

REPÚBLICA DE COLOMBIA  
RAMA JUDICIAL  
JUZGADO SÉPTIMO (7) CIVIL DEL CIRCUITO DE SANTIAGO DE  
CALI- VALLE

CONSTANCIA

Se corre traslado a las partes del dictamen financiero. Se fija por el término de Diez (10) días. Corriendo los días 02, 05, 06, 07, 08 ,09, 13, 14, 15 y 16 de octubre de 2020.



EDWARD OCHOA CABEZAS  
Secretario

RAD : 2019-90

---

Valoración detrimento  
patrimonial  
Comercializadora Global  
Liquors S.A.S. - Colapso  
local comercial barrio  
Caldas.

---

Agosto 2020

---

---

Material confidencial

---



**SOLIDUS**  
C A P I T A L  
BANCA DE INVERSIÓN



## AVISO LEGAL

El presente informe se expide exclusivamente para servir como prueba pericial en un proceso de responsabilidad contractual entre Global Liquors S.A.S. y Supermercados La Gran Colombia S.A., contratado por Global Liquors S.A.S. como parte demandante.

La firma de banca de inversión SOLIDUS CAPITAL S.A.S. responde por la metodología usada, garantiza que responde al estado del arte actual y a las prácticas de valoración de negocios, proyecciones financieras de flujos de caja y análisis de modelos de negocios que se usan generalmente el día de hoy.

SOLIDUS CAPITAL elaboró el presente trabajo con base en información contable y financiera suministrada por el cliente, que se considera confiable; los estados financieros del Comercializadora Global Liquors S.A.S. se recibieron con firma del representante legal de Comercializadora Global Liquors S.A.S, así como por el contador público titulado<sup>1</sup> y por el revisor fiscal<sup>2</sup> de la empresa; los presupuestos, cuadros gerenciales de control y demás información fuente que sirvieron de base para las estimaciones y cálculos citados en el presente documento, provinieron de Comercializadora Global Liquors S.A.S, y, tal como se mencionó, se consideran confiables y construidos atendiendo a la buena fe y principios de seguimiento estricto a las normas contables colombianas y en tal condición fueron recibidos, verificados, evaluados y analizados por SOLIDUS.

Este informe fue realizado por un equipo interdisciplinario dirigido por Ricardo Zambrano Insuasti, identificado con la cédula 12'997.997 de Pasto y por Alejandro Ochoa Jiménez, identificado con la cédula 94'372.745 de Cali. El señor Zambrano Insuasti es quien sustentará el informe y contestará el respectivo interrogatorio cuando el juez así lo determine; Alejandro Ochoa Jiménez podrá sustituir a Ricardo Zambrano Insuasti en caso de su ausencia parcial o total. Anexo al presente informe se entrega toda la información legal solicitada por los asesores legales que soporta la idoneidad del señor Ricardo Zambrano Insuasti como perito y empleado de esta firma. La calidad del informe compromete a toda la firma de banca de inversión SOLIDUS CAPITAL S.A.S., pero las opiniones y respuestas en estrados de Ricardo Zambrano Insuasti lo comprometen exclusivamente a él como director del informe que elaboró.

Solidus Capital S.A.S. elaboró el presente trabajo con base en información contable y financiera suministrada por el cliente, que se considera confiable. Cualquier error al respecto es responsabilidad de la empresa. Otras fuentes requeridas para la elaboración de este estudio se consideran igualmente confiables, aunque Solidus Capital S.A.S. no puede comprobar su completa exactitud. En el momento de efectuar la valoración, Solidus Capital no tiene negocios con el cliente

---

<sup>1</sup> David Sánchez López, con T.P. 215962-T.

<sup>2</sup> José Henry Pereira Varela, con T.P. 66352-T.



que generen conflictos de interés. Solidus Capital S.A.S. declara que los honorarios producto de este trabajo se pactaron por un valor no dependiente de la estimación concluyente de la valoración y que no están en ninguna medida relacionados, o dependen del resultado del proceso jurídico.

SOLIDUS CAPITAL - CONFIDENCIAL



## 0 RESUMEN EJECUTIVO

La empresa Comercializadora Global Liquors S.A.S., con NIT 900450252-4, domiciliada en el municipio de Yumbo, con matrícula mercantil 822501-16 del 12 de julio de 2011, inició un proceso judicial en contra de Supermercados La Gran Colombia S.A. para reclamar el detrimento patrimonial derivado del colapso del segundo nivel de la estructura del inmueble que mantenía en calidad de arrendatario en la Calle 2C con Carrera 70 del barrio Caldas, (en adelante *el local comercial del barrio Caldas*) en el sur de Cali, donde se vieron afectadas múltiples operaciones de comercio que se llevaban a cabo en el mencionado lugar, colapso sucedido el día 23 de octubre de 2017.

Con el fin de aportar al proceso un informe pericial, Global Liquors S.A.S. contrató a la firma de Banca de Inversión Solidus Capital S.A.S., para realizar la valoración detrimento patrimonial originado por el mencionado suceso. En tal sentido, Solidus Capital presentó el informe de fecha enero de 2019 que fue sustentado ante el Juez Séptimo Civil del Circuito de Santiago de Cali, en la audiencia de fecha 21 de agosto de 2020, audiencia en la que el señor juez Dr. Libardo Antonio Blanco Silva solicitó la actualización de la valoración del detrimento patrimonial, teniendo en cuenta el impacto que ha tenido sobre la economía, la pandemia del Covid 19.

En atención a la solicitud referida, se realizó el presente informe en el que se trazaron dos objetivos específicos, a saber:

1. Verificar el cumplimiento de las cifras proyectadas en el informe de valoración de detrimento de fecha enero de 2019, en contraste con los resultados comerciales obtenidos por Global Liquors S.A.S. hasta agosto de 2020.
2. Estimar el valor del detrimento patrimonial de Global Liquors S.A.S. incorporando en los cálculos el impacto que ha tenido la pandemia del Covid 19 sobre la economía y en específico sobre la actividad comercial de Global Liquors S.A.S.

La presente actualización del trabajo de estimación de la pérdida de valor financiero en el patrimonio de la empresa Comercializadora Global Liquors S.A.S., producto del mencionado colapso del inmueble en arriendo, mantiene la metodología utilizada en informe de fecha enero de 2019, donde se valoró el negocio con corte a 30 de septiembre de 2017 (último corte de información disponible antes del colapso del local comercial del Barrio Caldas), bajo dos escenarios distintos: en el primer escenario se contempla que Comercializadora Global Liquors S.A.S. operaba como ente en marcha, en condiciones normales de mercado y las expectativas de crecimiento de la empresa en su momento; en el segundo escenario se tiene en cuenta el efecto adverso que se presentó sobre los ingresos y los resultados de la empresa tras el colapso del local del barrio Caldas. En los dos casos se partió de la estructura de ingresos, costos y gastos de la empresa, utilizando metodologías aceptadas y reconocidas internacionalmente, así como información contable firmada por contador público, y suministrada por el cliente, complementada con la investigación propia de Solidus Capital S.A.S.



Fuentes: cálculos Solidus Capital

El colapso de la estructura del local del barrio Caldas tuvo como consecuencia el cese definitivo de las actividades que en este establecimiento de comercio se venían desarrollando continuamente y generó una disminución del patrimonio de Global Liquors S.A.S. y por ende, el de sus accionistas. La diferencia entre el primer y segundo escenario de valoración realizados muestra que dicha reducción está en el orden de **\$2.293.01** millones de pesos. Actualizando dicho valor al corte 31 de agosto de 2020 con el costo de capital<sup>3</sup> de la empresa, el detrimento patrimonial asciende a **\$4.231,01** millones.

Otros aspectos económicos como el impacto en el empleo generado, costos asumidos por concepto de honorarios jurídicos y menores impuestos pagados al estado producto de la caída en la facturación no se analizan en el presente estudio.

<sup>3</sup> En este caso, costo promedio ponderado de capital, CPPC de 16.36% promedio entre 2017 y 2020.



## Tabla de contenido

<b>AVISO LEGAL</b> .....	<b>2</b>
<b>0 RESUMEN EJECUTIVO</b> .....	<b>4</b>
<b>1 CONSIDERACIONES PRELIMINARES</b> .....	<b>8</b>
<b>2 ASPECTOS DE MERCADO Y COMPETENCIA</b> .....	<b>10</b>
<b>2.1 Industria de bebidas alcohólicas</b> .....	<b>10</b>
2.1.1 Mercado internacional .....	10
<b>2.1.2 Mercado nacional</b> .....	<b>14</b>
2.1.3 Mercado local: análisis de empresas comparables a Comercializadora Global Liquors S.A.S., industria de bebidas alcohólicas .....	18
<b>2.2 Industria cervecera</b> .....	<b>20</b>
2.2.1 Mercado internacional .....	20
2.2.2 Mercado nacional.....	21
<b>2.3 Industria de producción de hielo</b> .....	<b>24</b>
2.3.1 Mercado internacional .....	24
2.3.2 Mercado Nacional.....	26
2.3.3 Mercado local: análisis de empresas comparables a Comercializadora Global Liquors S.A.S., Industria de producción de hielo .....	26
<b>2.4 Industria de agua embotellada</b> .....	<b>28</b>
2.4.1 Mercado internacional .....	28
2.4.1 Mercado nacional.....	32
<b>3 VALORACIÓN GLOBAL LIQUORS A SEPTIEMBRE 2017 - ESCENARIO BASE</b> <b>35</b>	
<b>3.1 Metodología</b> .....	<b>35</b>
<b>3.2 Supuestos de proyección</b> .....	<b>35</b>
3.2.1 Estimación de la evolución de los ingresos para Global Liquors S.A.S.....	35
3.2.2 Estructura interna de costos y gastos.....	38
3.2.3 Capital de trabajo operacional.....	40
3.2.4 Inversiones de capital.....	41



<b>3.3</b>	<b>Valoración del patrimonio de Global Liquors S.A.S. con corte a septiembre 30 de 2017 - Escenario base</b> .....	<b>41</b>
3.3.1	Valor de la deuda financiera (A) .....	42
3.3.2	Caja y equivalentes (B).....	42
3.3.3	Resultados de valoración del patrimonio de Global Liquors S.A.S. con corte a septiembre 30 de 2017 - Escenario Base.....	42
<b>4</b>	<b>VALORACIÓN GLOBAL LIQUORS A SEPTIEMBRE 2017 - ESCENARIO COLAPSO LOCAL BARRIO CALDAS</b> .....	<b>43</b>
<b>4.1</b>	<b>Metodología</b> .....	<b>43</b>
<b>4.2</b>	<b>Supuestos de proyección</b> .....	<b>43</b>
4.2.1	Estimación de la evolución de los ingresos .....	43
4.2.2	Estructura interna de costos y gastos.....	46
4.2.3	Capital de trabajo operacional.....	48
4.2.4	Inversiones de capital.....	48
<b>4.3</b>	<b>Valoración del patrimonio de Global Liquors S.A.S. con corte a septiembre 30 de 2017 - Escenario colapso local barrio Caldas</b> .....	<b>49</b>
4.3.1	Valor de la deuda financiera (A) .....	49
4.3.2	Caja y equivalentes (B).....	49
4.3.3	Contingencias (C).....	49
4.3.4	Resultados de valoración del patrimonio de Global Liquors S.A.S. con corte a septiembre 30 de 2017 - Escenario colapso local barrio Caldas.....	49
<b>5</b>	<b>CONCLUSIONES</b> .....	<b>51</b>
<b>6</b>	<b>ANEXOS</b> .....	<b>54</b>
<b>7</b>	<b>OTRAS FUENTES Y REFERENCIAS</b> .....	<b>61</b>



## 1 Consideraciones preliminares

Global Liquors S.A.S., cliente de Solidus Capital S.A.S., inició un proceso judicial en contra de Supermercados La Gran Colombia, alegando detrimento patrimonial que se generó en el marco de un contrato de arrendamiento de un inmueble, por la caída de una de las estructuras de dicho inmueble, lo cual ocasionó la terminación de todas las actividades comerciales desarrolladas en el mencionado lugar.

Con el fin de aportar al proceso un informe pericial, Global Liquors S.A.S. contrató a la firma de Banca de Inversión Solidus Capital S.A.S., para realizar la valoración detrimento patrimonial originado por el mencionado suceso. En tal sentido, Solidus Capital presentó el informe de fecha enero de 2019 que fue sustentado ante el Juez Séptimo Civil del Circuito de Santiago de Cali, en la audiencia de fecha 21 de agosto de 2020, audiencia en la que el señor juez Dr. Libardo Antonio Blanco Silva solicitó la actualización de la valoración del detrimento patrimonial, teniendo en cuenta el impacto que ha tenido sobre la economía la pandemia del Covid 19.

En el presente trabajo se realiza la actualización de la estimación de la pérdida de valor financiero en el patrimonio de la sociedad Comercializadora Global Liquors S.A.S. producto del colapso del local comercial del barrio Caldas, para lo cual se valoró la empresa con corte a 30 de septiembre de 2017 (fecha del último corte de información financiera disponible antes del colapso del local comercial del Barrio Caldas), con dos escenarios distintos: el primer escenario,

como negocio en marcha con las condiciones previas al colapso del inmueble y con las expectativas de crecimiento de la empresa en ese momento; el segundo escenario refleja el impacto negativo que se presentó sobre los ingresos, los resultados y, en general, sobre toda la actividad comercial de la Comercializadora Global Liquors S.A.S. como consecuencia del mencionado suceso.

Previo al siniestro, la sociedad Comercializadora Global Liquors S.A.S. había acumulado una trayectoria comercial en el establecimiento comercial del Barrio Caldas, de más tres años y destinaba el local comercial a realizar tres actividades, a saber: (1) Expendio y distribución de licores, (2) fabricación de hielo y (3) subarriendo de espacios comerciales. El ejercicio de valoración patrimonial comprende el desarrollo de estas tres distintas actividades para la empresa. Los posibles detrimentos patrimoniales de los terceros subarrendatarios de locales comerciales no fueron estimados en este trabajo.

Solidus Capital utilizó para la elaboración del presente trabajo metodologías aceptadas y reconocidas internacionalmente, basándose en información obtenida de dos fuentes: la suministrada por el cliente que incluye, entre otras, la contable con la respectiva firma del contador; y la que es producto de la investigación propia, la cual proviene de fuentes diversas que se consideran confiables, aunque Solidus Capital no puede comprobar su completa exactitud<sup>4</sup>.

Tomando como referencia la Ley de litigios de activos financieros que no transan en bolsa

---

<sup>4</sup> Bloomberg, The Deal, The Wall Street Journal, La República, Banco de la República y DANE, entre otros.



*(Private Securities Litigation Reform Act)*  
expedida en los Estados Unidos de América en 1995, es importante aclarar que la información incluida en este documento está sujeta a riesgos e incertidumbres que pueden cambiar con base en diversos factores. Las palabras “presupuesto”, “proyección”, “anticipación”, “valores esperados”, “estima”, “cree”, “opina”, “debería”, “podría”, “asume”, entre otras similares, buscan identificar o asociarse a afirmaciones a futuro. De manera acorde, advertimos que varios factores pueden causar que los resultados del presente trabajo difieran materialmente de los reales, una vez sean estos registrados históricamente. Dichos factores incluyen, por ejemplo, el índice de precios al consumidor (IPC) reportado por el DANE.

Otros aspectos económicos como el impacto en empleos perdidos, gastos incurridos por concepto de honorarios jurídicos asumidos y menores impuestos pagados a la ciudad, a la región y a la nación, producto de la disminución de las actividades comerciales de la empresa, no se analizan en el presente estudio.



## 2 Aspectos de mercado y competencia

Un ejercicio de valoración financiera de una empresa indica un rango de precios razonables para un negocio bajo ciertas circunstancias que se definen en unos supuestos. Adicionalmente, valorar negocios que no cotizan en bolsa de valores y que están ubicados en mercados emergentes requiere un tratamiento especial en cada caso.

En este capítulo, se identificarán aspectos clave de mercado de las industrias en las cuales la empresa Comercializadora Global Liquors S.A.S. estaba desarrollando actividades en el local del barrio Caldas, en especial lo referente a la industria de bebidas alcohólicas y a la de fabricación de hielo. La información estará dividida para cada una de estas dos industrias y en cada caso se presentará información del ámbito internacional, nacional y local, relevante al entorno de negocios de Comercializadora Global Liquors S.A.S., en relación con su actividad económica.

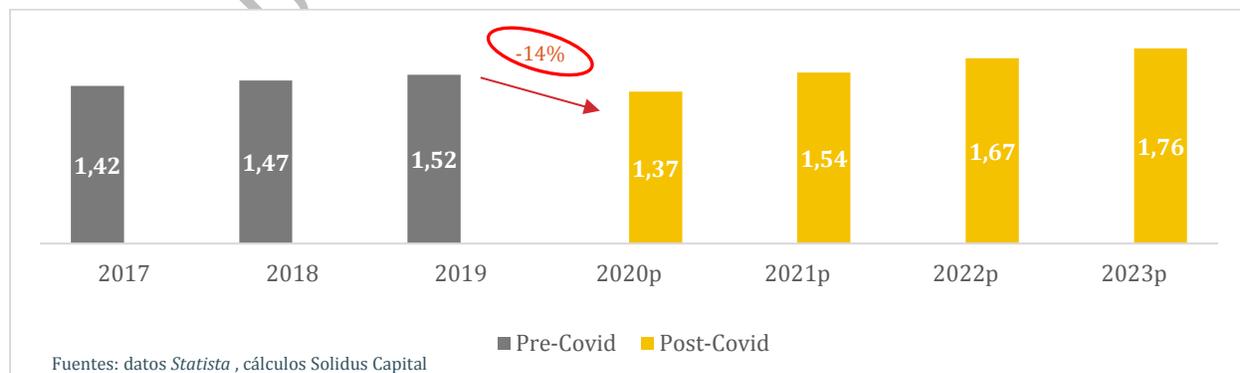
Adicionalmente, se incluirá el efecto del COVID-19 y su consecuente cuarentena en el análisis.

