también se vieron afectados por este cambio de precio de este y generaron un menor consumo en los productos colombianos. A pesar de estas variables económicas, el consumo de vino se sostiene gracias a las campañas de fomento cultural e impulso obtenidas en los otros tres pilares.

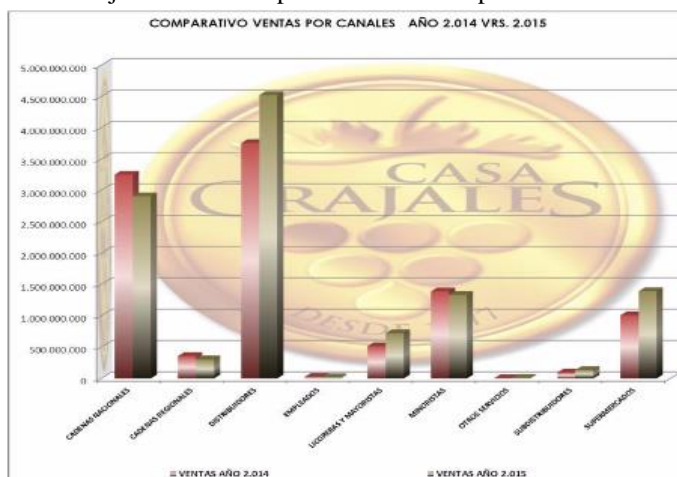
5.7.2 Llegada a nuevas cadenas de supermercado

El cambio de comercialización del vino pasó en promedio al 90 %, llevado a cabo a través de las grandes cadenas de supermercados, con un resultado en incremento de ventas y reemplazando los principales vendedores, que se encontraban en restaurantes, hoteles, clubes y tiendas.

El fuerte impulso que se creó con la llegada de grandes supermercados de cadena como Carrefour y el Grupo Éxito generó una mayor oferta en ingreso de nuevas marcas y el fortalecimiento en mercadeo de los productos para el consumidor final, y la utilización de nuevas estrategias de mercadeo: más variedad de producto, mayor información en el consumo del vino, mayores puntos de ventas, descuentos en días especiales e implementación de clubes de vinos, con el beneficio de que los asociados tengan precio de ofertas especiales como “2 x 1” o “3 x 2”, son las estrategias de comercio más utilizadas e impulsadoras de consumo de vino en un mercado más competitivo. Tal variedad de productos y estrategias en el consumidor buscan atacar gran parte de la población que solo consumía vino en épocas especiales, ofreciendo una diversidad de sabores, marcas, aromas, calidades y precios y dándoles oportunidad de acceder a los otros estratos socioeconómicos que no consumían este tipo de bebidas porque tenían el paradigma sobre el vino como un producto costoso.

De esta manera, como se muestra en la Figura 11, el comportamiento de ventas de la compañía por canales en los períodos 2014 y 2015 se conectaron con el cliente a través de otros canales que anteriormente no eran tan comunes, dejando a un lado las ventas por estancos y tiendas de barrio (minoristas) y pasando a vender fuertemente por medio de cadenas nacionales y distribuidores.

Figura 11. Casa Grajales S. A. Comparativo de ventas por canales entre 2014 y 2015



Fuente: Casa Grajales S. A.

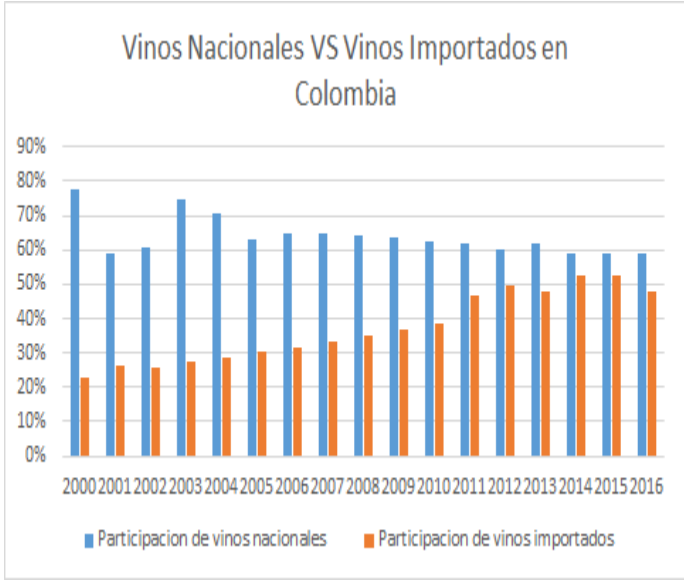
Este impulso de incentivos comerciales, basado en un empoderamiento del consumo de vino en Colombia, se ha visto impulsado por un crecimiento de vinos importados, donde

inicialmente en 2000 se tenía una participación del 23 % en el mercado, hasta llegar a 2015, que ha sido su participación más alta, con un porcentaje del 47 % contra el 53 % de vinos nacionales. Es así como se observa que la participación del mercado de vinos entre nacionales e importados presenta una tendencia marcada a que el consumo se realice a través del mercado de vinos importados.