### 2.1 Industria de bebidas alcohólicas

#### 2.1.1 Mercado internacional

Según el reporte de bebidas alcohólicas del 2020 de Statista, el mercado global de bebidas alcohólicas está impulsado por las siguientes tendencias: el aumento en la población adulta, ingreso disponible y la demanda por mejores productos. Sin embargo, el alza de precios en estos productos junto con el incremento en la demanda de bebidas no alcohólicas atribuidos a la concientización frente a la salud restringe el crecimiento del mercado. Se anticipa que los jugadores clave en el mercado estarán atentos a fusiones de empresas para expandir el portafolio de marcas y su alcance dentro del mismo.

Gráfica 1. Mercado global de bebidas alcohólicas, USD billones, (2017-2023)





Acorde con Euromonitor, 2020, el mercado global de bebidas alcohólicas registró ventas por USD 1,5 billones en 2019 y se espera que alcance los USD 1,8 billones en 2023, teniendo en cuenta el impacto y recuperación del COVID-19, se proyecta un crecimiento anual del 8,7%. A nivel mundial, la cerveza de cebada, el vino de uvas y otras bebidas destiladas se venden como productos básicos dentro de esta categoría. El precio de estas bebidas está determinado en gran medida por los costos de producción y los aranceles aplicados a esos costos; las variaciones de precio se dan a lo largo de diferentes países, así como en diferentes periodos.

Continuando con lo anterior, el mercado global de bebidas alcohólicas está segmentado según el tipo de bebida, el canal de distribución y la geografía. En cuanto a la segmentación basada en el tipo de bebida, el mercado se clasifica en cervezas, destilados, vinos y otros<sup>5</sup>. La cerveza representó el 38% del mercado en 2019 con un valor de USD 592.000 millones, esperando crecer a una tasa compuesta anual de 3,7% a 2023. Por otro lado, el segmento más dinámico es la categoría de otros, con un crecimiento proyectado de 4,2% en el periodo analizado, pero con una participación minoritaria del 8% del mercado.

Gráfica 2. Segmentación del mercado global de bebidas alcohólicas (USD miles de millones) y crecimiento esperado, (2017-2023)



Euromonitor destaca que el mercado de bebidas alcohólicas ha sido testigo de una disminución secular en el volumen de ventas en los mercados desarrollados, mientras que la demanda en los mercados emergentes sigue creciendo. El incremento está impulsado, principalmente, por la premiumización, así como por el crecimiento en el segmento de consumo directo. A nivel mundial, más del 40% del gasto en bebidas alcohólicas son atribuibles al consumo directo (en bares, restaurantes, etc.), lo que destaca la importancia de este canal para la industria y el efecto que el COVID-19 pudo tener en el mercado que se cuantifica en una reducción de ventas del 28%, entre 2019 y 2020.

<sup>5</sup> Esta categoría abarca sidra, vino de arroz, entre otros.

Se espera que el mercado mundial de bebidas alcohólicas crezca en 18.880 millones de litros según Technavio. Esto marca un crecimiento de mercado significativo en comparación con las estimaciones de crecimiento de 2019 debido al impacto de la pandemia de COVID-19 en la primera mitad de 2020. Se proyecta que el crecimiento constante continúe a una tasa compuesta anual de más de 1%.

El reporte señala que el brote de COVID-19 ha afectado mundialmente a las empresas que operan en la industria de bebidas alcohólicas. La propagación de la epidemia ha estado interrumpiendo la cadena de suministro de las empresas, obligándolas a replantear su modelo de negocio. Además, el brote también ha comenzado a afectar las ventas de muchas industrias. Por ejemplo, el 24 de marzo de 2020, Pernod Ricard revisó sus perspectivas para el año fiscal en curso y esperaba que sus márgenes de beneficio se redujeran en casi un 20%, principalmente debido a la propagación del COVID-19. Asimismo, las empresas están transformando su modo de distribución, vendiendo a canales no directos como los minoristas o mayoristas. Por ejemplo, Constellations Brands ha visto aumentar su volumen de ventas de cerveza en casi un 30% en canales de distribución no directos, durante febrero de 2020, ya que los clientes evitan las instalaciones para detener la propagación del COVID-19.

Con base en las estadísticas reportadas por Euromonitor, en 2019 los países con mayor consumo de bebidas alcohólicas en personas mayores de 15 años registran en promedio 147 litros per cápita, esto asociado a los hábitos de consumo de bebidas alcohólicas como acompañante en las comidas. Por su parte, el consumo per cápita en Colombia alcanzó los 73,8 litros, encontrándose cerca del nivel promedio de América Latina, que está en 69 litros, en donde se destacan países como México y Chile con consumos de 100 y 87,7 litros, respectivamente.

Gráfica 3. Consumo de licor en mayores de 15 años, 2019





Gráfica 4. Gasto en consumo de bebidas alcohólicas en Latinoamérica, 2019



Asimismo, en Latinoamérica, los colombianos destinaron USD 6.348 millones a gasto de bebidas alcohólicas en 2019, ocupando el tercer puesto con una participación de 12,7%, estando por debajo de México y Brasil. Se destaca que el tamaño del mercado en Colombia registra entre 2014 y 2019 un crecimiento positivo de 10,3%, en contraste con el crecimiento de América Latina que en el mismo periodo registra 9,1%.

Aspectos clave del mercado internacional mencionados por Euromonitor:

- El mercado está impulsado por el aumento de la población mundial de adultos jóvenes, junto con los altos ingresos disponibles y la demanda de los consumidores de productos premium / super premium.
- A nivel mundial, la cerveza impulsa el mercado de bebidas alcohólicas.
- Se espera que Asia-Pacífico domine el mercado global para los próximos años.
- Se ha observado un crecimiento en el comercio minorista en línea. Por ejemplo, Drizly, una plataforma de comercio electrónico de bebidas alcohólicas ha experimentado el crecimiento de los ingresos por entrega de bebidas alcohólicas en línea.
- Los jugadores destacados son Anheuser-Busch InBev SA / NV, Bacardi Limited, Beam Suntory Inc., Constellation Brands Inc., Diageo Plc, Heineken Holding NV, Molson Coors Brewing Co., Pernod Ricard SA, SAB Miller Ltd. y United Spirits Ltd.
- Según los ejecutivos de varias empresas líderes, se percibe que las innovaciones de productos y el desarrollo de materiales *premium* son las principales áreas de crecimiento del mercado global de bebidas alcohólicas, pues el aumento mundial del ingreso disponible y cambios en las preferencias del consumidor impulsan el crecimiento de este mercado.

## 2.1.2 Mercado nacional

Gráfica 5. Mercado de bebidas alcohólicas en Colombia (2005-2024)



El reporte de bebidas alcohólicas del 2020 para Colombia de Euromonitor muestra que el mercado nacional de bebidas alcohólicas ha venido creciendo año tras año, apalancado principalmente en el incremento de los precios, evidenciando el éxito de las ventas de bebidas de mayor precio. Esta tendencia se espera que se mantenga en los próximos años, donde las

proyecciones apuntan a que el crecimiento en volumen en el periodo de 2017 a 2022 sea en promedio de 2,8%, frente a un 7,0% en el mismo periodo para el crecimiento en ventas.

El gasto en bebidas alcohólicas de los colombianos proyectado para el cierre de 2020 es de COP 7.190 millones, con un decrecimiento esperado de 4,6%, debido al impacto del COVID-19 en el bolsillo de los hogares colombianos y, por ende, con efecto en el consumo en general. Se proyecta a 2024 un consumo de COP 9.921 millones con un crecimiento medio de 8,4%.

El consumo directo incluye las ventas en bares, restaurantes, cafeterías y hoteles y representa alrededor del 30% del total de las ventas de licores; por otra parte, el consumo ulterior, que hace referencia a las ventas de licores destinadas a ser consumidas en un lugar distinto al del punto de adquisición, abarca las ventas en supermercados, establecimientos especializados y generales; este canal representa el 70% de las ventas totales de licores.

Con respecto al año 2017, el volumen total de ventas de bebidas alcohólicas disminuyó en medio de una situación económica de desaceleración, que llevó a un aumento de la carga fiscal para los colombianos después de la reforma tributaria. El aumento en los precios de las bebidas alcohólicas tuvo su origen en el cambio en la estructura impositiva que ahora incluye un componente basado en el precio final del producto (*ad-valorem*). Las ventas de la mayoría de las bebidas alcohólicas se vieron negativamente afectadas en el canal ventas para consumo directo.

Acorde con el reporte de Euromonitor, 2020, el desempeño del mercado de bebidas alcohólicas de Colombia en 2019 tuvo una mejora con respecto al año anterior, impulsado por la categoría de cerveza, que se benefició de los cambios en los hábitos de consumo. Esto no solo se debió a la creciente oferta de marcas de cerveza industrial y artesanal, sino de la migración del consumo de otras bebidas alcohólicas a la cerveza. En la mayoría de las categorías, las marcas estándar y económicas registraron desempeños positivos. Esto ocurrió cuando algunas categorías fueron testigos de aumentos significativos de precios derivados de la reforma tributaria y, como resultado,

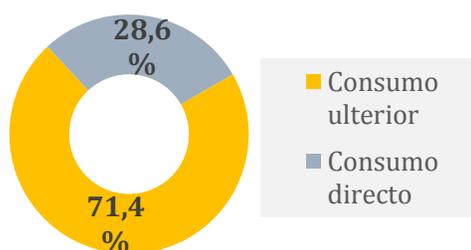


muchos consumidores cambiaron a productos más baratos, impactando positivamente las ventas por volumen.

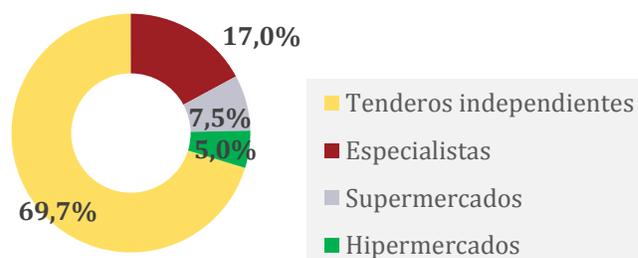
Con base en el mismo reporte, el vino espumoso distinto del Champagne experimentó un dinamismo continuo en 2019, ya que el consumo se extendió a ocasiones cada vez más informales. Una mayor exposición de los diversos vinos espumosos reforzó su popularidad, mientras que los precios en alza del Champagne hicieron que estos productos, ya considerados costosos, fueran aún menos atractivos. La categoría de bebidas llamadas *Spirits* se vio afectada por dos tendencias principales en 2019. La primera fueron las compras aspiracionales que dieron como resultado que los consumidores pasaran del aguardiente a los whiskies, que se perciben como más sofisticados. Esto benefició particularmente al whisky irlandés y al escocés mezclado. En segundo lugar, la popularidad de los cocteles, permitiendo que los consumidores mezclaran sus propias bebidas, apuntalaron el notable crecimiento demostrado por la ginebra, el tequila y los licores amargos.

El reporte también menciona que, aunque el panorama de la distribución no cambió significativamente en 2019, los whiskies estaban ganando presencia en pequeñas tiendas independientes a través de marcas económicas, que continuaron compitiendo con otros licores como el aguardiente, una categoría en notable declive. En el caso del vino, las tiendas de descuento jugaron un papel cada vez más importante en la distribución de consumo ulterior, a lo que los supermercados e hipermercados respondieron introduciendo vinos que eran incluso más baratos que las marcas de las tiendas de descuento, estimulando el crecimiento en términos de ventas en volumen.

Gráfica 6. Distribución de ventas por tipo de canal y detalle de los participantes en el canal de consumo ulterior, 2019.



En mayor proporción, las ventas de bebidas alcohólicas se realizan para el consumo en un lugar distinto al punto de adquisición. A su vez, los lugares preferidos para estas compras son las tiendas y establecimientos especializados.

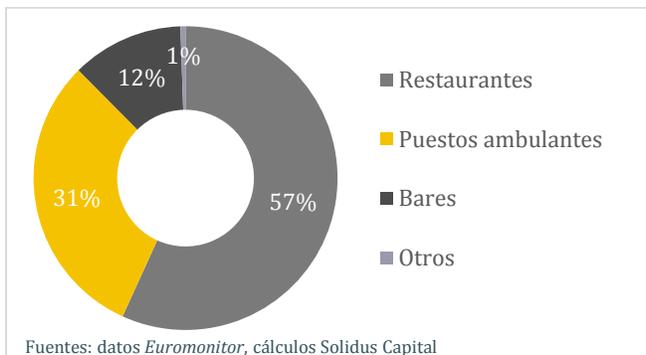


Fuente: Euromonitor Internacional

Con relación al consumo directo, el reporte afirma que el número de puntos de venta de servicios de alimentos para el consumidor continuó aumentando en 2019, pero las ventas de bebidas alcohólicas no han experimentado una mejora en esta categoría, ya que los consumidores son cada vez más conscientes de sus gastos y, como consecuencia, han reducido la frecuencia de visitas a estos establecimientos. Adicionalmente, las bebidas alcohólicas se excluyeron con más frecuencia de los pedidos en los restaurantes. En cambio, se ha evidenciado un mayor consumo de bebidas en casa, ya

que los minoristas ofrecen una amplia variedad de productos y rangos de precios. A la par de la expansión de los pubs, la cerveza artesanal también ha experimentado un crecimiento dinámico en el canal minorista, gracias a una mayor oferta de sus productos dentro de los minoristas modernos, así como a aplicaciones de entrega como Rappi, que facilitan a los consumidores pedir una amplia variedad de marcas que no están necesariamente disponibles en puntos de venta.

Gráfica 7. Distribución de establecimientos en el canal de consumo directo. 2019



Los restaurantes figuran como el canal con mayor potencial para distribución de bebidas alcohólicas, pero evidenciaron un menor consumo de licor dentro de sus pedidos. En 2019 se tenía un registro de 6.911 bares, un 2,6% mayor a la cifra de 2018. Sin embargo, debido a las fuertes medidas adoptadas por el COVID-19 el número de establecimientos se ha reducido en 2020.

Algunos aspectos relevantes del mercado nacional de bebidas alcohólicas destacados por el reporte de bebidas alcohólicas de 2020 de Euromonitor son:

- Frente a una difícil situación de las finanzas públicas, a finales de 2016 el Gobierno impulsó una reforma fiscal estructural y, entre otras medidas, aumentó la tarifa de impuesto a las ventas (IVA) de 16% a 19%, afectando a muchos bienes y servicios, impactando considerablemente a las personas en los segmentos de ingresos medios y bajos. Además, los impuestos a las bebidas alcohólicas y los productos de tabaco aumentaron significativamente. Los nuevos impuestos que entraron a regir desde el 1 de enero de 2017 incluyen un impuesto específico de COP 150 por grado de alcohol para aperitivos de vino y un componente basado en el precio final del producto (*ad-valorem*) de 20%; a esto se le suma el pago de una tarifa de impuesto a las ventas (IVA) de 5%. Para las bebidas destiladas, la tarifa por grado de alcohol es COP 220, un impuesto *ad-valorem* de 25% más 5% de IVA. Para cerveza, no hubo nuevos impuestos, siendo afectado solo por el aumento del 16% al 19% de la tarifa general del IVA.
- Las tiendas minoristas y especializadas conservan su liderazgo en la venta de bebidas alcohólicas: el panorama minorista en Colombia ha enfrentado cambios rápidos, con tiendas de descuento expandiéndose en todo el país, pero para las bebidas alcohólicas su penetración aún no es significativa. El segmento de vinos está ganando importancia en las tiendas minoristas, ya que estas empresas son importadores directos con capacidad de negociación por el alto volumen de compra, logrando impactar con una oferta centrada en vinos de bajo precio. En cerveza, las marcas importadas a precios muy bajos están comenzando a aparecer en tiendas de descuento y es probable que vean un desempeño positivo.



Las tiendas minoristas continúan siendo el canal de distribución más grande para bebidas alcohólicas, incluidas la cerveza y, en menor medida, las bebidas destiladas locales como el aguardiente.

- Como resultado del COVID-19, el consumo directo se verá afectado negativamente por las cuarentenas y las restricciones legales, generando un cambio en los patrones de consumo del canal directo hacia el consumo ulterior. Las ventas de categorías populares de vino, como el champagne y otros vinos espumosos, se verán particularmente impactadas por dicho cambio. Sin embargo, el consumo ulterior está experimentando un crecimiento ligeramente positivo en la demanda de productos como: cerveza importada *lager*<sup>6</sup> para consumidores de clase media. Igualmente, se espera que las cervezas experimenten la mayor variación en la transición de consumo directo a consumo ulterior.
- El cierre prolongado de muchas industrias en Colombia está teniendo un impacto severo en el desempeño económico del país. Según el gobierno colombiano, la actividad económica del país se contrajo un 17% en el segundo trimestre de 2020 y el desempleo alcanzó el 21% en mayo, siendo este el doble con respecto al año anterior. Asimismo, aproximadamente la mitad de la población económicamente activa del país depende del empleo informal y debido a las cuarentas muchos han perdido su fuente de ingresos. Estos factores han tenido un impacto significativo en la demanda de bebidas alcohólicas (Revista Dinero, 2020).
- Se espera que la mayoría de las categorías de vinos experimenten un crecimiento negativo o vean rendimientos positivos marginales, sin embargo, las categorías de vinos espumosos continuarán ganando relevancia como bebida social a medida que disminuyan las restricciones de cuarentena. Un ejemplo de ellos sería el vino rosado, que atraerá a más consumidores. En general, las bebidas espirituosas están perdiendo participación de mercado, debido a que los consumidores se están trasladando a productos menos costosos y más convenientes. Sin embargo, a largo plazo, se espera que los amargos, la ginebra y el tequila se recuperen a medida que la tendencia de los cocteles regrese gradualmente.
- A pesar de los cambios tributarios ocurridos en 2017 y que tuvieron un impacto significativo en los precios de las bebidas alcohólicas, ocasionando una fuerte competencia de precios, en 2019 las empresas se enfocaron en construir su marca a través de la introducción de productos más económicos, contribuyendo a mejorar el volumen de ventas y ampliar la cantidad de alternativas disponibles para los consumidores menos fieles a las marcas, que buscan con mayor frecuencia una relación precio-calidad en su consumo. En el futuro, se espera que los nuevos lanzamientos reflejen un mayor dinamismo de las ventas por volumen de bebidas alcohólicas.

---

<sup>6</sup> Tipo de cerveza con sabor acentuado que se sirve fría, caracterizada por fermentar en condiciones más lentas, empleando levaduras especiales, conocidas como levaduras de fermentación baja.



### 2.1.3 Mercado local: análisis de empresas comparables a Comercializadora Global Liquors S.A.S., industria de bebidas alcohólicas

El impacto del COVID-19 ha afectado el mercado de bebidas alcohólicas, debido a las restricciones y medidas de aislamiento impuestas por el gobierno nacional. La Industria Licorera del Valle ha sufrido un declive en ventas en los canales de consumo directo debido al cierre de bares, discotecas, restaurantes, entre otros, situación que ha llevado a la compañía a asociarse con la Industria de Licores de Antioquia para mitigar el efecto de la pandemia (Caracol, 2020).

Por otro lado, La Industria Licorera del Valle ha puesto en marcha la producción de alcohol industrial para suministrar insumos a los hospitales y hogares en los procesos de desinfección. Asocaña realizó una primera entrega de 41.000 litros alcohol al 99,7% para la producción de alcohol industrial, lo cual deja en evidencia la necesidad de la industria en generar nuevas líneas de negocio por la reducción de las ventas de licor. (Alcaldía de Cali, s.f.).

En Cali, las medidas de cuarentena estuvieron acompañadas por medidas de restricción de venta de licor (ley seca), que comenzó implementándose en pocos barrios con alto número de contagios, pero que luego se extendió a toda la ciudadanía; dicha medida se aplicaba durante los fines de semana, partiendo desde el viernes a las 10:00 PM hasta las 5:00 AM del lunes, los caleños que no cumplieran la norma eran penalizados con una multa de \$936,000 pesos. Estas medidas afectaron todos los canales, tanto de consumo directo como ulterior (futbolred, s.f.).

La resolución 1569 de 2020 dio el aval para la implementación del plan piloto de ventas de licor desde el 17 de septiembre. Dicho piloto buscó beneficiar a los establecimientos comerciales que ofrecen licor durante la celebración del día de la amistad, sin embargo, se mantuvieron ciertas medidas de seguridad para mitigar el aumento de los casos de COVID-19, algunas de ellas son: los establecimientos sólo podrán operar hasta la 1:00 AM, los bares y restaurantes deben mantener las mesas a dos metros de distancia cada una con un máximo de seis personas por mesa, usando tapabocas, en caso de que no se cuente con el espacio se podrá solicitar el uso de espacio público al municipio, finalmente para evitar las filas y aglomeraciones se deben implementar sistemas de reserva, los establecimientos que no cumplan con dichas medidas se verán expuestos a sanciones. Este plan piloto busca incentivar el canal de consumo directo que se estima en 1.400 establecimientos comerciales, que beneficiarían a 20.000 ciudadanos (El País, 2020).

Con base en información financiera disponible en el sistema de información reporte empresarial (SIREM) y el portal de información empresarial (PIE)<sup>7</sup>, se consolidó una muestra de 15 empresas de 8 ciudades del país que ejercen actividades similares a las de Comercializadora Global Liquors S.A.S., con el fin de comparar los indicadores de rentabilidad de la empresa contra dicha muestra. Los resultados fueron los siguientes:

---

<sup>7</sup> Superintendencia de Sociedades de Colombia.



Tabla 1. Comercializadora Global Liquors S.A.S. y empresas comparables (2012 - 2017)

EMPRESA / Margen	Bruto	Operacional	EBITDA	Neto
Importadora y Productora de Licores S.A.	31%	13%	17%	7%
Distribuidora Galvis Castillo Ltda.	25%	4%	4%	3%
Distribuidora de Licores Ltda.	28%	0%	3%	-1%
Procesadora Nacional Cigarrillera S.A.	27%	3%	2%	1%
Doble Vía Comunicaciones S.A.	65%	9%	12%	2%
Productos Mixtos Promix Colombia S. A.	68%	4%	8%	-3%
Bodegas Anejas Ltda.	53%	7%	11%	2%
Juanbe S.A.	23%	1%	3%	1%
J E Rueda & Cia S.A.	62%	5%	5%	0%
Inversiones Boga Ltda.	18%	5%	6%	4%
Bodegas de Mosela Ltda.	33%	13%	18%	7%
Elias Acosta y Cia. S.A.	20%	7%	9%	1%
Gamma Licores y Cia. Ltda.	11%	3%	2%	3%
Licores del Quindio S.A.	33%	10%	4%	9%
William Grant & Sons Colombia S.A.S.	74%	-3%	-10%	6%
<b>Promedio</b>	<b>38%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>3%</b>
<b>Comercializadora Global Liquors S.A.S.</b>	<b>17%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>

Fuente: Superintendencia de sociedades, cálculos Solidus Capital

De la comparación del promedio de los márgenes rentabilidad entre 2012 y 2017, se concluye que Comercializadora Global Liquors, presenta indicadores inferiores al promedio de la muestra, aunque a nivel de margen neto la diferencia se estrecha. Durante el periodo 2018 y 2019, la empresa Global Liquors sigue presentando márgenes por debajo de la industria y por debajo del periodo 2012 a 2017.

Tabla 2. Comercializadora Global Liquors S.A.S. y empresas comparables, (2018 - 2019)

EMPRESA / Margen	Bruto	Operacional	EBITDA	Neto
Bodegas Anejas Limitada	49%	7%	N/D	4%
Bodegas De Mosela Ltda	31%	9%	11%	4%
Distribuidora de Licores SAS	34%	8%	N/D	-4%
Distribuidora Galvis Castillo Ltda	45%	3%	4%	2%
Elias Acosta y Cia. S.A.	25%	5%	7%	-2%
Gamma Licores y Cia. Ltda	12%	6%	6%	3%
Importadora y Productora de Licores S.A.	36%	9%	10%	6%
Inversiones Boga Ltda	22%	6%	N/D	3%
Juanbe S.A.	31%	45%	48%	-46%
Lilicores del Quindío S.A.	37%	27%	28%	17%
Procesadora Nacional Cigarrera S.A.	42%	4%	6%	2%
Productos Mixtos Promix Colombia S.A.	43%	-121%	-120%	-144%



EMPRESA / Margen	Bruto	Operacional	EBITDA	Neto
William Grant & Sons Colombia Sas	73%	12%	12%	5%
<b>Promedio</b>	<b>35%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>-11%</b>
<b>Mediana</b>	<b>35%</b>	<b>6%</b>	<b>9%</b>	<b>3%</b>
<b>Comercializadora Global Liquors</b>	<b>13%</b>	<b>3%</b>	<b>N/D</b>	<b>2%</b>

Fuente: EMIS, Gestor Comercial y de Crédito, cálculos Solidus Capital

## 2.2 Industria cervecera

### 2.2.1 Mercado internacional

Según el reporte de bebidas alcohólicas publicado por Statista, el mercado mundial de cerveza llegó a los USD 591.678 millones en 2019, proyectando alcanzar los USD 683.734 millones a 2023, con una tasa de crecimiento anual de 3,7%, recogiendo dicha tasa el impacto por el COVID-19. Un aspecto importante de la cerveza es que figura como una de las bebidas más consumidas en el mundo y se prepara utilizando ingredientes como cereales, lúpulo y agua.

Algunas tendencias del mercado global es la penetración de la cultura occidental en otras regiones, lo que ha influido en el aumento del consumo de bebidas alcohólicas. Las compañías cerveceras dentro de sus estrategias de marketing recientemente han incluido cervezas *light*, bajas en calorías, apuntando hacia el segmento femenino como una estrategia de crecimiento de participación de mercado. Además, los cambios en los estilos de vida de la clase trabajadora y el incremento de los ingresos, especialmente en las economías asiáticas, han acelerado el crecimiento del mercado.

Gráfica 8. Mercado global de cerveza en USD millones y millones de litros, (2017 -2023)



Según Allied Market Research, el mercado mundial se encuentra clasificado de acuerdo con el tipo de cerveza: *lager*, *ale*, cerveza negra y malta, entre otras; a su vez, se pueden segmentar en categorías acordes con el poder adquisitivo del consumidor, tales como: cervezas populares, premium y super

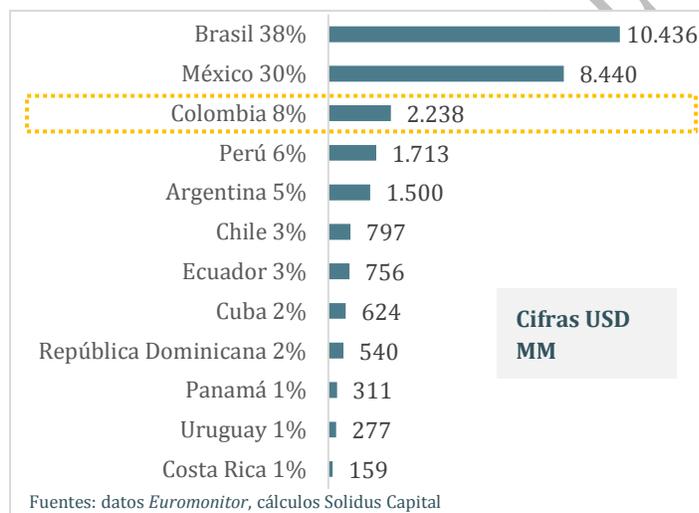
premium, siendo este último el segmento del que se espera el mayor crecimiento durante el periodo 2019-2025, debido al potencial aumento de ingresos en mercados como China, India y Brasil. El tipo *lager* fue el más consumido durante 2017, generando ingresos de USD 275.450 millones y con perspectivas de crecimiento a una tasa de 1,8%, para llegar a la suma de USD 316.725 millones en 2025. El segundo tipo más atractivo fue el de malta, el cual se espera que crezca a una tasa de 2,0%, alcanzando USD 86.556 millones en ventas para 2025.

Acorde con Euromonitor, en 2019 los países con mayor consumo de cervezas en personas mayores de 15 años registran en promedio 94 litros per cápita, esto asociado a los hábitos de consumo de bebidas alcohólicas como acompañante en las comidas. Por su parte, el consumo per cápita en Colombia alcanzó los 70,8 litros, encontrándose por encima del nivel promedio de América Latina que está en 59 litros, en donde se destacan países como México y Brasil con consumos de 94 y 76 litros, respectivamente.

Gráfica 9. Consumo de cerveza en mayores de 15 años, 2019



Gráfica 10. Valor de la producción de cerveza, 2019



En Latinoamérica, el mercado de cervezas de Colombia alcanzó los USD 2.238 millones en 2019, ocupando el tercer puesto con una participación de 8%, estando por debajo de Brasil y México. Se destaca que el tamaño del mercado en Colombia registró entre 2014 y 2019 un crecimiento positivo de 9,9% en contraste con el crecimiento de América Latina, que en el mismo periodo registró 7,9%.

## 2.2.2 Mercado nacional

El informe de la industria cervecera de Euromonitor informó que el mercado nacional de cervezas en Colombia manejó volúmenes de 2,7 billones de litros en 2019, presentando mayor dinamismo la



categoría de cervezas importadas, con una tasa de crecimiento anual esperada de 6,8%, siendo Bavaria S.A. la compañía líder en participación del mercado, abarcando el 92,8% del mercado nacional. Debido al COVID-19 se estima que el mercado tendrá un crecimiento anual promedio de 0,7% hacia 2024, alcanzado una producción de 2,8 billones de litros.

Gráfica 11. Mercado nacional de cerveza en ventas (USD BB) y volúmenes (millones de litros), (2014 -2024)



Un reporte de la misma fuente del 2018 afirmó que el año 2017 fue un periodo de grandes desafíos para la industria cervecera, las ventas se vieron estancadas por factores climatológicos como bajas temperaturas y periodos de lluvias prolongados. La situación económica general del país afectó el poder adquisitivo de los consumidores y el aumento de la carga impositiva sobre el consumo de esta clase de bebidas impactó el precio del producto de cara al consumidor, compuesto en su mayoría por la clase media que es sensible a cambios en los precios. Otros factores, como un nuevo código de policía que prohíbe el consumo de bebidas alcohólicas en espacios públicos, fueron determinantes para cambiar la dinámica de las ventas de este tipo de productos.

Acorde con el informe de Euromonitor del presente año, en 2019 se evidenciaron cambios en los hábitos de consumo, con la migración del consumo de vino y aguardiente hacia el consumo de cerveza, apalancado por el creciente interés de los consumidores por las cervezas premium y artesanales, entre las cuales se destacaron en los canales minoristas las marcas de cerveza artesanal Chelarte, 13 Pesos, Moonshine, entre otras. Un aspecto importante para resaltar es que los cambios en el IVA no afectaron las ventas de cerveza, como inicialmente esperaban los actores de la industria. La premiumización en el consumo de cerveza fue evidente para marcas globales como Budweiser y Corona, con las marcas de Central Cervecera de Colombia SAS (CCC) creciendo rápidamente.

Gráfica 12. Marcas más vendidas de cerveza en Colombia, 2019



El informe también menciona que el mercado local está dominado por la línea de cervezas de precio medio como Poker y Águila, enfocadas al consumo de las clases medias, sin embargo, estas han perdido participación de mercado ante las cervezas "premium" y artesanales.

Por muchos años, el mercado de las cervezas premium estuvo apalancado en los productores locales, una pequeña participación de marcas importadas y la industria de cerveza artesanal.

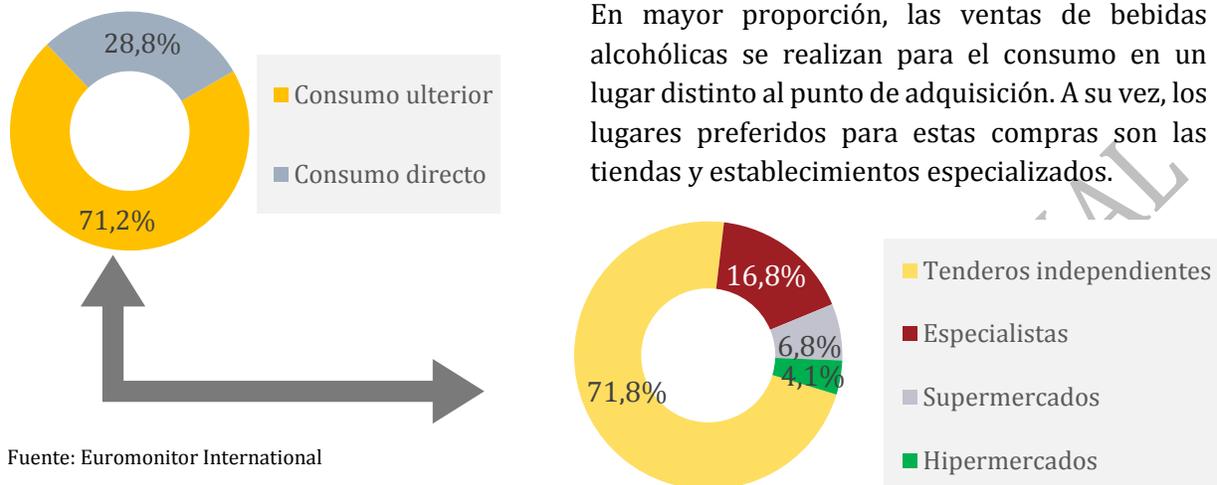
Con base en el mismo informe, se destacan los siguientes puntos con relación a los canales de distribución e impacto del COVID-19:

Con los años, ante el crecimiento de la cultura pub, la sofisticación del gusto de los colombianos y la llegada de Central Cervecera de Colombia en 2015, se expandieron las alternativas para los consumidores, que están más abiertos a nuevas experiencias entorno a la cerveza, en conjunto con nuevas experiencias gastronómicas.

Las tiendas independientes continúan siendo el mayor canal de distribución para la venta de cervezas. Los supermercados e hipermercados han ganado mayor participación de mercado en términos de volumen, debido a los cambios en los patrones de distribución de los grandes productores. La entrada de Andina en febrero de 2019 generó una fuerte competencia en estos canales; como respuesta Bavaria aumentó la presencia de cerveza Águila junto con una renovación de imagen. Asimismo, reforzó las estrategias de marketing para las marcas Águila y Poker, incidiendo en un aumento en el volumen de ventas.