Adicionalmente, el impulso comercial de las grandes cadenas se generó inicialmente por el ingreso de vinos chilenos, debido al tratado de libre comercio firmado en 1997, haciendo que tuviera una tasa arancelaria del 0 %; posteriormente, con la firma del acuerdo de Mercosur en 2007, ingresaron los vinos argentinos, con un arancel del 0 %; y, por último, los vinos estadounidenses ingresaron con una tasa arancelaria igual a los vinos chilenos y argentinos. Por otro lado, los países que no tienen convenio con Colombia entran a competir al mercado con un recargo arancelario que los pone en desventaja en precio de venta y generan una competencia de precios en el mercado y hacen que el consumidor se incline por beber un producto importado en vez de un nacional.

Hoy en día la participación del consumo de vino, como lo muestra la Figura 12, ha venido obteniendo un desempeño importante en el sector; en referencia al mercado en Colombia hay que destacar que este ha crecido gracias al apalancamiento generado por medio de los productos importados; sin embargo, en 2016 se presentó una disminución del volumen de importaciones y una reducción de la participación de actores locales.

Figura 12. Comparativo de la participación de los vinos nacionales e importados en Colombia entre 2000 y 2016



Fuente: Casa Grajales S. A.

De la misma manera, es importante destacar el comportamiento que han venido presentando las importaciones de vinos al país, que se encuentran encabezadas principalmente por países como Chile y Argentina, los cuales han venido presentando una desaceleración en las cantidades de ingreso en el último año.

5.7.3 Reducción en precios

El vino empezó a tener una mayor aceptación por el consumidor después de una disminución notable en sus tarifas impositivas presentadas en la reforma tributaria de 2002, teniendo presente que durante años la tarifa del IVA era alta, por considerarlos como artículos de lujo.

Es así como la disminución en precios ayudó a que el nivel de contrabando en esta especie de bebidas se haya disminuido notoriamente, gracias a su mínima carga impositiva generada por la reducción del 15 % del IVA y el 20 % de impuesto al consumo de licores, comparado con el escenario anterior, el cual presentaba tarifas del 35 y 40 %, respectivamente; cabe anotar que el impuesto al consumo es una de las cargas impositivas más relevantes en el valor comercial de las bebidas alcohólicas, siendo este un impuesto departamental donde los vinos no entran en la categoría de bebidas alcohólicas, generando una comercialización sin fronteras, cosa contraria a los otros productos con contenido de alcohol; como lo establece el decreto 1222 de 1986, el impuesto sobre el consumo de licores es un impuesto nacional, protegiéndolos de monopolios regionales (Zuleta y Jaramillo, 2002).

5.7.4 Cambio cultural en el consumo de alimentos saludables

La globalización ha traído consigo una apertura cultural, ya que la observación de actividades, creencias, y otros tipos de aspectos diferentes al local, han hecho que los habitantes adquieran otros puntos de vista diferentes a la de sus ancestros; uno de esos puntos notorios de mayor auge comercial fue el tema de la salud, donde se impulsa el consumo de vino moderadamente, ya que permite explotar sus beneficios saludables en aspectos energéticos, cerebrales y cardiovasculares, entre otros.

5.8 Valoración de Casa Grajales S. A. por el método de caja libre descontado

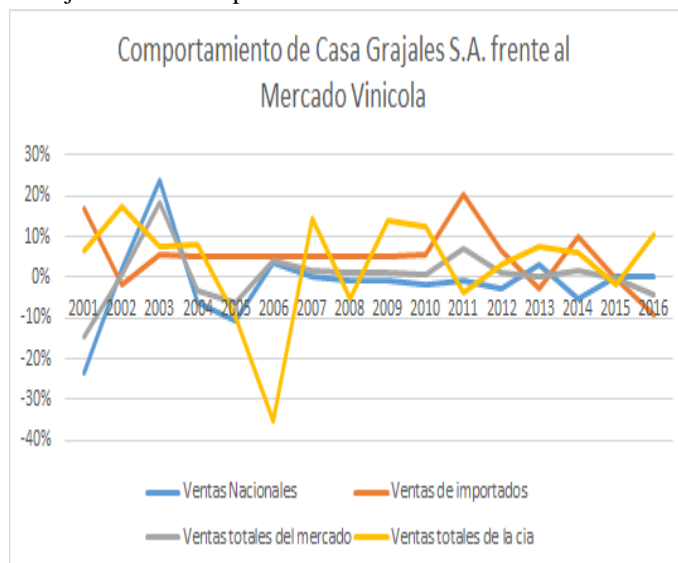
Basados en el método de flujo de caja libre descontado, una vez obtenida una información del sector y un mayor conocimiento de la compañía, se elabora la valoración de empresas de la compañía Casa Grajales S. A. utilizando los estados financieros históricos entre 2010 y 2016 como referencia para realizar sus tendencias futuras en un período de tiempo de ocho años (2017-2024), basadas en variables macroeconómicas y tendencias en su comportamiento futuro.