Los minoristas modernos impulsaron el desempeño del consumo ulterior de la cerveza artesanal. Dichos puntos de venta ampliaron su oferta, con aplicaciones de entrega como Rappi que ofrecen a los consumidores un alto nivel de comodidad al realizar pedidos. Bogotá Beer Company innovó en la industria cervecera artesanal al ofrecer a los consumidores la oportunidad de llevar su propia comida a un establecimiento y comprar solo la cerveza para acompañar su comida. Los consumidores continuaron prefiriendo las tiendas físicas, que ofrecen conveniencia, una amplia variedad y precios competitivos.

Gráfica 13. Distribución de ventas por tipo de canal y detalle de los participantes en el canal de consumo ulterior, 2019



El mercado local se encuentra prácticamente monopolizado por Bavaria S.A. que mantiene una participación aproximada del 92,8 % sobre el resto de la competencia, que se reparten un 7,2% entre Bogotá Beer Co S.A., Central Cervecera de Colombia S.A.S. y otros agentes del mercado, con una participación del 3,9%, 3,2% y 0,2% respectivamente.

Tras los efectos del COVID-19 en 2020, se espera que el volumen de ventas de cervezas en los canales de consumo directo descienda un 32%, en cambio, en el consumo ulterior de cerveza se proyecta un incremento de 2%. Por otra parte, el uso de estrategias exitosas en el pasado como la premiumización deberá reevaluarse en términos de su relevancia y posicionamiento. Con relación a los tipos de cerveza, las ventas de las cervecerías artesanales se redujeron entre un 40% y un 50% en la primera mitad de 2020. Sin embargo, las marcas populares y de precio medio son las únicas con crecimiento positivo, ya que las grandes productoras de cerveza están en una mejor posición en términos de distribución y economías de escala. En general, en 2020, las principales instalaciones de embotellado han estado trabajando horas extra para satisfacer el aumento de la demanda, a pesar del impacto del COVID-19.

## 2.3 Industria de producción de hielo

### 2.3.1 Mercado internacional

La creciente popularidad de los cocteles, las bebidas de presentación y las bebidas caras que se sirven en bares y restaurantes de alta gama también aportan al crecimiento de la industria de

hielo, ya que el hielo ha sido utilizado en diversos propósitos de enfriamiento y exhibición de bebidas en bares, centros comerciales, tiendas departamentales y tiendas de comestibles. Sin embargo, se espera que debido a la crisis de salud pública originada por el COVID-19 este segmento presente variaciones negativas por las restricciones impuestas por los gobiernos. ( ResearchAndMarkets, 2020)

Con el fin de conocer la envergadura del mercado a nivel internacional, tomamos como referencia el americano y europeo.

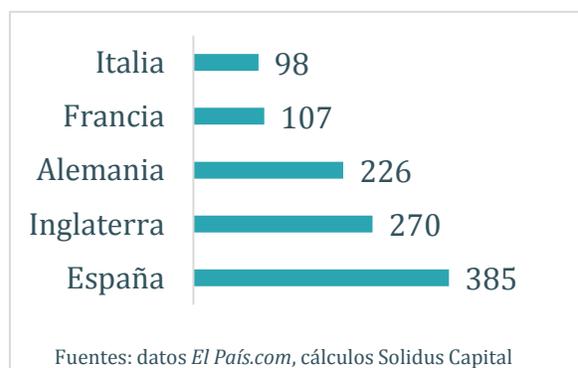
Gráfica 14. Ventas de hielo en EE. UU (USD MM), (2015-2020)

**Mercado de Estados Unidos:** para el análisis de este mercado se tomó una muestra de 389 empresas que consolidan ingresos de USD 743 millones en 2019 y que presentan una tasa de crecimiento negativa de -0.8% entre 2015 y 2020. Este mercado muestra una marcada tendencia oligopolista, concentrando el 70% de los ingresos en tres empresas al cierre del año 2016. El resto son empresas que operan en mercados locales que generan ingresos promedio inferiores a USD2 MM cada una, sin alcanzar a abarcar el 1% del total del mercado (ibis, 2019).



**Mercado europeo:** mercado liderado por la demanda española, donde 10 empresas fabrican más de 20 toneladas diarias y otras 5 superan las 100 toneladas. En total, en este país 400 fábricas producen aproximadamente entre 6 y 7 mil toneladas diarias. Se estimaron ingresos para 2014 de USD 1,087 MM, distribuidos entre Italia, Francia, Alemania, Inglaterra y España (El País , 2015).

Gráfica 15. Ventas de hielo en Europa (USD MM), 2014





### 2.3.2 Mercado Nacional

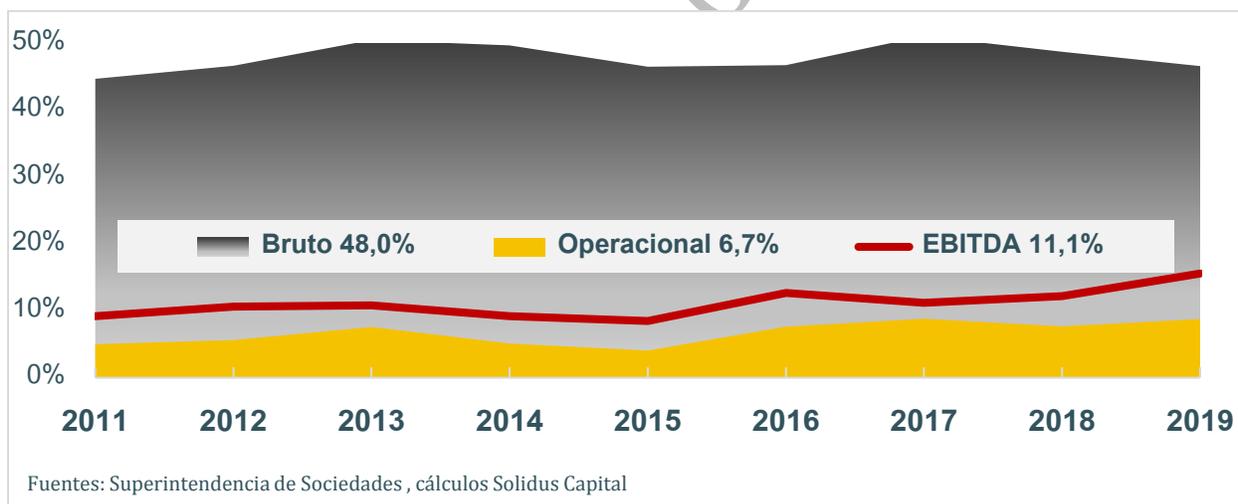
Gráfica 16. Ventas de hielo en Colombia (USD millones), (2015-2019)



El mercado nacional de hielo en Colombia generó ingresos en el año 2019 por USD 67.587 MM, arrojando un crecimiento promedio de 12%, tomando como punto de comparación la evolución de las ventas desde el año 2015 al 2019, basadas en una muestra de trece empresas del mercado nacional obtenidas de la base de datos EMIS.

Es un negocio que se caracteriza por arrojar enormes márgenes brutos que se ven sustancialmente reducidos por los altos gastos de administración y ventas, propios de esta industria. En el siguiente gráfico, tomamos una muestra de seis empresas representativas del mercado nacional para mostrar la evolución de los márgenes bruto, operacional y EBITDA desde el año 2011 al 2019.

Gráfica 17. Márgenes promedio industria de fabricación de hielo en Colombia, (2011-2019)



### 2.3.3 Mercado local: análisis de empresas comparables a Comercializadora Global Liquors S.A.S., Industria de producción de hielo

Con base en información financiera disponible en el sistema de información reporte empresarial (SIREM) y el portal de información empresarial (PIE)<sup>8</sup>, se consolidó una muestra de 7 empresas representativas de la industria de fabricación de hielo, distribuidas a nivel nacional y en la zona de

<sup>8</sup> Superintendencia de Sociedades de Colombia



influencia de Comercializadora Global Liquors S.A.S., con el fin de establecer los indicadores de rentabilidad promedio de dicha muestra. Los resultados fueron los siguientes:

Tabla 3. Empresas representativas de la industria de fabricación de hielo, 2015

EMPRESA / Margen	Bruto	Operacional	EBITDA
Comercializadora de Hielo	53,9%	0,9%	4,8%
Fábrica de Hielo Barranquillita	49,9%	11,3%	17,6%
Compañía Opita de Frio	46,2%	8,4%	13,0%
Kolbitos	28,0%	9,0%	14,0%
Hielo Industrial de Occidente	91,7%	11,2%	N/D
Hielos Cúcuta	29,7%	0,8%	2,7%
Hielo al Polo Norte	40,6%	4,6%	10,4%
<b>Promedio</b>	<b>48,5%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,4%</b>

Fuente: Superintendencia de sociedades, cálculos Solidus Capital

Adicionalmente, con base en información financiera disponible en EMIS bajo el código NAICS (312113) que incluye la fabricación de hielo, se consolidó otra muestra de 13 empresas representativas de la industria de fabricación de hielo, distribuidas nivel nacional con el fin de establecer los indicadores de rentabilidad promedio de dicha muestra. Los resultados fueron los siguientes:

Tabla 4. Empresas representativas de la industria de fabricación de hielo NAICS (312113), (2015-2019)

EMPRESA / Margen	Bruto	Operacional	EBITDA	Neto
Hielos Cúcuta Ltd.	23%	5,2%	4,5%	4%
Compañía Opita de Fríos S.A.S.	44%	11,6%	6,3%	0%
Hielo El Esquimal S A S	44%	N/D	36,8%	9%
Hielo Industrial De Occidente S.A.S. - Under Legal Investigation	41%	12,3%	-1,6%	-5%
Fábrica De Hielo Monteblanco S.A.S.	N/D	N/D	N/D	6%
Industria Hielo El Nevado S.A.S.	47%	N/D	7,7%	5%
Hielo El Dorado Ltd.	N/D	N/D	N/D	14%
Kolbitos	56%	13,9%	6,7%	4%
Comercializadora De Hielos Iglú S.A.	53%	11,3%	7,3%	2%
Hielos Santa Fé	64%	N/D	49,5%	2%
Fábrica De Hielo Barranquillita Limitada	52%	26,9%	21,4%	5%
Hielo Polar de los Andes	56%	N/D	55,7%	3%
Fábrica De Hielo Orquídea Y Compañía Limitada	46%	12,1%	7,0%	3%
Hielo Industrial De Occidente S.A.S	41%	N/D	-1,6%	N/D
<b>Promedio</b>	<b>47%</b>	<b>13%</b>	<b>17%</b>	<b>4%</b>

Fuente: EMIS, Gestor Comercial y de Crédito, cálculos Solidus Capital



## **2.4 Industria de agua embotellada**

### **2.4.1 Mercado internacional**

#### **Factores que impulsan el mercado de agua embotellada**

Acorde con el reporte de Mordor Intelligence los principales factores de desarrollo de la industria de agua embotellada son:

- La creciente preocupación por fuentes de agua poco seguras como vector de propagación de enfermedades tales como: cólera, hepatitis A, poliomielitis, etc. Un ejemplo de ellos son los resultados arrojados por la Global Burden of Disease, que estima que cerca del 1,2% de personas que murieron prematuramente en 2017 fue consecuencia de aguas contaminadas, atribuyendo un 6% de las muertes en países con bajos ingresos.
- El aumento de conciencia de los consumidores sobre la salud y el bienestar ha llevado al aumento de la demanda de agua a nivel mundial; dicho incremento lo proporciona en gran medida la región de Asia-Pacífico debido a su gran densidad poblacional. China cuenta con un 6,82% de accesibilidad al agua potable según un informe de 2018, por lo que se ha convertido en foco de crecimiento, especialmente en la demanda de agua mineral.
- La mayor parte de la población urbana en países como India, Marruecos, Etiopía, República Democrática del Congo e Indonesia están preocupados por la calidad del agua de llave, especialmente en lo que respecta al sabor y la consistencia. Esto ha incentivado la demanda de agua embotellada en los países en desarrollo.
- La conciencia de salud del consumidor ha llevado a que el agua sea un producto sustituto como alternativa a los refrescos y jugos en el mercado de bebidas, un ejemplo de ello es el declive de 2,3% en el consumo per cápita de bebidas azucaradas entre 2012 y 2017.

#### **Desafíos de la industria de agua embotellada**

Según Mordor Intelligence los principales desafíos de la industria son:

- El incremento en los casos de contaminación y escándalos de falsificación han aumentado las preocupaciones de seguridad sobre la industria global de agua embotellada. Los fabricantes de los productos ilegales no cuentan con máquinas de fabricación ni instalaciones de prueba adecuadas, muchos de los consumidores no saben que el agua que consumen es solo del grifo o agua de pozo, que puede provocar graves problemas de salud.
- Las empresas ilegales de bebidas a veces embotellan agua del grifo al mismo tiempo hacen publicidad de que el agua ha sido purificada. Algunas empresas incluso se dirigen a inmigrantes y comunidades de bajos ingresos en sus campañas de marketing. Al no cumplir con los estándares



de calidad se ha encontrado que la cantidad de hongos de moho y bacterias E. coli en dichas muestras puedan fácilmente perjudicar la salud de los consumidores.

- Los productores enfrentan el dilema a la hora de establecer el precio de sus productos, ya que este afecta su margen de beneficio y la demanda de sus productos. Para superar este problema, muchas empresas deben ofrecer sus productos a precios asequibles mediante la reducción de sus márgenes de beneficio para competir, ya que los competidores de agua ilegal venden sus productos a precios muy bajos, repercutiendo en la demanda de agua embotellada de las empresas legales.

### **Dinámica competitiva del sector**

Con base en el mismo reporte, con relación a las dinámicas competitivas de la industria se tiene que:

- **Relación con proveedores:** la presencia de múltiples proveedores que operan en el mercado hace que el poder de negociación de proveedores sea bajo, esto se evidencia en una mayor flexibilidad de precios cargados a los productores por materia primas.
- **Relación con consumidores:** el costo percibido de cambiar de una marca a otra es bajo, por lo que resulta fácil para un consumidor pasarse a otro producto de la competencia, siendo este un desafío importante para las empresas que operan en esta industria; asimismo, la oferta de productos en el mercado resulta ser numerosa, restando poder de negociación frente al consumidor. A futuro se espera que los consumidores incidan más en la reducción del precio.
- **Amenaza de nuevos entrantes:** las inversiones de capital para esta industria son bajas comparadas con los márgenes que se pueden obtener, especialmente en la compra de maquinaria, lo cual genera un incentivo para que cada vez más entren nuevos competidores al mercado.
- **Amenaza de sustitutos:** la amenaza de sustitutos en este mercado tiende a ser alta, ya que la industria de bebidas no alcohólicas y el agua de llave pueden ser una alternativa potencial del agua embotellada. Un ejemplo de ello es la instalación de filtros de agua en los hogares con el fin de aumentar la calidad del agua.
- **Nivel de competitividad:** este mercado está compuesto por un gran número de empresas junto con la presencia de empresas globales como Coca Cola Company o Nestlé, las cuales tienden a diferenciar sus productos de manera más frecuente en término de tamaño, ingredientes, presentación o sabor, incrementando el nivel de competencia.

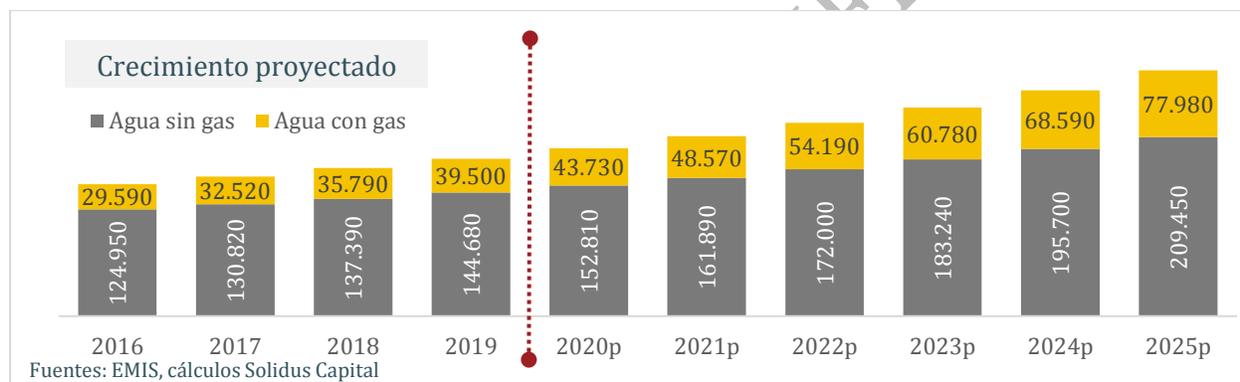
### **Tamaño de mercado y segmentos de agua embotellada**

El mercado global de agua embotellada fue valorado en USD 184.190 millones en 2019 y se proyecta que crezca a una tasa promedio anual de 7,9% hasta 2025, para alcanzar los USD 287.440 millones. El mercado de agua embotellada puede segmentarse por: tipo, canal de distribución o geografía. Con relación al tipo de agua, en 2019 el agua sin gas abarcó un 78,5% del mercado, mientras que el agua con gas un 21,4%. El crecimiento promedio anual entre 2019-2025 para las categorías de agua sin gas y con gas se estiman en 6,5% y 12,2%, respectivamente (Mordor Intelligence , 2019).