5.8.1 Variables macroeconómicas

Se realizó un ejercicio con el objetivo de identificar cuál de los grupos de ventas del mercado (1. Ventas totales del mercado; 2. Ventas nacionales; 3. Ventas de importación) tiene una mayor correlación directa con las ventas de la compañía, para aplicar las variables macroeconómicas correspondientes al grupo de venta con mayor correlación.

La Figura 13 muestra el comportamiento de Casa Grajales S. A. frente al mercado vinícola entre 2001 y 2016.

Figura 13. Casa Grajales S. A. Comportamiento frente al mercado vinícola entre 2001 y 2016



Fuente: elaboración de los autores.

Como se observa en esta figura, en los períodos de comportamiento normal de la compañía, es decir, los períodos que no tuvieron tanto impacto por el proceso de fiscalización de extinción de dominio (2001 a 2004 y 2009 a 2016), existe una mayor correlación en las ventas nacionales, ya que, específicamente, entre 2011 y 2015 se encuentra en una tendencia creciente correlacionada entre las ventas nacionales del mercado y las ventas totales de la compañía, demostrando que su comportamiento se encuentra por variables macroeconómicas locales.

El caso contrario ocurre con las ventas importadas, que decrecen fuertemente entre 2011 y 2013, mostrando que existe mucha volatilidad en este mercado, y mientras la compañía se encontraba en procesos de crecimiento, las ventas de productos importados decrecían; este comportamiento fue muy relacionado con la tasa de cambio, ya que los productos importados presentaron un fuerte alza en el valor de los productos, ayudando a que el consumidor final se inclinara por un producto local que no había presentado tanta variación en su precio.

Por último, las ventas totales del mercado no presentan mayor variación, ya que las pérdidas de ventas de productos importados fueron remplazadas por productos nacionales, haciendo que las pérdidas totales tuvieran ese comportamiento llano. Una vez analizados los tres segmentos de ventas del mercado frente a las ventas de la compañía, se identifica que el comportamiento de Casa Grajales S. A. está muy correlacionado con el mercado local, concluyendo que las variables para proyectar el comportamiento futuro de los

próximos ocho años deben de ir marcadas, especialmente, por las variables macroeconómicas locales.

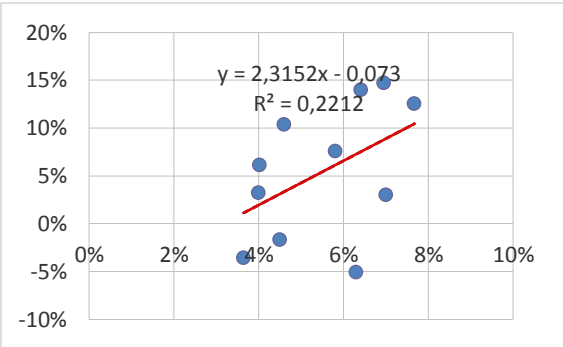
5.8.2 Variables macroeconómicas locales

Las variables macroeconómicas con mayor relación en el sector vinícola se encuentran delineadas específicamente en cinco categorías: 1) inflación, 2) TRM, 3) PIB, 4) tasa de interés y 5) SMMLV. Unos movimientos abruptos de estas variables macroeconómicas pueden afectar fácilmente los ingresos o egresos de Casa Grajales S. A.

Al realizar el estudio de correlación existente entre las variables macroeconómicas y los ingresos obtenidos de la compañía en los últimos 10 años, se observa que el coeficiente de correlación y el coeficiente de determinación (R2) no determinan una relación estrecha en estos indicadores macroeconómicos, ya que sus resultados se encuentran lejanos al $R^2 = 1$. La variable con mayor compatibilidad es el SMMLV, que arroja un resultado lejano con una correlación de 0,47 y de $R^2 = 0,22$; por otra parte, la TRM ocupa el segundo lugar en mejores resultados de correlación, mostrando datos de correlación inversa $-0,43$ y un $R^2 = 0,19$; estos datos concluyen que las ventas de la compañía muestran unas variaciones muy fuertes al estar en proceso de extinción de dominio, generando que no se presente una correlación estrecha con ninguna variables macroeconómica colombiana y determinado que el comportamiento de la compañía sea ligada a variables independientes.

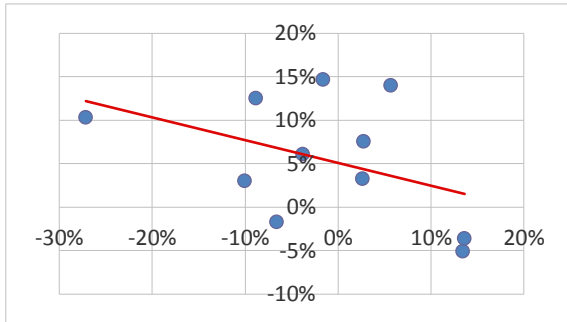
Las Figuras 14 y 15 muestran, respectivamente, la correlación de ingresos contra el SMMLV, y la correlación de ingresos a diciembre 31 de cada año de Casa Grajales S. A. en el período 2006-2016.

Figura 14. Casa Grajales S. A. Correlación de ingresos contra el SMLV en el período 2006-2016



Fuente: elaboración de los autores.

Figura 15. Casa Grajales S. A. Correlación de ingresos a diciembre 31 de cada año en el período 2006-2016



Fuente: elaboración de los autores.

5.8.3 Proyecciones financieras

Las proyecciones de los estados financieros se realizaron con base en las ventas esperadas entre 2017 y 2024, conforme a estrategias de la compañía, donde buscan el sostenimiento parcial de participación en el mercado vinícola durante el período de trabas jurídicas financieras que se tienen en la intervención de extinción de dominio y, posteriormente, cuando salgan del proceso jurídico, buscarán la expansión y mayor crecimiento en el mercado.

5.8.4 Proyecciones del estado de resultados

La Tabla 3 muestra un resumen de las variaciones del estado de resultados, basado en los ingresos de Casa Grajales S. A., proyectado entre 2017 y 2024.

Tabla 3. Casa Grajales S. A. Resumen de las variaciones del margen bruto y operativo, basado en ingresos proyectados entre 2017 y 2024

Resumen variaciones PyG Basado en los Ingresos de la Compañía Casa Grajales S.A.

DESCRIPCIÓN CONCEPTOS	2017Py	2018Py	2019Py	2020Py	2021Py	2022Py	2023Py	2024Py
INGRESOS	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
COSTOS	51.03%	51.03%	51.03%	51.03%	51.03%	51.03%	51.03%	51.03%
UTILIDAD BRUTA	48.97%	48.97%	48.97%	48.97%	48.97%	48.97%	48.97%	48.97%
GASTOS ADMINISTRATIVOS	7.4%	7.6%	7.3%	7.1%	6.9%	6.8%	6.6%	6.5%
GASTOS DE VENTAS	33.0%	33.5%	32.3%	31.3%	30.3%	29.8%	29.2%	28.6%
UTILIDAD OPERATIVA	8.58%	7.92%	9.37%	10.54%	11.82%	12.36%	13.14%	13.89%
GASTOS NO OPERACIONALES	9.54%	9.73%	9.25%	9.23%	8.69%	8.92%	8.51%	8.55%
INGRESOS NO OPERACIONALES	4.28%	4.31%	4.13%	4.03%	3.90%	3.83%	3.74%	3.65%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	3.32%	2.50%	4.25%	5.34%	7.02%	7.26%	8.37%	9.00%
IMPUESTOS	1.13%	0.85%	1.45%	1.81%	2.39%	2.47%	2.85%	3.06%
UTILIDAD DEL EJERCICIO	2.19%	1.65%	2.81%	3.52%	4.63%	4.79%	5.53%	5.94%

Fuente: Casa Grajales S. A.

Iniciando con el rubro contable fundamental en una proyección del estado de resultados, los ingresos fueron basados por el informe de Euromonitor International (2017), estudio que habla sobre el comportamiento del mercado de vino en Colombia en los últimos años (2011-2016) y cómo se proyecta el comportamiento en el escenario 2017-2021.

Obtenida la información acerca de la participación de la compañía en el sector, se realiza la proyección en ventas (2017-2024) en el volumen orientando el crecimiento de la compañía –ventas del sector x la participación de la compañía–. Por otra parte, al observar que el crecimiento en volumen es completamente inferior al crecimiento en pesos, y al ver que existe una correlación muy fuerte entre el crecimiento en volumen del mercado vinícola y el PIB, se define la fórmula final de las proyecciones en ventas así:

$$\text{Crecimiento ventas} = (\text{Ventas sector} * \text{Participación de la compañía}) * \text{PIB}$$

Para los años comprendidos entre 2022 y 2024 se espera que el mercado y, a la vez, la compañía, sigan teniendo un crecimiento sostenido como en los últimos años.

La Tabla 4 muestra el crecimiento proyectado del sector vinícola colombiano y de Casa Grajales S. A. para el período 2017-2024.

Tabla 4. Crecimiento proyectado del sector vinícola colombiano y de Casa Grajales S. A. para el período 2017-2024

Ventas Proyectadas	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
PIB (%)	2.00%	2.80%	3.50%	4.20%	3.70%	3.68%	3.68%	3.68%
CRECIMIENTO PROYECTADO (%)	1.12%	2.24%	7.78%	6.99%	7.20%	5.52%	6.16%	6.10%
Ventas Último período (2016)	\$ 12,746,365.96							
Ventas Py	\$ 12,889,286.59	\$ 13,178,225.67	\$ 14,204,034.95	\$ 15,196,803.16	\$ 16,230,665.28	\$ 17,190,599.12	\$ 18,249,424.11	\$ 19,362,896.42
Incremento año a año	1.1%	2.2%	7.8%	7.0%	7.2%	5.5%	6.2%	6.1%

Fuente: Casa Grajales S. A.