Dentro de la categoría de agua sin gas se incluye el agua no carbonatada que puede venir con o sin sabor, las tendencias que más impulsaron este segmento fueron: una mayor conciencia en salud y el incremento de la urbanización, adicionalmente. Las empresas que operan en este mercado se enfocan en el desarrollo de productos innovadores para diferenciarse por medio de una propuesta de valor clara a través de altos gastos de publicidad y mercadeo. Un ejemplo de ello es la empresa FIFCO que en 2019 se asoció con Burns Group para lanzar una campaña con el logo de “anything but flat”, haciendo hincapié en el consumo de agua no carbonatada. Asimismo, este segmento ha sido testigo de grandes transformaciones en empaques y sabores, como es el caso de empaques más ligeros que son más eficientes y reducen el uso de plásticos contaminantes.

Por otro lado, el agua con gas espera un crecimiento de dos dígitos debido a las estrategias de empaques eco-amigables y desarrollo de nuevos sabores, un ejemplo de ello fue Coca Cola Company al anunciar su nueva marca de agua con gas AHA, que viene con 8 sabores diferentes.

Gráfica 18. Mercado global de agua segmentado por tipo (USD millones), (2016-2020)

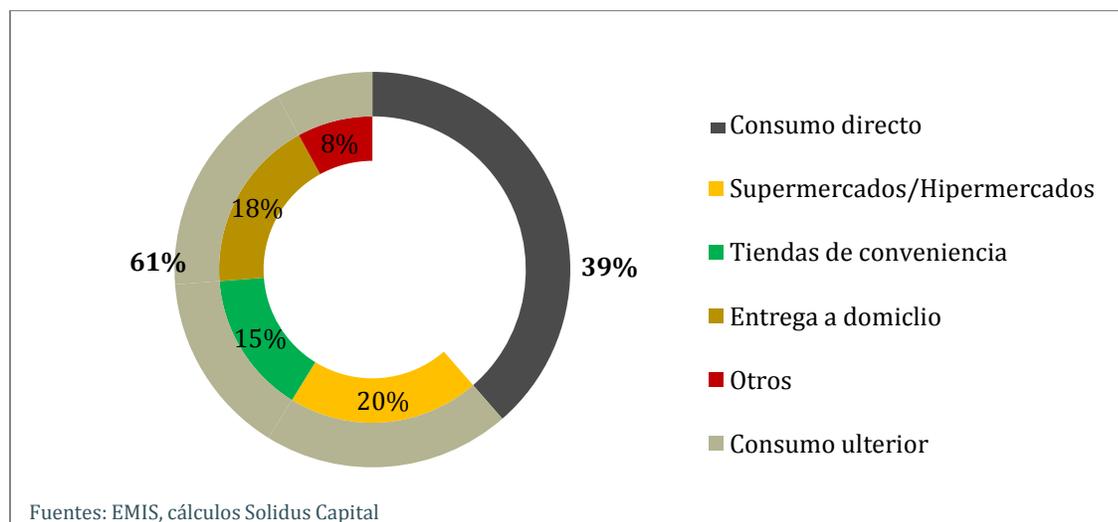


El reporte destaca que, con relación a los canales de distribución, el consumo directo abarcó el 39% de las ventas mientras que el consumo ulterior un 61%. Las ventas en consumo directo ascendieron a USD 71.090 millones con un crecimiento anual esperado de 8,1% entre 2020-2025. El canal directo incluye la venta de agua a través de bares, cafés, clubes, hoteles y establecimiento de comidas; estos últimos han apuntalado el crecimiento con base en los cambios de estilo de vida, donde el tiempo es cada vez más escaso y los consumidores optan por alimentarse por fuera en lugar de cocinar. Asimismo, muchos consumidores perciben que el agua ofrecida en los canales de consumo directo tiene una mayor calidad, ya que deben cumplir con más regulaciones.

Continuando con lo anterior, dentro de los canales de consumo ulterior se destacan los supermercados e hipermercados. En 2019 este canal logró vender USD 37.200 millones y espera crecer a una tasa anual de 7,4% en los próximos 5 años. Estos distribuidores resultan muy atractivos para los productores debido a la gran capacidad de espacio que disponen para ofrecer los productos al consumidor. Por otro lado, el segmento de entregas a domicilio figuró como el segundo de este canal, debido a que el consumidor no tiene tiempo de desplazarse a un sitio para adquirir el producto.

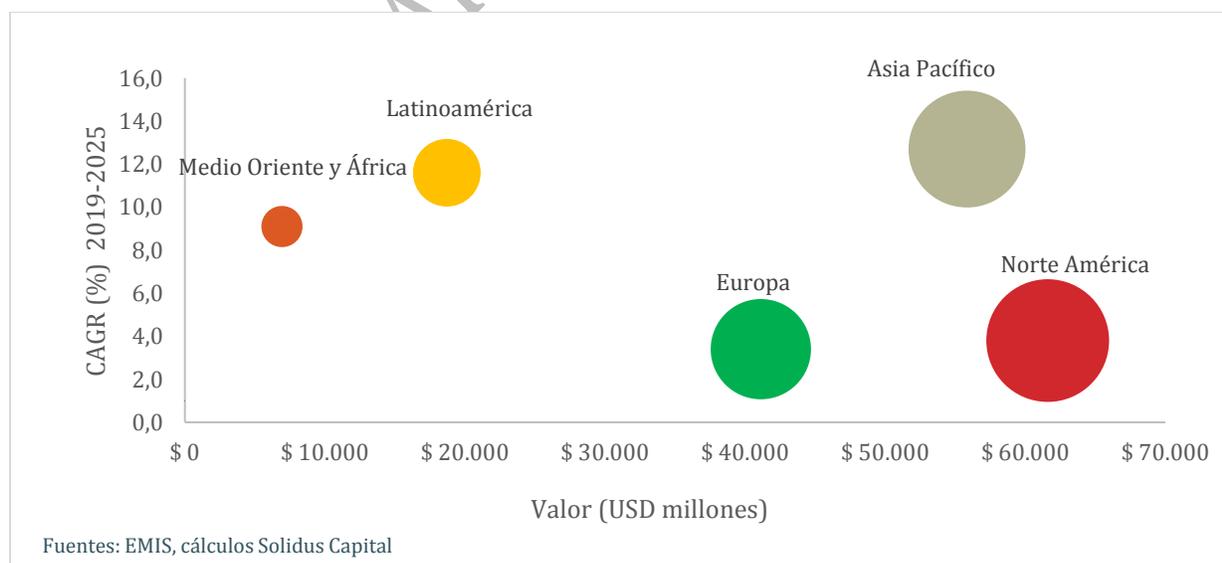


Gráfica 19. Canales globales de distribución de agua embotellada, 2019



Finalmente, el reporte menciona que Asia Pacífico figuró como la región más dinámica con un crecimiento anual de 12,7% a 2019. Este mercado estará impulsado principalmente por China, que en 2019 ocupó 57% del mercado de Asia-Pacífico. Los consumidores chinos están siendo cada vez más conscientes en reducir su consumo de bebidas azucaradas y prefieren optar por el agua como una alternativa más saludable. El mercado de Norte América se posicionó como el más grande en términos de ventas, abarcando la tercera parte del mercado mundial de agua embotellada. En los Estados Unidos el mayor motor ha sido la venta de productos libres de contaminantes, ya que los americanos están prefiriendo productos sostenibles.

Gráfica 20. Canales globales de distribución de agua embotellada, 2019



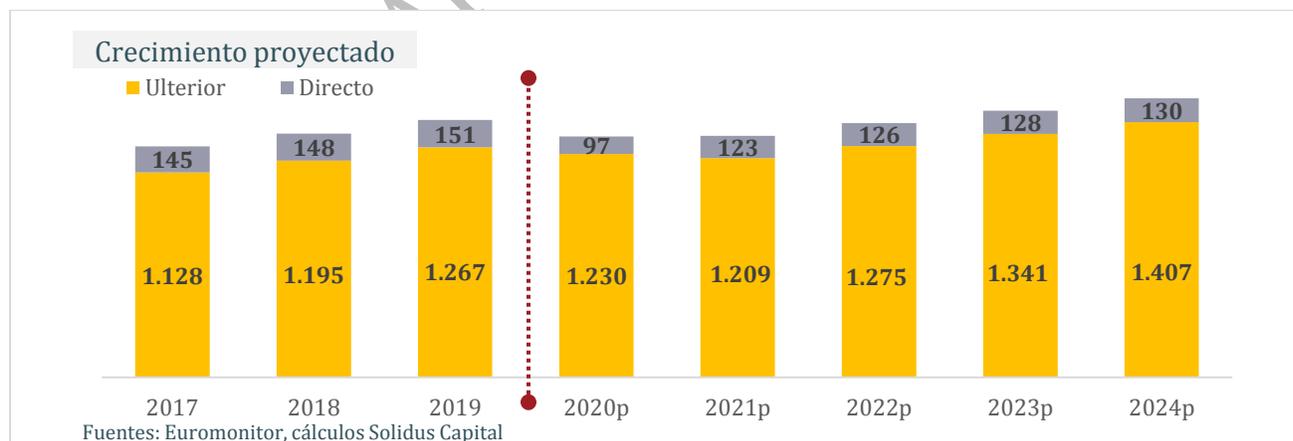


### 2.4.1 Mercado nacional

El informe de Agua embotellada para 2020 de Euromonitor indica que para 2019, el agua embotellada registró el mejor desempeño dentro de la categoría de refrescos. La creciente preocupación por estilos de vida más saludables que incluyen la necesidad de una mayor ingesta de agua, junto con una oferta de productos más económicos a través de diferentes presentaciones, han favorecido el crecimiento. Asimismo, la falta de agua potable en algunas regiones del país beneficia a las grandes marcas locales. El agua embotellada sin gas es la categoría más ofrecida dentro de todos los canales de distribución, siendo el de agua mineral un nicho atractivo para los restaurantes a través de marcas premium.

Acorde con el mismo informe, el agua embotellada registró ventas por 1.418 millones de litros en 2019, esperando este mercado crecer a una tasa promedio anual de 1,6% a 2024, alcanzando los 1.537 millones de litros. Dentro de las ventas en los diferentes canales se destaca el consumo ulterior, que aunque se verá afectado por el COVID-19, será en una menor magnitud con respecto a los canales de consumo directo y no espera un declive más allá del 3% hasta 2021, donde se proyecta que a partir de 2022 tenga un crecimiento positivo; en general este canal crecerá en promedio 2,1% cada año durante los próximos 5 años. Por otro lado, el consumo directo registró ventas de 97 millones de litros en 2019 y a 2024 se espera que llegue a los 130 millones de litros, siendo este el más afectado por la pandemia, estimándose un declive en ventas de 36% en 2020; sin embargo, a 2021 espera crecer un 26%, para luego estabilizarse en el año 2022. Al final de 2024, las ventas no alcanzarán los niveles registrados en 2019, es por esto que el crecimiento anual entre 2019 a 2024 se calcula en -2,9%.

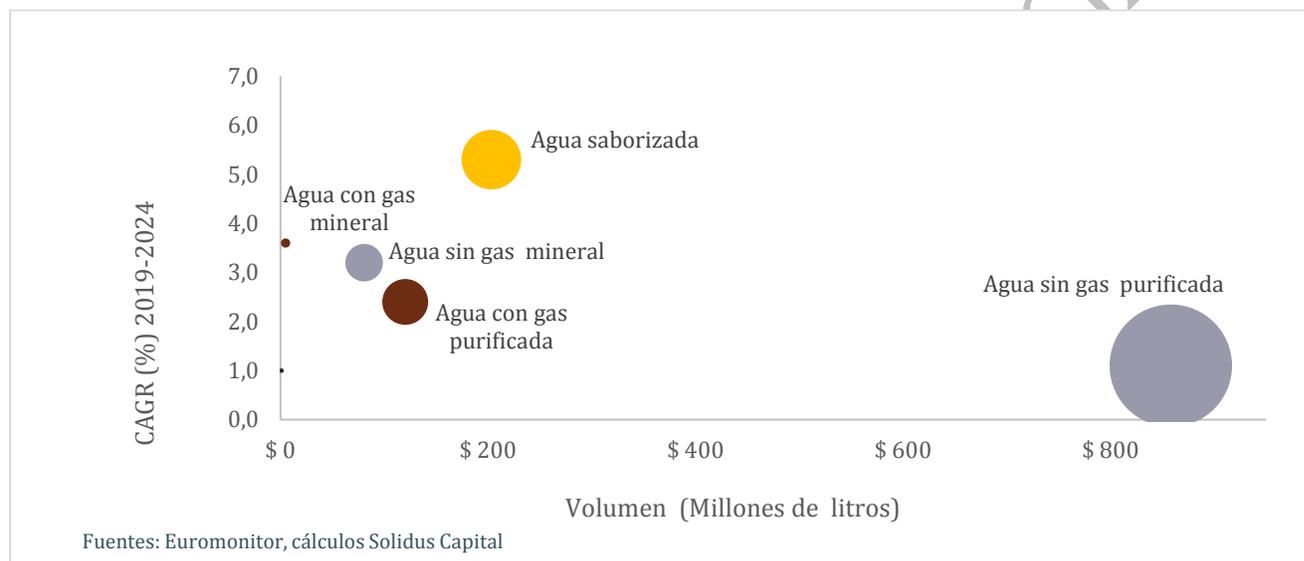
Gráfica 21. Mercado de agua embotellada por tipo de consumo (millones de litros), (2017-2024).



Asimismo, el informe menciona que el mercado de agua embotellada en Colombia se segmenta en agua saborizada, agua con gas y agua sin gas. El agua sin gas abarcó 73% del mercado en 2019, dividiéndose en agua mineral o purificada, siendo la última el segmento más grande de todas las otras categorías. El agua con gas se compone de agua mineral y purificada. El siguiente gráfico ilustra las

categorías en términos de volumen y crecimiento esperado. El agua purificada sin gas, aunque se destaca por su participación de mercado, es un mercado maduro y espera crecer tan sólo a una tasa anual promedio de 1,1%. La categoría más dinámica espera ser la del agua saborizada, con un crecimiento esperado de 5,3% en el periodo analizado. La marca H2OH! es la más conocida dentro de esta categoría, debido al uso de campañas publicitarias, posicionándose como una bebida familiar, ideal para acompañar comidas. Además, el desarrollo de tamaños familiares de sabores de lima-limón y limonata ha tenido un impacto positivo en el crecimiento del volumen de este tipo de agua.

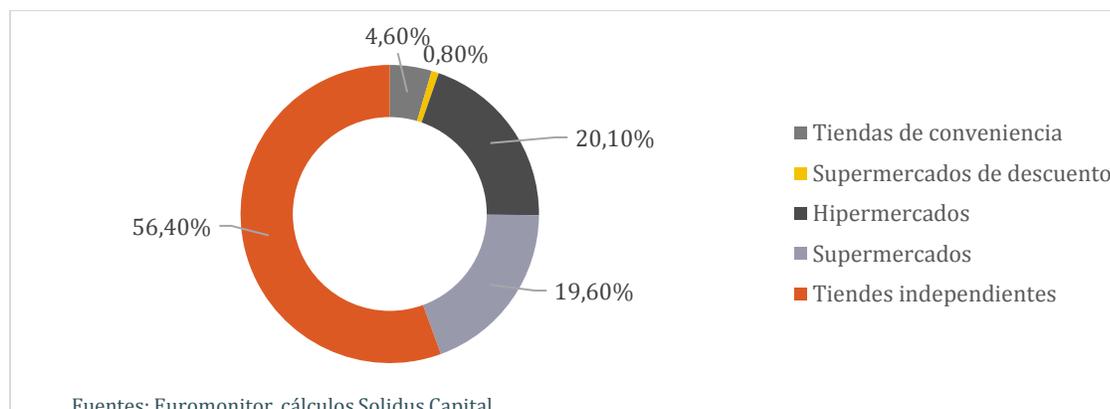
Gráfica 22. Mercado de agua embotellada por tipo (millones de litros) y crecimiento esperado, (2019-2024)



Con relación a los canales de distribución Euromonitor destaca que las tiendas independientes fueron el canal con el mayor volumen de ventas, siendo estas el 54,6% del consumo ulterior; asimismo, los hipermercados y supermercados se destacaron dentro de la categoría de minoristas modernos con una participación de 20,1% y 19,6%, respectivamente. Un aspecto relevante es la introducción de marcas privadas ofrecidas por los minoristas modernos, ejemplo de ello son el Grupo Éxito con su marca Taeq, que ofrece agua con sabores naturales orientada a consumidores que buscan atributos saludables, y la marca Cielo de la empresa Ajecolombia S.A.



Gráfica 23. Mercado de agua embotellada por canal de distribución, 2019



Finalmente, el informe señala que el mercado de agua embotellada está dominado principalmente por Postobón S.A., que abarca casi la tercera parte del mercado nacional, seguido de la empresa Fomento Económico Mexicano SAB, con una participación de 16,6%; las marcas privadas abarcaron 5,1% de participación en la industria. Dentro de los productos ofrecidos en el mercado la marca Cristal ocupó el primer lugar con 264 millones de litros vendidos en 2019, equivalentes a una quinta parte del mercado, seguida por las marcas Brisa y H2OH!, con participaciones de 9,6% y 7,3%, respectivamente.