Por otra parte, los costos fueron proyectados por un porcentaje fijo del 51,03 % sobre las ventas, obtenido por el resultado promedio de los últimos seis años. De otra manera, los gastos y otros ingresos fueron proyectados bajo variables macroeconómicas y promedios históricos, representados por un resultado creciente sobre los ingresos para 2018 y para los años subsiguientes un resultado decreciente, cumpliendo con sus obligaciones, especialmente las financieras, a un sobrecosto del mercado y la del fallo obtenido, por COP 3.000.000 en 2016 , generando un resultado viable financieramente para la compañía, ya que cada vez su utilidad tiene un porcentaje de mayor participación sobre sus ingresos, debido a la proyección alineada con la estrategia de la compañía y simulando la recuperación del sector vinícola por su incremento en el IVA al 19 % y la eliminación de otros beneficios impositivos que tenían antes de la reforma tributaria de 2017.

5.8.5 Proyecciones del balance general

El análisis de la perspectiva financiera de la compañía en el contexto del balance general se ha llevado a cabo través del estudio detallado del comportamiento histórico de la compañía, incorporando en el modelo de proyección y variables internas y externas que más se

acerquen al comportamiento financiero, aunado a los objetivo y planes trazados por la administración en el horizonte financiero, en respuesta a las expectativas del mercado.

La Tabla 5 muestra la proyección del balance general de Casa Grajales S. A. para el período 2016-2024.

Tabla 5. Casa Grajales S. A. Proyección del balance general para el período 2016-2024

DESCRIPCIÓN CONCEPTOS	2016	2017Py	2018Py	2019Py	2020Py	2021Py	2022Py	2023Py	2024Py
ACTIVO									
ACTIVO CORRIENTE	11%	-6%	12%	0%	13%	-1%	10%	-1%	10%
ACTIVO NO CORRIENTE	7%	5%	3%	4%	4%	4%	3%	4%	4%
TOTAL ACTIVO	7%	1%	6%	3%	7%	2%	6%	2%	6%
PASIVO									
PASIVO CORRIENTE	1%	28%	10%	0%	11%	0%	9%	0%	9%
PASIVO NO CORRIENTE	1930%	-67%	-32%	-51%	-63%	0%	0%	0%	0%
TOTAL PASIVO	98%	-21%	1%	-7%	6%	0%	9%	0%	9%
PATRIMONIO									
TOTAL PATRIMONIO	-8%	25%	6%	3%	7%	2%	6%	2%	6%

Fuente: Casa Grajales S. A.

Casa Grajales S. A. se ha caracterizado por presentar en cada uno de los últimos años, después de estar bajo el mando de la última administración, una tendencia positiva de crecimiento en los activos, pasivos y patrimonio.

Entre 2017 y 2024 se espera que los activos presenten un incremento entre el 6 y el 7 %, al igual que en los años intermedios, lo cual obedece principalmente a la adquisición de activos productivos que contribuirán al incremento de los ingresos, la generación de valor de la compañía y el aumento de la cartera de clientes nacionales, generado principalmente la ampliación operativa de la empresa.

De la misma manera, se espera que los pasivos presenten un leve incremento para cada uno de los años analizados; estos se encuentran relacionados básicamente con los movimientos normales de la operación, ya que la compañía en promedio se apalanca en el 82,51 % en sus fuentes patrimoniales.

5.8.6 Valoración por el método de flujo de caja descontado

La valoración de la empresa se realizó con el método de flujo de caja libre descontado, agrupando la información proyectada en los estados financieros; se identifica el flujo de caja libre partiendo de la utilidad antes de intereses e impuestos EBIT (utilidad operativa), restando los impuestos para obtener la utilidad operativa neta después de impuestos ajustados UODI, y a este se le restó la inversión neta en cada año, para llegar al flujo de caja libre.

5.8.7 WACC

El *Weighted Average Cost of Capital* o costo promedio ponderado del capital es el costo que tiene la empresa en las diferentes fuentes de financiación como endeudamiento financiero, patrimonio. Para llegar al WACC se toma el valor promedio ponderado de los créditos financieras de la compañía, acompañado de los siguientes indicadores para su

respectivo cálculo: el beta desapalancado para el sector de bebidas, que representa el 0,73, y una prima de riesgo de 6,24 % (Damodaran, 2017), una prima de riesgo país de 1.89 % (Ámbito, 2017) y, por último, una tasa libre de riesgo de los rendimientos de los Bonos de Estados Unidos a diez años, que actualmente es del 2,32 %.

La Tabla 6 muestra el WACC proyectado de Casa Grajales S. A. para el período 2017-2024.

Tabla 6. Casa Grajales S. A. WACC proyectado para el período 2017-2024

Año	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Prima de riesgo de mercado (1)	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Beta desapalancada (2)	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
Riesgo País - EMBI (3)	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%	1,89%
Beta apalancada (4)	1,43	1,43	1,44	1,44	1,44	1,44	1,44	1,44
Rf	2,32%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
ke(und): rfa+B*risk premium+R país	13,15%	13,16%	13,20%	13,20%	13,21%	13,20%	13,21%	13,20%
Inflación US*	1,5%	2,4%	2,5%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Inflación COL	4,2%	3,5%	3,6%	3,4%	3,2%	3,6%	3,5%	3,4%
Ke Col	16,1%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,8%	14,6%	14,6%
Estimación Kd	Valor de la Deuda: Valor de mercado en caso de bonos							
Tasa de Impuesto	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Tasa de intereses Compañía	9,5%	10,0%	10,8%	11,4%	11,2%	11,6%	11,5%	11,4%
Kd después de Impuestos	6,3%	6,6%	7,1%	7,5%	7,4%	7,6%	7,6%	7,6%
ESTRUCTURA DE CAPITAL								
Deuda (D)	\$ 2.700.194	\$ 2.663.124	\$ 2.048.029	\$ 2.198.048	\$ 2.007.101	\$ 2.379.068	\$ 2.179.009	\$ 2.574.485
Patrimonio (E)	\$ 26.175.570	\$ 27.909.320	\$ 29.241.093	\$ 31.321.858	\$ 32.125.403	\$ 33.772.400	\$ 34.601.002	\$ 36.387.978
TOTAL	\$ 28.875.764	\$ 30.572.444	\$ 31.289.122	\$ 33.519.906	\$ 34.132.504	\$ 36.151.468	\$ 36.780.011	\$ 38.962.463
D/D+E	9%	9%	7%	7%	6%	7%	6%	7%
E/D+E	91%	91%	93%	93%	94%	93%	94%	93%
D/E	10%	10%	7%	7%	6%	7%	6%	7%
wacc	15,20%	13,73%	13,96%	13,93%	13,95%	14,29%	14,21%	14,14%

Fuente: Casa Grajales S. A.

Se realiza la valoración de la empresa Casa Grajales S. A. obteniendo un valor de COP 8.554 millones y un precio por acción de COP 7.128, Con base en esto se puede afirmar que la empresa en el resultado de valoración representa un resultado inferior del 181% frente al valor nominal de la acción debido a su alto costo de capital de trabajo y sus inconvenientes en el proceso de extinción de dominios. La variable más representativa en la valoración de empresa, se ve marcada en la obligación financiera obtenida por el falló de las empresas del grupo Grajales por COP 3.941 millones, influyendo notablemente en un resultado de compra devaluado en comparación de su valor en activos y la capacidad de generación de ingresos de la compañía.

Tabla 7. Resultado de la valoración Casa Grajales S.A. 31 de diciembre 2016
(Resultado en miles de Pesos COP)

Valor Presente de los FCL	-795.057	1.277.575	747.384	1.284.251	740.431	1.084.403	678.687	986.455
Valor presente (VP) Flujo de caja libre	6.004.129							

Valor de continuidad	
Valor FCL 2024	2.841.756,00
Valor Residual	18.699.591
Valor de continuidad	6.491.164

Valor de operaciones	\$ 12.495.293
Menos Pasivos Financieros	-3.941.684
Más inversiones	0
Valor Patrimonial	\$ 8.553.609
Acciones en circulación	1.200.000
Valor Intrínseco Acción	\$ 7.128

Fuente: Casa Grajales S. A.

El resultado de la valoración de Casa Grajales S. A. arrojó un panorama positivo en la compañía para sus próximos ocho años, ya que, una vez se culmine en 2020 el proceso de extinción de dominio, todas sus barreras financieras, comerciales y estructurales se aliviarán y generarán una utilidad cada vez más positiva. Por otra parte, es de considerar que al estar sometida a un proceso de extinción de dominio, toda su estructura financiera se encuentra fácilmente vulnerable a cualquier variación en su valor por factores políticos, jurídicos y financieros, como lo muestra la Figura x. A pesar de la turbulencia en sus alzas y bajas en la acción, el panorama continuará siendo positivo, como ha sido en la administración que inició en 2010.

La Figura 16 muestra el valor nominal de la acción de Casa Grajales S. A. entre 1995 y 2016, y su proyección para el período 2017-2024.

Figura 16. Casa Grajales S. A. Valor de la acción entre 1995 y 2016, y proyección de la acción nominal para el período 2017-2024



Fuente: elaboración de los autores a partir de información de Casa Grajales S.A.

Para finalizar la valoración de la compañía, se afirma que a partir de 2017 se proyecta una estructura financiera controlada, mostrando un panorama positivo en el sector vinícola colombiano, acompañado de una estimulación tributaria para los vinos nacionales, mostrando una aceptación del consumidor por los productos de Casa Grajales S. A. y proyectando que la empresa sea eliminada de la Lista Clinton en 2020. Las consolidaciones de estas proyecciones hacen que el valor de la acción muestre un crecimiento año a año positivo, brindándole al accionista confianza para continuar creyendo en la compañía y esperando que, una vez se culmine el proceso jurídico de extinción de dominio, la compañía se siga expandiendo en el mercado vinícola y pueda continuar alcanzando sus propósitos financieros.