Gráfica 24. Venta de agua embotellada por marca (millones de litros), 2019



Con base en información financiera disponible en EMIS bajo el código CIUU (1104), que incluye la elaboración de bebidas no alcohólicas, producción de aguas minerales y de otras aguas embotelladas, se consolidó una muestra de 17 empresas representativas de la industria de fabricación de agua embotellada a nivel nacional, con el fin de establecer los indicadores de rentabilidad promedio de la industria. Los resultados fueron los siguientes:

Tabla 5. Empresas representativas de la industria de agua embotellada CIUU (1104), (2015-2019)

EMPRESA / Margen	Bruto	Operacional	EBITDA	Neto
Agua Santa Barbara S.A.S.	48%	9%	14%	3%
Caodel S.A.S	33%	7%	14%	0%
Doehler Colombia S A S	51%	30%	N/D	3%
Drinks De Colombia S.A.S.	43%	11%	13%	3%
Embotelladora Capri Ltda	26%	-2%	1%	-2%
Embotelladora De Agua Mineral S.A.S.	45%	45%	N/D	7%



EMPRESA / Margen	Bruto	Operacional	EBITDA	Neto
Embotelladora de Bebidas del Tolima S.A.	33%	8%	11%	3%
Embotelladora De La Sabana S A S	37%	18%	20%	13%
Envasadora De Colombia S.A.S	66%	45%	N/D	-1%
Filling Colombia S.A.S.	25%	23%	N/D	4%
Gaseosas de Girardot S.A.S	36%	4%	7%	2%
H2O Colombia S A S	38%	38%	N/D	31%
Industria Alimenticia Alamo S.A.S.	28%	5%	N/D	-1%
La Parcela S.A.S.	31%	5%	-10%	-18%
Naciente S.A.S.	10%	53%	N/D	3%
Nuevas Bebidas De Colombia Ltda	26%	-2%	1%	-2%
One Caribe S.A.S.	15%	-2%	N/D	-4%
<b>Promedio</b>	<b>35%</b>	<b>17%</b>	<b>8%</b>	<b>3%</b>
<b>Mediana</b>	<b>34%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>3%</b>

Fuente: EMIS, Gestor Comercial y de Crédito, cálculos Solidus Capital

### 3 Valoración Global Liquors a septiembre 2017 - Escenario base

#### 3.1 Metodología

En la presente actualización, la metodología se mantiene sin cambios con respecto al informe de valoración de detrimento patrimonial de fecha enero 2019.

#### 3.2 Supuestos de proyección

A continuación, se describen los supuestos utilizados para la proyección realizada para el escenario base, teniendo en cuenta que el corte de valoración es el 30 de septiembre de 2017. Se tuvo en cuenta el desempeño real de la compañía hasta agosto de 2020 (entendiendo que dicho desempeño no incluye los resultados del local comercial del barrio Caldas desde el 23 de octubre de 2017, fecha del derrumbe ocurrido en él, hasta agosto de 2020), los efectos del COVID-19 para el cierre del año 2020 y se adicionaron los negocios proyectados del local comercial del barrio Caldas, estimados para el caso en el que no se hubieran visto afectados por la ocurrencia del siniestro, tales como: fabricación y comercialización de hielo, subarriendo de locales comerciales, venta de licor y de autoservicio.

##### 3.2.1 Estimación de la evolución de los ingresos para Global Liquors S.A.S.



#### 3.2.1.1 Cerveza

Se tomaron los ingresos reales facturados hasta agosto de 2020, para el cierre de año 2020 se proyectó un crecimiento para los meses de septiembre a diciembre con base en el promedio simple de las cantidades vendidas entre enero y agosto de 2020, el precio se incrementó con base en el promedio simple del incremento de los meses correspondientes de 2019 y 2018.

Para el año 2021, tomando como base las cantidades y precio medio proyectados para 2020, se proyectaron los ingresos con base en los crecimientos proyectados por Euromonitor para la industria de la Cerveza.

#### 3.2.1.2 Licores

La proyección de ingresos en la línea de licores tiene como base el ingreso generado en esta línea en 2019, sobre el cual se aplicó el crecimiento proyectado por Euromonitor. Este tiene en cuenta el efecto del COVID-19 en la industria y su recuperación y proyección para el periodo de estudio.

#### 3.2.1.3 Agua embotellada

Se tomaron los ingresos reales facturados hasta agosto de 2020, para el cierre de año 2020 se proyectó un crecimiento para los meses de septiembre a diciembre con base en cálculo de una tercera parte del incremento generado en agosto de 2020, e realizó el mismo ejercicio para octubre, noviembre y diciembre tomando como base el mes inmediatamente anterior y aplicándole el mismo factor de una tercera parte. El precio se incrementó con base en el promedio simple del incremento de los meses correspondientes de 2019 y 2018.

Para el año 2021 y 2022 se tomaron los crecimientos generados en 2018 y 2019 respectivamente, para el año 2022 en adelante se tomaron los incrementos proyectados por Euromonitor para la industria colombiana de agua embotellada.

#### 3.2.1.4 Autoservicios

Para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales registrados por la empresa.

Para el cierre de año de 2020 se tomó el ingreso real registrado entre enero y agosto de 2020 y se proyectaron los meses de septiembre a diciembre del mismo año, con base en los crecimientos



promedio calculados de 2019, 2018, 2016 y 2015. No se tomó para el cálculo del crecimiento promedio el año 2017, ya que en los meses entre septiembre y diciembre de 2017 se tuvieron crecimientos atípicos producto de las mayores ventas por cerveza del contrato con Bavaria.

Para los años siguientes se tomó como base el resultado de 2020 y se proyectó con base en las estimaciones de Euromonitor, que tienen en cuenta el efecto del COVID-19 en el sector denominado "Variety Stores".

### 3.2.1.5 Otras líneas de ingresos

#### Ingresos por venta de hielo:

Se contempla un incremento en el ingreso por concepto de ventas de hielo, debido a la puesta en marcha de la planta de producción de hielo instalada en el local comercial del barrio Caldas, inversión que consta de maquinaria y cuarto frío, con una capacidad instalada de producción de 30.000 unidades (bolsas de 5 kg) por mes.

La producción total se proyectó como el 70% y el 80% de la capacidad instalada en 2018 y 2019, respectivamente; para el periodo comprendido entre 2020 y 2023 la producción se habría proyectado inicialmente como el 90% de la capacidad instalada. Sin embargo, teniendo en cuenta el efecto del COVID-19 en todas las industrias, la capacidad cae al 70% en 2020, regresa al 80% en 2021 y llega al 90% a partir del año 2022.

En promedio, el 7% de la producción es destinado a ventas al detal en los puntos de venta de Global Liquors S.A.S. y el 93% restante es destinado a ventas al por mayor a licorerías y establecimientos comerciales de terceros.

Parámetros de proyección de ventas al detal en puntos de venta:

- CANTIDADES VENDIDAS: se tomaron los datos reales para 2018 y 2019, para 2020 se tomaron los datos reales de ventas entre enero y agosto de 2020 y se estimaron las cantidades para septiembre, octubre, noviembre y diciembre, con base en el crecimiento mensual de los meses entre enero y agosto de 2020. Para el año 2021 se revirtió el decrecimiento de las cantidades y para el año 2022 en adelante se tomó el crecimiento promedio entre 2015 y 2019.
- Precio de venta: se tomaron los datos reales para 2018 y 2019. Para el año 2020 el precio fue estimado por cada periodo mensual faltante (septiembre a diciembre de 2020) con base en el promedio de cada mes de 2018 y 2017. Para el año 2021 en adelante se tomó el crecimiento promedio entre 2015 y 2019.

Parámetros de proyección de ventas al por mayor:



- El precio de venta crece con el índice de precios al productor (IPP) real para los años 2018 y 2019, proyectado con base en el real a agosto de 2020 y el diferencial estimado con el IPC, el cual se proyectó con base en las estimaciones macroeconómicas reportadas a abril de 2020 por el Banco de la República y la meta objetivo.
- Los costos y gastos asociados a esta línea de ingresos se proyectaron con base en los márgenes de mercado de 49,9% y 12,4% para margen bruto y margen EBITDA, respectivamente.

#### Arrendamiento

Los ingresos por concepto de arrendamiento están asociados a seis locales comerciales ubicados en el inmueble del barrio Caldas, tomados en arriendo por Global Liquors S.A.S. y en cuyo contrato de arrendamiento se contempla la figura de subarriendo.

La destinación de los seis locales comerciales existentes es la siguiente:

- Dos locales destinados para ser subarrendados. A septiembre de 2017 ya se encontraban ocupados con contrato de arrendamiento con vigencia hasta el mes de abril de 2022.
- Cuatro locales destinados para el almacenamiento de cerveza entre 2018 y octubre de 2019, considerando los mayores volúmenes de compra de este producto, en virtud del contrato de patrocinio de establecimiento suscrito entre Bavaria S.A. y Global Liquors S.A.S. A partir de noviembre de 2019 se destinan para ser arrendados y se asigna una probabilidad de ocupación del 50%.

Crecimiento de los cánones de arrendamiento con índice de precios al consumidor (IPC) proyectado con base en las estimaciones macroeconómicas reportadas a abril de 2020 por el Banco de la República y la meta objetivo.

#### Devoluciones:

Se tomaron los datos reales para los periodos de octubre 2017 a agosto de 2020. Para los 4 meses restantes de 2020 y los demás años de proyección, se calculó la razón del descuento sobre los ingresos mensuales (sin contar la unidad de negocio de hielo) del periodo de septiembre 2018 a agosto de 2020, dando como resultado un valor medio de 5,38%.

### 3.2.2 Estructura interna de costos y gastos



A continuación se describen los supuestos utilizados en la proyección de los márgenes de rentabilidad y la estructura de costos:

3.2.2.1 El costo de ventas se estimó como una proporción de los ingresos proyectados. Para el año 2020 se tomó el promedio simple entre enero y agosto de 2020, del año 2021 en adelante se tomó el mismo cálculo, de 83,9%.

Dentro de los costos de ventas en los años 2018 y 2019 se deducen los descuentos obtenidos por el contrato de patrocinio con Bavaria, con base en el promedio simple de la razón de descuentos sobre el valor de los ingresos por venta de cerveza entre los meses de octubre de 2017 y febrero de 2018, de 9,10%.

3.2.2.2 Gastos de administración: para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 se estimaron con base en el ejecutado entre enero y agosto de 2020, proyectando de manera uniforme el cierre del año. Para el año 2021 en adelante se tomó el crecimiento promedio simple entre septiembre de 2019 y agosto de 2020 de los crecimientos mensuales anualizados: 5,1% anual de crecimiento.

3.2.2.3 Los gastos de ventas se proyectaron de la siguiente forma:

- Personal: para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 se estimaron los gastos con base en el ejecutado entre enero y agosto de 2020, proyectando de manera uniforme el cierre del año. Para el año 2021 en adelante se tomó el crecimiento promedio simple entre septiembre de 2019 y agosto de 2020 de los crecimientos mensuales anualizados: 7,0% anual de crecimiento.
- Impuestos: para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 se estimaron los gastos con base en el ejecutado entre enero y agosto de 2020, proyectando de manera uniforme el cierre del año. Para el año 2021 en adelante se tomó el promedio simple entre septiembre de 2019 y agosto de 2020 de la proporción sobre ingresos mensual anualizada: 1,3% como porcentaje de los ingresos.
- Servicios y seguros: para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 se estimaron los gastos con base en el ejecutado entre enero y agosto de 2020, proyectando de manera uniforme el cierre del año. De 2021 en adelante se estima con crecimiento del índice de precios al productor (IPP) proyectado de 1,75%, calculado con el diferencial entre el IPP y el índice de precios al consumidor (IPC) promedio histórico ente 2014 y 2020, más la proyección de IPC para 2020 y 2021 publicada por el Banco de la República en abril de este año y la meta objetivo.



Entre 2021 y 2023 el gasto de servicios se proyecta con un crecimiento de 1,75%, que corresponde al IPP proyectado, el cual es calculado con el mismo diferencial entre IPP e IPC más el IPC.

- **Mantenimiento y reparaciones:** para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 se estimaron los gastos con base en el ejecutado entre enero y agosto de 2020, proyectando de manera uniforme el cierre del año. Para los años 2021 en adelante se proyecta con el promedio simple del porcentaje de los ingresos mensuales entre septiembre de 2018 y agosto de 2020, dando como resultado el 0,182% sobre los ingresos.
- **Gastos legales:** para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 se estimaron los gastos con base en el ejecutado entre enero y agosto de 2020, proyectando de manera uniforme el cierre. Para el año 2021 en adelante se tomó el crecimiento promedio simple entre diciembre de 2015 y agosto de 2020 de los crecimientos mensuales anualizados: 3,8% anual de crecimiento.
- **Diversos:** para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 en adelante se proyecta con el promedio simple del porcentaje de los ingresos mensuales entre septiembre de 2018 y agosto de 2020, dando como resultado el 0,527% sobre los ingresos.
- **Gasto de depreciación y amortizaciones:** se proyectó por el método de línea recta con base en las inversiones realizadas en 2018 y 2019 y las proyectadas en 2020 en adelante, y en los saldos faltantes por depreciar de los activos fijos a cierre de 2017.

3.2.2.4 Tasa efectiva de impuestos: corresponde al promedio de la relación entre el impuesto corriente sobre la utilidad antes de impuestos, promedio entre los años 2017 y 2019 de 34,92%.

### 3.2.3 Capital de trabajo operacional

Los supuestos utilizados para proyectar la inversión en capital de trabajo operacional fueron estimados con base en la información financiera histórica de la empresa.

- **Activos corrientes:** se proyectó que la cartera se recupere en promedio cada 48 días, y los inventarios roten cada 77 días. Estos indicadores fueron calculados con base en los resultados de dichos indicadores obtenidos en 2019. La base de ingresos utilizada para calcular la cartera de deudores son los ingresos sin incluir la línea de negocio de



cerveza. La base utilizada para aplicar la rotación de inventarios es la suma de costos más gastos operacionales.

- Pasivos corrientes: se proyectaron las cuentas de pasivos corrientes con base en indicadores de días de rotación aplicados sobre una base de costos más gastos operacionales. Estos indicadores de rotación fueron calculados con base en los resultados de dichos indicadores obtenidos en 2017. Los indicadores utilizados fueron:
  - Proveedores: 113 días
  - Cuentas por pagar: 1 días
  - Impuestos y gravámenes: 4 días
  - Obligaciones laborales 2 días
- Ciclo efectivo de caja: como resultado de la proyección de recuperación de cartera y la duración de pago a proveedores, la proyección del ciclo de caja es 5 días.

#### 3.2.4 Inversiones de capital

Para los años 2017, 2018 y 2019 se tomaron los cambios en las cuentas de balance de activos fijos, dando como resultado los incrementos en los activos no corrientes para estos dos periodos. Para el año 2020, dada la coyuntura generada por el COVID-19, las áreas financieras y comerciales de la empresa manifestaron que no habrá inversiones de capital. Se deja una proyección discrecional de todas formas por \$3 millones sujeta a compra de algún equipo o mobiliario requerido para operar.

Para el año 2021 en adelante se tomaron las cifras de incrementos absolutos de las cuentas de activos fijos entre enero de 2013 a agosto de 2020 y se tomaron como base para proyectar las inversiones de los años subsiguientes. No se incluyeron inversiones en construcciones o en maquinaria y equipo, ya que no se proyectaron flujos de dinero relacionados a otros negocios adicionales a los aquí mencionados.

Para las líneas de negocio distintas a hielo, para las proyecciones en las inversiones de capital, se estimaron inversiones anuales en los años 2021 por \$15,443 MM y en el año 2022 de \$34,733 MM, 2023 con \$25,5 MM y para el año de perpetuidad un valor de \$22,621 MM.

### **3.3 Valoración del patrimonio de Global Liquors S.A.S. con corte a septiembre 30 de 2017 - Escenario base**



Con los supuestos descritos en los puntos anteriores y aplicando la metodología de flujos de caja libre de la firma descontados al costo promedio ponderado del capital<sup>9</sup>, se obtuvo el valor de la firma estimado en **\$6.177,11** millones de pesos, al cual se debe sustraer la deuda neta y hacer los ajustes a favor o en contra, según se describe a continuación, para llegar al valor del patrimonio.

### 3.3.1 Valor de la deuda financiera (A)

A la fecha de corte del ejercicio (30 de septiembre de 2017), en libros se refleja deuda con acreedores financieros por \$1.200,0 millones de pesos. Esta deuda se tomó a valor facial, sin ningún tipo de descuento o ajuste.

### 3.3.2 Caja y equivalentes (B)

El valor de la caja y de las inversiones temporales sumaba \$208,9 millones a la fecha de corte del ejercicio.

### 3.3.3 Resultados de valoración del patrimonio de Global Liquors S.A.S. con corte a septiembre 30 de 2017 – Escenario Base

El valor estimado del patrimonio es el resultado de, al valor de la firma estimado en **\$6.177,11 millones**, restarle el valor de la deuda financiera y sumarle el valor de la caja y equivalentes, así:

$\$6.177,11 \text{ MM} - (A) + (B) = \$6.177,11 \text{ MM} - \$1'200,00 \text{ MM} + \$208,97 \text{ MM} = \mathbf{\$5.186,08 \text{ millones}}$  de pesos (valor patrimonial positivo).

---

<sup>9</sup>En este caso, con un coeficiente beta de 0,93 proveniente de una muestra de 221 empresas de la industria de bebidas y comercio al por menor en todo el mundo, se llega a una tasa de descuento en pesos para Global Liquors S.A.S., válida para 2017, del 20,99%. Esta tasa incluye primas como la prima por riesgo país, prima de mercado y prima de riesgo.



## **4 Valoración Global Liquors a septiembre 2017 – Escenario Colapso Local Barrio Caldas**

### **4.1 Metodología**

Para llegar al rango de valor de Global Liquors S.A.S. en el escenario que incluye los efectos del colapso del local comercial del barrio Caldas con corte a septiembre 30 de 2017 (fecha del último corte de información financiera disponible antes del colapso del local comercial del barrio Caldas), se tuvo en cuenta la metodología de flujo de caja descontado<sup>10</sup>. Se expresó en términos de valor presente de septiembre 30 de 2017, el valor de los flujos de caja proyectados a futuro del negocio, llevados a dicho momento con una tasa determinada de descuento, teniendo en cuenta la ejecución real a la fecha y el efecto del COVID-19 en la industria.

### **4.2 Supuestos de proyección**

A continuación se describen los supuestos utilizados para la proyección realizada para el escenario que refleja los efectos del colapso del local del barrio Caldas.

En este escenario no se incluyeron ingresos, costos o gastos asociados con la operación del local comercial del barrio Caldas a partir del 23 de octubre de 2017, fecha en la que ocurrió el derrumbe en dicho local. De igual manera, tampoco se proyectaron ingresos por concepto de subarriendo de los locales comerciales del inmueble del barrio Caldas que tenía en calidad de arrendatario la sociedad Comercializadora Global Liquors S.A.S. y en cuyo contrato contemplaba la figura de subarriendo.

#### **4.2.1 Estimación de la evolución de los ingresos**

##### **4.2.1.1 Cerveza**

Se tomaron los ingresos reales facturados hasta agosto de 2020, para el cierre de año 2020 se proyectó un crecimiento para los meses de septiembre a diciembre con base en el promedio simple

---

<sup>10</sup> Bajo esta metodología, se traen a valor presente los flujos de caja esperados de la empresa y se descuentan a una tasa que refleje el costo de oportunidad de la firma, si se han proyectado flujos de caja libre de la firma; o de los accionistas, si se han proyectado flujos de caja libre del patrimonio.



de las cantidades vendidas entre enero y agosto de 2020, el precio se incrementó con base en el promedio simple del incremento de los meses correspondientes de 2019 y 2018.

Para el año 2021, tomando como base las cantidades y precio medio proyectados para 2020, se proyectaron los ingresos con base en los crecimientos proyectados por Euromonitor para la industria de la Cerveza.

#### 4.2.1.2 Licores

La proyección de ingresos en la línea de licores tiene como base el ingreso generado en esta línea en 2019, sobre el cual se aplicó el crecimiento proyectado por Euromonitor. Este tiene en cuenta el efecto del COVID-19 en la industria y su recuperación y proyección para el periodo de estudio.

#### 4.2.1.3 Agua embotellada

Se tomaron los ingresos reales facturados hasta agosto de 2020, para el cierre de año 2020 se proyectó un crecimiento para los meses de septiembre a diciembre con base en cálculo de una tercera parte del incremento generado en agosto de 2020, e realizó el mismo ejercicio para octubre, noviembre y diciembre tomando como base el mes inmediatamente anterior y aplicándole el mismo factor de una tercera parte. El precio se incrementó con base en el promedio simple del incremento de los meses correspondientes de 2019 y 2018.

Para el año 2021 y 2022 se tomaron los crecimientos generados en 2018 y 2019 respectivamente, para el año 2022 en adelante se tomaron los incrementos proyectados por Euromonitor para la industria colombiana de agua embotellada.

#### 4.2.1.4 Autoservicios

Para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales registrados por la empresa.

Para el cierre del año 2020, se tomó el ingreso real registrado entre enero y agosto de 2020 y se proyectaron los meses de septiembre a diciembre del mismo año, con base en los crecimientos promedio calculados de 2019, 2018, 2016 y 2015. No se tomó para el cálculo del crecimiento promedio el año 2017, ya que en los meses entre septiembre y diciembre de 2017 se tuvieron crecimientos atípicos producto de las mayores ventas de cerveza derivadas del contrato con Bavaria.



Para los años siguientes se tomó como base el resultado de 2020 y se proyectó con base en las estimaciones de Euromonitor, las cuales tienen en cuenta el efecto del COVID-19 en el sector denominado “Variety Stores”.

#### 4.2.1.5 Otras líneas de ingresos

##### Ingresos por venta de hielo:

Tras el colapso de la estructura del local del barrio Caldas se suspende de manera definitiva el proyecto de producción y comercialización de hielo, debido a que la maquinaria y el cuarto frío instalados para la producción de hielo se encontraban dentro del inmueble que sufrió el colapso. Como consecuencia de lo anterior, Comercializadora Global Liquors S.A.S. mantiene las ventas de hielo producido por terceros.

Los parámetros de proyección de esta línea de ingreso tienen en cuenta:

- CANTIDADES VENDIDAS: se tomaron los datos reales de 2018 y 2019, para 2020 se tomaron los datos reales de ventas entre enero y agosto de 2020 y se estimaron las cantidades para septiembre, octubre, noviembre y diciembre con base en el crecimiento mensual de los meses entre enero y agosto de 2020. Para el año 2021 se revirtió el decrecimiento de las cantidades y para el año 2022 en adelante se tomó el crecimiento promedio entre 2015 y 2019.
- Precio de venta: se tomaron los datos reales de 2018 y 2019, para el año 2020 el precio fue estimado por cada periodo mensual faltante (septiembre a diciembre de 2020) con base en el promedio de cada mes de 2018 y 2017. Para el año 2021 en adelante se tomó el crecimiento promedio entre 2015 y 2019.

##### Ingresos por venta de agua:

Los parámetros de proyección de esta línea de ingreso tienen en cuenta:

- CANTIDADES VENDIDAS: en 2018 se incluyen las ventas realizadas en el primer semestre del año y se estima el segundo semestre con el crecimiento interanual promedio entre 2014 y 2017; para la proyección de 2019 a 2023 se aplica el crecimiento medio geométrico de las cantidades de agua vendidas entre 2014 y 2017, de 7,94%.
- Precio de venta: para el segundo semestre de 2018 se mantienen los precios de las ventas realizadas en el primer semestre del año; para la proyección de precios de 2019 a 2023 se aplica el crecimiento medio geométrico de los precios de ventas de agua entre diciembre de 2014 y junio de 2018, de 5,90%.



### Devoluciones:

Se tomaron los datos reales para los periodos de octubre de 2017 a agosto de 2020, para los 4 meses restantes de 2020 y los demás años de proyección, se calculó la razón del descuento sobre los ingresos mensuales (sin contar la unidad del negocio de hielo) del periodo septiembre 2018 a agosto de 2020, dando como resultado un valor medio de 5,38%.

#### 4.2.2 Estructura interna de costos y gastos

A continuación se describen los supuestos utilizados en la proyección de los márgenes de rentabilidad y la estructura de costos:

- 4.2.2.1 El costo de ventas se estimó como una proporción de los ingresos proyectados, para el año 2020 se tomó el promedio simple entre enero y agosto de 2020, del año 2021 en adelante se tomó el mismo cálculo, de 83,9%.

Dentro de los costos de ventas en los años 2018 y 2019 se deducen los descuentos obtenidos por el contrato de patrocinio con Bavaria, con base en el promedio simple de la razón de descuentos sobre el valor de los ingresos por venta de cerveza entre los meses de octubre de 2017 y febrero de 2018, de 9,10%.

- 4.2.2.2 Gastos de administración: para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 se estimaron con base en el ejecutado entre enero y agosto de 2020, proyectando de manera uniforme el cierre. Para el año 2021 en adelante se tomó el crecimiento promedio simple entre septiembre de 2019 y agosto de 2020 de los crecimientos mensuales anualizados: 5,1% anual de crecimiento.

- 4.2.2.3 Los gastos de ventas se proyectaron de la siguiente forma:

- Personal: para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 se estimaron los gastos con base en el ejecutado entre enero y agosto de 2020, proyectando de manera uniforme el cierre del año. Para el año 2021 en adelante se tomó el crecimiento promedio simple entre septiembre de 2019 y agosto de 2020 de los crecimientos mensuales anualizados: 7,0% anual de crecimiento.
- Impuestos: para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 se estimaron los gastos con base en el ejecutado entre enero y agosto de 2020, proyectando de manera uniforme el cierre del año. Para el año 2021 en adelante se



tomó el promedio simple entre septiembre de 2019 y agosto de 2020 de la proporción sobre ingresos mensual anualizada: 1,3% como porcentaje de los ingresos.

- Servicios y seguros: para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 se estimaron los gastos con base en el ejecutado entre enero y agosto de 2020, proyectando de manera uniforme el cierre del año. 2021 en adelante se estima con crecimiento del índice de precios al productor (IPP) proyectado de 1,75%, calculado con el diferencial entre el IPP y el índice de precios al consumidor (IPC) promedio histórico ente 2014 y 2020, más la proyección de IPC para 2020 y 2021 publicada por el Banco de la República en abril de este año y la meta objetivo.

Entre 2021 y 2023 el gasto de servicios se proyecta con un crecimiento de 1,75%, que corresponde al IPP proyectado, el cual es calculado con el mismo diferencial entre IPP e IPC, más el IPC.

- Mantenimiento y reparaciones: para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 se estimaron los gastos con base en el ejecutado entre enero y agosto de 2020, proyectando de manera uniforme el cierre del año. Para los años 2021 en adelante se proyecta con el promedio simple del porcentaje de los ingresos mensuales entre septiembre de 2018 y agosto de 2020, dando como resultado el 0,182% sobre los ingresos.
- Gastos legales: para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 se estimaron los gastos con base en el ejecutado entre enero y agosto de 2020, proyectando de manera uniforme el cierre del año. Para el año 2021 en adelante se tomó el crecimiento promedio simple entre diciembre de 2015 y agosto de 2020 de los crecimientos mensuales anualizados: 3,8% anual de crecimiento.
- Diversos: para los años 2018 y 2019 se tomaron los datos reales, para el año 2020 en adelante se proyecta con el promedio simple del porcentaje de los ingresos mensuales entre septiembre de 2018 y agosto de 2020, dando como resultado el 0,527% sobre los ingresos.
- Gasto de depreciación y amortizaciones: se proyectó por el método de línea recta con base en las inversiones realizadas en 2018 y 2019 y las proyectadas en 2020 en adelante, y en los saldos faltantes por depreciar de los activos fijos a cierre de 2017.

4.2.2.4 Tasa efectiva de impuestos: corresponde al promedio de la relación entre el impuesto corriente sobre la utilidad antes de impuestos entre los años 2017 y 2019, de 34,92%.



#### 4.2.3 Capital de trabajo operacional

Los supuestos utilizados para proyectar la inversión en capital de trabajo operacional fueron estimados con base en la información financiera histórica de la empresa.

- **Activos corrientes:** se proyectó que la cartera se recupere en promedio cada 48 días, y los inventarios roten cada 77 días. Estos indicadores fueron calculados con base en los resultados de dichos indicadores obtenidos en 2019. La base de ingresos utilizada para calcular la cartera de deudores son los ingresos sin incluir la línea de negocio de cerveza. La base utilizada para aplicar la rotación de inventarios es la suma de costos más gastos operacionales.
- **Pasivos corrientes:** se proyectaron las cuentas de pasivos corrientes con base en indicadores de días de rotación aplicados sobre una base de costos más gastos operacionales. Estos indicadores de rotación fueron calculados con base en los resultados de dichos indicadores obtenidos en 2017. Los indicadores utilizados fueron:
  - Proveedores: 113 días
  - Cuentas por pagar: 1 días
  - Impuestos y gravámenes: 4 días
  - Obligaciones laborales 2 días
- **Ciclo efectivo de caja:** como resultado de la proyección de recuperación de cartera y la duración de pago a proveedores, la proyección del ciclo de caja es 5 días.

#### 4.2.4 Inversiones de capital

Para los años 2017, 2018 y 2019 se tomaron los cambios en las cuentas de balance de activos fijos, dando como resultado los incrementos en los activos no corrientes para estos dos periodos. Para el año 2020, dada la coyuntura generada por el COVID-19, las áreas financieras y comerciales de la empresa manifestaron que no habrá inversiones de capital. Se deja una proyección discrecional de todas formas por 3 millones sujeta a compra de algún equipo o mobiliario requerido para operar.

Para el año 2021 en adelante se tomaron las cifras de incrementos absolutos de las cuentas de activos fijos entre enero de 2013 a agosto de 2020 y se tomaron como base para proyectar las inversiones de los años subsiguientes. No se incluyeron inversiones en construcciones o en maquinaria y equipo, ya que no se proyectaron flujos de dinero relacionados a otros negocios adicionales a los aquí mencionados.



Para las líneas de negocio distintas a hielo, en las proyecciones de inversiones de capital, se estimaron inversiones anuales en el año 2021 de \$15,443 MM, en el año 2022 de \$34,733 MM, en 2023 de \$25,5 MM y para el año de perpetuidad un valor de \$22,621 MM.

#### **4.3 Valoración del patrimonio de Global Liquors S.A.S. con corte a septiembre 30 de 2017 – Escenario colapso local barrio Caldas**

Con los supuestos descritos en los puntos anteriores y aplicando la metodología de flujos de caja libre de la firma descontados al costo promedio ponderado del capital<sup>11</sup>, se obtuvo el valor de la firma estimado en **\$4.134,37 millones**, al cual se debe sustraer la deuda neta y hacer los ajustes a favor o en contra, según se describe a continuación, para llegar al valor del patrimonio.

##### 4.3.1 Valor de la deuda financiera (A)

A la fecha de corte del ejercicio, en libros se refleja deuda con acreedores financieros por \$1.200,00 millones de pesos. Esta deuda se tomó a valor facial, sin ningún tipo de descuento o ajuste.

##### 4.3.2 Caja y equivalentes (B)

El valor de la caja y de las inversiones temporales sumaba \$208,97 millones a la fecha de corte del ejercicio.

##### 4.3.3 Contingencias (C)

Se mantienen sin cambios con respecto al informe de valoración de detrimento patrimonial de fecha enero 2019.

##### 4.3.4 Resultados de valoración del patrimonio de Global Liquors S.A.S. con corte a septiembre 30 de 2017 – Escenario colapso local barrio Caldas

---

<sup>11</sup> En este caso, con un coeficiente beta de 0,93 proveniente de una muestra de 221 empresas en la industria de bebidas y comercio al por menor en todo el mundo, se llega a una tasa de descuento en pesos para Global Liquors S.A.S., válida para 2017, del 20,99%. Esta tasa incluye primas como la prima por riesgo país, prima de mercado y prima de riesgo.



El valor estimado del patrimonio es el resultado de, al valor de la firma estimado en \$4.134,37 millones, restarle el valor de la deuda financiera, sumarle el valor de la caja y equivalentes y restarle las contingencias, así:

$\$4.134,37 \text{ MM} - (A) + (B) - (C) = \$4.134,37 \text{ MM} - \$1.200,00 \text{ MM} + \$208,97 \text{ MM} - \$250,27 \text{ MM} =$   
**\$2.893,01 millones** de pesos (valor patrimonial positivo).

SOLIDUS CAPITAL - CONFIDENCIAL



## 5 CONCLUSIONES

### Variación en el valor del patrimonio

El resultado de la valoración, a partir de las metodologías descritas anteriormente, permite concluir que:

- El valor del patrimonio en la valoración con corte a septiembre 30 de 2017 en el escenario base fue de **\$5.186,08 millones de pesos. (A)**
- El valor del patrimonio en la valoración con corte a septiembre 30 de 2017 en el escenario tras el colapso del local del barrio Caldas fue de **\$2.893,01 millones de pesos. (B)**

El detrimento patrimonial, con corte 30 de septiembre de 2017, se estima entonces en un valor de **\$2.293.07 millones (C)**, toda vez que el desplome del local ubicado en el barrio Caldas tuvo afectaciones importantes a la generación de ingresos del negocio.

Es decir,

$$(A) - (B) = (C)$$

$$\mathbf{\$5.186,08\ MM - \$2.893,01\ MM = \$2.293,01\ millones\ de\ pesos}$$

Con corte al 31 de agosto de 2020, el valor del detrimento patrimonial asciende a **\$4.231,01 millones**, traído a valor presente con la tasa Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) de Global Liquors S.A.S.

Es decir,

- $VF = VP (1 + \text{tasa}) ^n$

Donde

- VF es el valor futuro para calcular
- VP es el valor presente base por el cálculo futuro, en este caso son los \$2.293,01 MM
- n es el tiempo o periodo para llevar a futuro el valor presente, en este caso 36 meses calculados entre sept de 2017 a agosto de 2020.
- Tasa para actualizar el valor a la actualidad, en este caso se toma el CPPC mensualizado

En ese sentido tenemos

Año	2017	2018	2019	2020
Meses	3	12	15	20
CPPC mensual	1,3%	1,5%	1,2%	1,1%
Valor actualizado	(\$ 2.384,45)	(\$ 2.841,15)	(\$ 3.384,09)	(\$ 4.231,01)



Respecto a los dos objetivos específicos planteados, se tiene:

1. Las proyecciones, como es de esperarse, presentan diferencias entre el escenario con colapso del local del barrio Caldas calculado en el informe pericial de 2019 frente al calculado en septiembre de 2020. La actualización recoge no sólo los efectos de la pandemia, sino también algunos componentes macroeconómicos que hacen parte de los cálculos, para ambos casos.