Recomendación al accionista

Conservar la acción a largo plazo, ya que se esperan crecimientos del 5 % promedio año a año debido que para el 2020 se finalizará el proceso de extinción de dominios

6. Conclusiones

Una empresa en proceso de extinción de dominio tiene comportamientos volátiles que no generan una alta correlación con las variables macroeconómicas, lo que implica un análisis técnico acompañado de variables subjetivas que le generen mayor conocimiento de la empresa, del sector y del país, para realizar un resultado final a la valoración de empresas.

No existe un modelo de valoración financiera que tenga presente la volatilidad de las compañías que se encuentran en proceso de extinción de dominio, lo cual genera que el método actual sea el más apropiado, pero desconociéndose los factores contradictorios que pueden llegarse a presentar.

Una empresa que se encuentra en proceso de extinción de dominio siempre se va a ver enfrentada a fuertes cambios financieros, ya que se ve obligada a adquirir fuentes de capital de trabajo a un alto costo que, inclusive, es superior a la tasa de usura regulada por la superintendencia financiera.

No existe suficiente información de empresas bajo un proceso de extinción de dominio; de igual manera, no existe bastante información financiera pública para hacer un análisis comparativo entre las compañías del sector.

Las consolidaciones de estas proyecciones hacen que el valor de la acción muestre un crecimiento año a año positivo, brindándole al accionista confianza para continuar creyendo en la compañía y esperando que una vez se culmine el proceso jurídico de extinción de dominios, la compañía se siga expandiendo en el mercado vinícola y pueda continuar alcanzando sus propósitos financieros.

Las herramientas presentadas a lo largo del trabajo permiten realizar una adecuada interpretación de los estados financieros de la empresa Casa Grajales S. A., que la muestran en una posición favorable dentro del mercado gracias a su adecuado nivel de endeudamiento, aunque acompañado por una liquidez poco favorable presentada por los hechos circunstanciales que afectan el desarrollo económico de la compañía; la rentabilidad no refleja las expectativas de los inversionistas, aunque se aprecia el gran esfuerzo de la administración por sacar la compañía adelante, el cual se acompaña del reflejo de la gestión realizada. Aun así Casa Grajales S. A. lograr diferenciarse de otras empresas gracias al desarrollo de ventajas competitivas, logrando obtener la preferencia de los consumidores con sus nuevas líneas de productos.

Recomendaciones

Uno de los temas que generan mayor preocupación en las inversiones y desembolsos de las empresas es la determinación de la rentabilidad que se está obteniendo por el capital invertido. Por ello se ha desarrollado una serie de indicadores con la finalidad de estimarla, y para todos los años analizados muestra un comportamiento positivo; por el lado de la gestión, se deben establecer las políticas correspondientes en materia de rotación de la cartera y los inventarios, a fin de obtener un mayor dinamismo en las inversiones.

Es importante definir las políticas de nuevos proyectos para que la empresa lleve adelante que le agreguen valor, y rechace aquellos que lo destruyan; por ello se recomienda tomar las decisiones adecuadas orientadas hacia proyectos cuya rentabilidad supere su costo del capital. De la misma manera, su participación dentro del mercado con base en su buen desempeño en las nuevas líneas ha mostrado buenos resultados, haciéndose necesario mantener el adecuado funcionamiento interno de la empresa mediante el reflejo positivo de sus indicadores, labor en manos de quienes la dirigen. Son personas que deberán estar totalmente identificadas con la empresa y ser conocedoras del entorno competitivo al que se enfrentan.

Referencias

- Alonso Almeida, M. del M. (2010). Valoración por los analistas financieros de la información de las empresas, divulgada a través de internet. *Estudios Gerenciales*, 26(114), 169-188. Disponible en https://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/estudios_gerenciales/article/view/336/336
- Álvarez García, R. D. y Borraez Álvarez, A. F. (2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados. *Semestre Económico*, 9(18), 59-83. Disponible en <http://revistas.udem.edu.co/index.php/economico/article/view/879/873>
- Ámbito (2018). *Colombia – Riesgo país*. Sitio web ambito.com. Disponible en <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=4>
- Aznar Believer, J., Cervelló Royo, R. y García García, F. (2011) Una alternativa multicentro a la valoración de empresas: Aplicación a las cajas de ahorro. *Estudios de Economía Aplicada*, 29(1), 1-15. Disponible en <http://www.redalyc.org/pdf/301/30120835016.pdf>
- Bancolombia (2017). *Tabla Marcoeconómicos Proyectados. Informes Trimestrales*. Medellín: Bancolombia. Disponible en <https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/tablas-macroeconomicos-proyectados>
- Bitar, D. (2016). “En Colombia no se produce licor”: Domecq. *Publicidad & Mercadeo*, 4 de agosto. Disponible en <http://www.revistapym.com.co/noticias/consumo-alcohol-colombiaDomeq> (2002),
- Blanco Pascual, L. (2009). Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: proyección de ratios y estimación del valor terminal por ratios. *Universo Contábil*, 5(2), 125-141. Disponible en <http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/1410/970>
- Brigham, E. F. y Ehrhardt, M. C. (2014). *Finanzas corporativas* (2.ª ed.). Boston: Cengage Learning. Disponible en https://xlibros.com/wp-content/uploads/2014/04/Finanzas-Corporativas-2edi-Ehrhardt-FL_redacted.pdf
- Caboblanco Santamaría, L. (2012). Valoración de empresas: errores a evitar. *Estrategia Financiera*, 292, 30-34. Disponible en <http://pdfs.wke.es/4/9/5/0/pd0000074950.pdf>
- Damodaran, A. (2018). *Annual returns on stock, T. Bonds and T. Bills: 1928-current*. Disponible en http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html
- Euromonitor International (2017). *Wine in Colombia*. Londres: Euromonitor International.
- Fernández, P. (2007). *120 errores en valoraciones de empresas*. Documento de investigación n.º 681. Universidad de Navarra, IESE Business School. Disponible en <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0681.pdf>

- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Documento de investigación n.º 771. Universidad de Navarra, IESE Business School. Disponible en <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>
- Galindo Lucas, A. (2005). *Fundamentos de valoración de empresas*. S. d. Disponible en <http://www.eumed.net/libros-gratis/2005/agl/agl.pdf>
- Gutiérrez Preciado, D. (2015). ¡Que se derrame una gota de sangre, pero no una de licor! [blog]. *El Espectador, Blogs Economía*, 26 de marzo. Disponible en <http://blogs.elespectador.com/economia/el-mal-economista/que-se-derrame-una-gota-de-sangre-pero-no-una-de-licor>
- Jaramillo Gutiérrez, A. (2016) *Valoración de la empresa ALISCCA por el método de flujo de caja de libre descuento* [tesis de maestría]. Universidad EAFIT, Escuela de Economía y Finanzas. Disponible en https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/9563/Alexandra_JaramilloGutierrez_2016.pdf?sequence=2&isAllowed=y
- Koller, T., Goedhart, M. y Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5.ª ed.). Estados Unidos: John Wiley & Sons, Inc. Disponible en http://elibrary.bsu.az/books_200/N_1.pdf
- Lira, B., Rangel, J. y Obuchi, R. (2016). ¿Cómo fijar los precios cuando hay alta inflación? *Debates IESA*, 21(1), 30-33. Disponible en <http://virtual.iesa.edu.ve/servicios/wordpress/wp-content/uploads/2016/04/Lira-ene-mar-2016.pdf>
- Maquiera V., C. y Willatt, H. C. (2006). Metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE). *Estudios de Administración*, 13(2), 1-23. Disponible en <http://repositorio.uchile.cl/handle/2250/140264>
- Moscoso Escobar, J. y Botero Botero, S. (2013). Métodos de valoración de nuevos emprendimientos. *Semestre Económico*, 16(33), 237-264. Disponible en <http://www.scielo.org.co/pdf/seec/v16n33/v16n33a10.pdf>
- Narváez Liceras, A. (2009). Valoración de empresas: en búsqueda del precio justo. *Contabilidad y Negocios*, 4(7), 23-30. Disponible en <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/contabilidadyNegocios/article/view/626/614>
- Ortiz Hoyos, J. D. (2001). La valoración de empresas. *Semestre Económico*, 5(8), 1-13. Disponible en <http://revistas.udem.edu.co/index.php/economico/article/view/1394/1439>
- Pardo Torregrosa, I. (2017). Alcoholismo, un problema mundial con rostro soviético. *La Vanguardia. Internacional*, 9 de septiembre. Disponible en <http://www.lavanguardia.com/internacional/20170902/43102195975/sabado-mapas-alcoholismo-problema-mundial.html>
- Parra Barrios, A. (2013). Valoración de empresas: métodos de valoración. *Contexto*, 2(1), 87-100. Disponible en <http://revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/view/44/341>

- Rojas López, M. D., Zuluaga Laserna, E. y Valencia Corrales, M. E. (2014). Sistema de inferencia difuso para la valoración de empresas. *Ingenierías*, Universidad de Medellín, 13(24), 89-108. Disponible en <http://revistas.udem.edu.co/index.php/ingenierias/article/view/918/1040>
- Sarmiento S., J. A. (2000). *Valoración de empresas: métodos contables para la valoración*. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana. Disponible en <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/presentaciones/valoracion.pdf>
- Universidad del Rosario (s. f.). *Extinción de dominio*. Bogotá: Universidad del Rosario, Observatorio de lavado de activos y extinción de dominio. Disponible en <http://www.urosario.edu.co/observatorio-de-lavado-de-activos/extincion-de-dominio/>
- Valderrama A., M. C., Díez B., J. M. y Gaitán, S. C. (2011). Aproximación a las metodologías de estimación del costo de capital en los proyectos de inversión. El caso colombiano. Medellín: Universidad EAFIT. Disponible en <http://publicaciones.eafit.edu.co/index.php/administer/article/view/816/726>