Así, en cuanto a la proyección de ingresos en ambos casos las cifras fueron las siguientes:

INGRESOS	2017	2018	2019	2020e	2021p	2022p	2023p
Ingresos operacionales - Colapso Barrio Caldas (informe sept 2020)	15.514	17.088	16.127	14.445	14.999	17.327	18.127
Ingresos operacionales - Colapso Barrio Caldas (informe ene 2019)	15.514	14.189	16.806	19.471	21.981	24.111	25.643
Cumplimiento de escenario informe sept 2020 frente a ene 2019	100%	120%	96%	74%	68%	72%	71%



Se debe tener en cuenta que en el cálculo contenido en el informe de enero de 2019 se incluía la ejecución de un contrato de patrocinio para venta de cerveza que la empresa tenía con Bavaria, el cual fue terminado unilateralmente por esta, por lo que el impacto de dicho contrato no se incluye en el cálculo actualizado. Para efectos de comparar ambas estimaciones, las proyecciones de ingresos operativas mostradas en la tabla y gráfica anteriores no tienen en cuenta el contrato con Bavaria para ninguno de los dos casos.



2. Analizando el comportamiento comercial de Global Liquors de 2020 se pudo constatar que el impacto económico derivado de la pandemia por el COVID-19 fue menos severo para la empresa, en contraste con lo observado en otras industrias. La estimación de cierre para 2020 se contempla con una caída de 10,4%, respecto a las ventas registradas en 2019. A su vez, dicha reducción se ha caracterizado por tener una ascelerada recuperación, observada posteriormente a las flexibilización de las restricciones en movilidad implantadas con motivo de la pandemia.



## 6 ANEXOS

### ANEXO 1. Flujo de caja libre de la firma, tasa de descuento y rangos de valoración

En la presente actualización, información de Flujo de caja libre de la firma, tasa de descuento y rangos de valoración se mantiene sin cambios con respecto al informe de valoración de detrimento patrimonial de fecha enero 2019.

### ANEXO 2A. Flujo de caja libre de la firma y valor estimado del patrimonio, base

FCLF	2017	2018	2019	2020e	2021p	2022p	2023p
		\$	\$	\$	\$	\$	\$
Ingresos operacionales	\$ 15.514	17.549	17.660	16.329	17.168	19.715	20.597
Utilidad operacional	434	71	1.767	1.463	1.469	1.820	1.789
Impuesto	-152	-25	-617	-511	-513	-635	-625
Dep. + Amort.	36	16	34	30	30	19	38
Cambios en capital de trabajo	-1.146	1.105	278	-221	-17	-98	-30
Inversiones de capital	-155	-143	-22	-3	-15	-35	-26
<b>FCLF</b>	<b>-983</b>	<b>1.024</b>	<b>1.440</b>	<b>758</b>	<b>954</b>	<b>1.070</b>	<b>1.147</b>
Perpetuidad							8.583
<b>FCLF total</b>	<b>-983</b>	<b>1.024</b>	<b>1.440</b>	<b>758</b>	<b>954</b>	<b>1.070</b>	<b>9.730</b>

<b>VPN</b>	<b>6.177,11</b>
Más caja	208,97
Menos obligaciones financieras	-1.200,00
<b>Vr. patrimonio</b>	<b>\$ 5.186,08</b>



ANEXO 2B. Flujo de caja libre de la firma y valor estimado del patrimonio, escenario colapso local comercial barrio Caldas

<b>FCLF</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021p</b>	<b>2022p</b>	<b>2023p</b>
Ingresos operacionales	15.514	17.088	16.127	14.445	14.999	17.327	18.127
Utilidad operacional	434	671	642	1.108	911	1.192	1.155
Impuesto	-152	-234	-224	-387	-318	-416	-403
Dep. + Amort.	36	16	33	29	29	17	23
Cambios en capital de trabajo	-1.146	1.105	278	-154	11	-86	-14
Inversiones de capital	-155	-143	-22	-3	-15	-35	-26
<b>FCLF</b>	<b>-983</b>	<b>1.414</b>	<b>706</b>	<b>592</b>	<b>617</b>	<b>672</b>	<b>735</b>
Perpetuidad							5.498
<b>FCLF total</b>	<b>-983</b>	<b>1.414</b>	<b>706</b>	<b>592</b>	<b>617</b>	<b>672</b>	<b>6.232</b>

<b>VPN escenario detrimento Caldas</b>	<b>4.134,37</b>
Más caja	208,97
Menos obligaciones financieras	-1.200,00
Contingencias	-250,27
<b>Vr. Patrimonio</b>	<b>2.893,07</b>



ANEXO 3: Estado de resultados, 2014 - 2019

Estado de resultados	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	3.279.597	5.936.037	9.327.826	16.238.870	17.951.683	16.979.254
Devoluciones, rebajas y descuentos	3.525	252.930	583.191	725.222	863.603	846.173
<b>Ventas netas</b>	<b>3.276.072</b>	<b>5.683.107</b>	<b>8.744.635</b>	<b>15.513.648</b>	<b>17.088.080</b>	<b>16.133.082</b>
Costo de ventas	2.543.535	5.031.219	7.729.723	14.101.521	14.763.305	14.092.395
<b>Utilidad bruta</b>	<b>732.537</b>	<b>651.888</b>	<b>1.014.912</b>	<b>1.412.127</b>	<b>2.324.775</b>	<b>2.040.687</b>
Gastos de administración	0	112.829	114.246	119.915	170.213	311.660
Gastos de ventas	682.279	633.290	1.169.337	1.740.069	1.583.762	1.397.796
<b>Utilidad (pérdida) operacional</b>	<b>50.258</b>	<b>-94.232</b>	<b>-268.670</b>	<b>-447.857</b>	<b>570.800</b>	<b>331.230</b>
Gastos no operacionales	37.460	52.272	66.169	65.342	185.659	157.521
Ingresos no operacionales	80.422	275.316	522.321	935.028	127.312	347.206
<b>Utilidad (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>93.220</b>	<b>128.812</b>	<b>187.482</b>	<b>421.830</b>	<b>512.453</b>	<b>520.915</b>
Provisión para impuestos	35.680	42.432	65.995	147.224	177.687	183.305
<b>Utilidad (pérdida) neta</b>	<b>57.541</b>	<b>86.380</b>	<b>121.488</b>	<b>274.606</b>	<b>334.766</b>	<b>337.610</b>



ANEXO 4: Balance general 2012 – 2019 (Activo)

Balance general	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>ACTIVO</b>						
<b>Corriente</b>						
Disponible	\$ 674.680	\$ 431.072	\$ 129.831	\$ 429.177	\$ 303.229	\$ 809.056
Deudores	11.966	74.738	58.972	1.626.388	2.218.688	2.220.894
Inventarios	740.972	1.867.412	2.634.641	2.906.921	3.878.408	3.318.501
<b>Total activo corriente</b>	<b>1.427.618</b>	<b>2.373.222</b>	<b>2.823.443</b>	<b>4.962.486</b>	<b>6.544.594</b>	<b>6.381.011</b>
<b>No corriente</b>						
<b>Propiedad planta y equipo</b>						
Construcciones y edificaciones	197.000	182.638	182.638	182.638	182.638	182.638
Maquinaria y equipo	0	0	139.200	200.355	203.330	203.330
Equipo de computación y comunicaciones	27.752	28.751	30.786	31.346	43.023	128.759
Flota y equipo de transporte	50.990	50.990	50.990	144.180	144.180	165.362
Depreciación acumulada	-33.691	-48.005	-63.756	-83.558	-56.872	-89.516
Diferidos	14.157	5.216	0	0	0	0
<b>Total activo no corriente</b>	<b>256.208</b>	<b>219.590</b>	<b>339.858</b>	<b>474.960</b>	<b>645.057</b>	<b>1.018.545</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1.683.826</b>	<b>2.592.812</b>	<b>3.163.302</b>	<b>5.437.447</b>	<b>7.189.652</b>	<b>7.399.556</b>



ANEXO 4: Balance general 2014 – 2019 (Pasivo y patrimonio)

Balance general	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>PASIVO</b>						
<b>Corriente</b>						
Proveedores nacionales	\$ 622.276	\$ 1.271.889	\$ 1.776.784	\$ 2.557.338	\$ 5.310.247	\$ 4.901.537
Costos y gastos por pagar	21.227	28.797	201.954	114.158	83.900	62.392
Impuestos por pagar	33.905	72.588	108.948	69.361	185.270	192.873
Obligaciones laborales	3.093	3.729	52.423	98.792	33.916	66.044
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>680.501</b>	<b>1.377.003</b>	<b>2.140.109</b>	<b>2.839.648</b>	<b>5.626.749</b>	<b>5.235.989</b>
<b>No corriente</b>						
Deudas con accionistas	0	126.103	0	1.300.000	0	266.667
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>0</b>	<b>126.103</b>	<b>0</b>	<b>1.300.000</b>	<b>0</b>	<b>266.667</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>680.501</b>	<b>1.503.107</b>	<b>2.140.109</b>	<b>4.139.648</b>	<b>5.626.749</b>	<b>5.502.656</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital suscrito y pagado	900.000	900.000	900.000	900.000	900.000	900.000
Utilidades del ejercicio	57.541	86.380	121.488	123.193	334.766	337.610
Utilidad (pérdida) de ejercicios anteriores	45.785	103.326	1.705	274.606	311.691	642.845
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>1.003.326</b>	<b>1.089.705</b>	<b>1.023.193</b>	<b>1.297.799</b>	<b>1.562.903</b>	<b>1.896.901</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>1.683.826</b>	<b>2.592.812</b>	<b>3.163.302</b>	<b>5.437.447</b>	<b>7.189.652</b>	<b>7.399.556</b>



ANEXO 5A: Estado de resultados proyectado 2018 – 2023, Escenario base

Estado de resultados proyectado	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Hielo	70	539	652	562	672	772	794
Agua	2	35	80	6	106	244	277
Cerveza	3.426	2.664	853	1.314	1.410	1.525	1.633
Punto Caldas	877	1.379	969	1.462	1.784	1.996	2.125
Autoservicio	3.330	4.126	2.018	1.943	2.007	2.073	2.142
Licores	8.534	9.670	13.935	11.940	12.128	14.182	14.752
Devoluciones	-725	-864	-846	-897	-939	-1.078	-1.127
<b>Ingresos operacionales netos</b>	<b>15.514</b>	<b>17.549</b>	<b>17.660</b>	<b>16.329</b>	<b>17.168</b>	<b>19.715</b>	<b>20.597</b>
Costo de ventas	-14.102	-15.635	-14.269	-13.414	-14.067	-16.163	-16.980
<b>Utilidad bruta</b>	<b>1.412</b>	<b>1.914</b>	<b>3.391</b>	<b>2.915</b>	<b>3.101</b>	<b>3.552</b>	<b>3.617</b>
Gastos de administración	-120	-170	-312	-283	-297	-312	-328
Gastos de ventas	-1.788	-1.773	-1.629	-1.452	-1.631	-1.760	-1.855
<b>Utilidad (pérdida) operacional</b>	<b>-495</b>	<b>-29</b>	<b>1.451</b>	<b>1.180</b>	<b>1.173</b>	<b>1.480</b>	<b>1.433</b>
Más otros ingresos venta de publicidad	35	120	317	283	296	340	355
Más otros ingresos descuentos comerciales	900	0	0	0	0	0	0
Menos otros egresos devoluciones en ventas	-6	-20	0	0	0	0	0
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>434</b>	<b>71</b>	<b>1.767</b>	<b>1.463</b>	<b>1.469</b>	<b>1.820</b>	<b>1.789</b>
Impuesto de renta	-151	-25	-622	-511	-513	-635	-625
<b>Utilidad neta</b>	<b>283</b>	<b>46</b>	<b>1.145</b>	<b>952</b>	<b>956</b>	<b>1.184</b>	<b>1.164</b>



ANEXO 5A: Estado de resultados proyectado 2018 – 2023, Escenario colapso local comercial barrio Caldas

Estado de resultados proyectado	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Hielo	70	78	87	65	90	100	111
Agua	2	35	80	6	106	244	277
Cerveza	3.426	2.664	853	1.314	1.410	1.525	1.633
Punto Caldas	877	203	0	0	0	0	0
Autoservicio	3.330	4.126	2.018	1.943	2.119	2.262	2.385
Licores	8.534	10.846	13.935	11.940	12.128	14.182	14.752
Devoluciones	-725	-864	-846	-822	-853	-986	-1.031
<b>Ingresos operacionales netos</b>	<b>15.514</b>	<b>17.088</b>	<b>16.127</b>	<b>14.445</b>	<b>14.999</b>	<b>17.327</b>	<b>18.127</b>
Costo de ventas	-14.102	-14.763	-14.092	-12.118	-12.737	-14.724	-15.482
<b>Utilidad bruta</b>	<b>1.412</b>	<b>2.325</b>	<b>2.034</b>	<b>2.327</b>	<b>2.262</b>	<b>2.603</b>	<b>2.646</b>
Gastos de administración	-120	-170	-312	-283	-297	-312	-328
Gastos de ventas	-1.788	-1.584	-1.398	-1.219	-1.349	-1.439	-1.519
<b>Utilidad (pérdida) operacional</b>	<b>-495</b>	<b>571</b>	<b>325</b>	<b>825</b>	<b>616</b>	<b>851</b>	<b>798</b>
Más otros ingresos venta de publicidad	35	120	317	283	295	340	356
Más otros ingresos descuentos comerciales	900	0	0	0	0	0	0
Menos otros egresos devoluciones en ventas	-6	-20	0	0	0	0	0
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>434</b>	<b>671</b>	<b>642</b>	<b>1.108</b>	<b>911</b>	<b>1.192</b>	<b>1.155</b>
Impuesto de renta	-151	-233	-226	-387	-318	-416	-403
<b>Utilidad neta</b>	<b>283</b>	<b>438</b>	<b>416</b>	<b>721</b>	<b>593</b>	<b>775</b>	<b>751</b>



## 7 OTRAS FUENTES Y REFERENCIAS

- EMIS, información financiera y de mercado (en línea) [www.emis.com](http://www.emis.com)
- EUROMONITOR, información de mercado y estadística (en línea) [www.euromonitor.com](http://www.euromonitor.com)
- BANCO DE LA REPÚBLICA, series estadísticas (en línea) [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)
- BLOOMBERG, información financiera empresas comparables.
- BUSINESSCOL, Definiciones de glosario (en línea) [www.businesscol.com](http://www.businesscol.com), enero de 2011.
- CONGRESO DE COLOMBIA, Ley 142 de 1994 y Ley 143 de 1994.
- DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADÍSTICA de Colombia Información macroeconómica (en línea) [www.dane.gov.co](http://www.dane.gov.co)
- LA REPÚBLICA, noticias macroeconómicas y sectoriales (en línea) [www.larepublica.co](http://www.larepublica.co)
- PRIVATE SECURITIES LITIGATION REFORM ACT of 1995 (Ley de 1995 de los Estados Unidos de América)
- MORDOR INTELLIGENCE, Información del mercado (en línea) [www.mordorintelligence.com](http://www.mordorintelligence.com)
- STATISTA (en línea) Información del mercado global [www.statista.com](http://www.statista.com)
- SISTEMA ÚNICO DE INFORMACIÓN DE SERVICIOS PÚBLICOS (SUI), información estadística, empresas comparables y sectoriales (en línea) [www.sui.gov.co](http://www.sui.gov.co)
- SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES, Bases de datos (SIREM) y (PIE) (en línea) [www.supersociedades.gov.co](http://www.supersociedades.gov.co) consultado del 1 de febrero al 17 de febrero de 2012.
- THE DEAL (en línea) [www.thedeal.com](http://www.thedeal.com)
- THE WALL STREET JOURNAL (en línea) [www.online.wsj.com](http://www.online.wsj.com)
- THOMSON REUTERS (en línea) [www.reuters.com](http://www.reuters.com)
- J.B. Williams, *The Theory of Investment Value* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1938).
- M.J. Gordon y E. Shapiro, "Capital Equipment Analysis: The Requested Rate of Profit", en *Management Science* 3 (octubre de 1956).
- Gestor Comercial y Crédito (base de datos), estados financieros de industrias.
- STATISTA (En línea), <https://www.statista.com/study/48816/alcoholic-drinks-report---beer/>
- RESEARCH AND MARKETS (en línea) , "Global Ice Maker Market Report 2019: Market Value is Projected to Reach US\$ 6.16 Billion by 2024", <https://www.prnewswire.com/news-releases/global-ice-maker-market-report-2019-market-value-is-projected-to-reach-us-6-16-billion-by-2024--300887969.html>
- ALCALDÍA DE CALI (en línea), <https://www.cali.gov.co/desarrolloeconomico/publicaciones/152728/en-tiempos-de-prevencion-la-industria-de-licores-del-valle-fabrica-alcohol-industrial/>
- CARACOL (en línea), [https://caracol.com.co/emisora/2020/05/28/cali/1590682405\\_711457.html](https://caracol.com.co/emisora/2020/05/28/cali/1590682405_711457.html)
- EL PAÍS (en línea) <https://www.elpais.com.co/ultimo-minuto/consumo-de-licor-en-bares-y-restaurantes-de-fue-autorizado-desde-hoy-estas-son-las-condiciones.html>



- Futbolred (en línea)  
<https://www.futbolred.com/fuera-del-futbol/cali-hoy-barrios-que-tendran-ley-seca-puente-festivo-15-de-junio-2020-coronavirus-hoy-en-colombia-118812>

SOLIDUS CAPITAL - CONFIDENCIAL