

Establecimiento Juanicó, Familia Deicas :  
el desafío de ser el primero

Pereyra Terra, Manuel

Casos. Nro. 38  
Facultad de Administración y Ciencias Sociales  
Universidad ORT Uruguay  
Agosto de 2012  
ISSN 1688-9797

# Casos



## **Establecimiento Juanicó, Familia Deicas** *El desafío de ser el primero<sup>1</sup>*

Hacia mediados del año 2008 el Ing. Fernando Deicas lideraba el cambio que había reconvertido al Establecimiento Juanicó en los años 80 y había llevado a la empresa a conquistar el mayor porcentaje de participación en el mercado uruguayo, además de haber obtenido prestigiosos premios en exigentes mercados internacionales y reconvertir la industria vitivinícola del Uruguay.

Importantes inversiones en tecnología, viñedos e infraestructura habían posibilitado esta diferenciación y liderazgo en el mercado nacional, sin embargo en los últimos años habían aparecido nuevos competidores locales que aún siendo seguidores, comenzaban a quitarle participación en ambos mercados nacional e internacional.

Deicas sabía que ser el líder del sector era estar en permanente innovación, por lo que debía decidir qué camino continuar en la nueva etapa, por un lado podría aumentar la superficie cultivada y por otro enfrentar la adquisición de un nuevo concepto de viñedos en Mendoza.

El desafío que enfrentaba era qué camino seguir respecto a las inversiones. Por un lado tenía la opción de invertir en la ciudad de Mendoza en dos proyectos semejantes: un country junto a la montaña con fincas con bodegas propias, uno estaba más desarrollado que el otro, y el objetivo sería diversificar su portafolio desde una perspectiva de productos y geográfica.

Por otro lado tenía la opción de invertir en más viñedos de calidad en la zona de Juanicó, cuya producción estaría dedicada exclusivamente a la exportación; opción que le permitiría incrementar las barreras de ingreso a los competidores, y continuar afianzándose en el liderazgo exportador de vinos de calidad superior.

Esperaba que Usted lo ayudara a tomar la decisión, y lo asesorase en el procedimiento.

### **Historia de la compañía**

El origen de la bodega se remontaba al año 1755 y sus primeras cepas eran aludidas a la orden religiosa Compañía de Jesús fundada por San Ignacio de Loyola en 1534. La herencia de más de dos siglos podía apreciarse hoy día en las antiguas cavas subterráneas, las cuales brindaban un excelente ambiente para el añejamiento de los vinos de primera línea de la bodega.

Hacia 1830, la propiedad pasaría al navegante español de origen menorquino Juan Francisco Juanicó, quien sembraría nuevas parras, árboles frutales y además construiría una nueva cava que le permitiría comenzar a producir vinos de muy buena calidad. El establecimiento

---

<sup>1</sup> Caso redactado por el Prof. Manuel Pereyra Terra, de Universidad ORT Uruguay. Elaborado como base de discusión y no como ilustración de una gestión, adecuada o inadecuada de una situación específica.

permanecería en manos de sus descendientes hasta 1945, año en que sería adquirido por la estatal ANCAP; la cual destinaría las instalaciones para la producción de cognac, haciendo uso del monopolio de la licencia otorgada al Uruguay para poder producir el licor con la misma denominación de origen controlada (DOC) francesa: *Cognac Juanicó*.

Luego en 1979, casi un siglo y medio más tarde de su fundación, la bodega pasaría a manos de quienes finalmente la llevarían a liderar el mercado local y ocupar un lugar en el mundo: la familia Deicas.

## Una nueva etapa

En 1979 se produce el gran cambio cuando la familia encabezada por Juan Carlos Deicas se hace cargo de Establecimiento Juanicó y emprende una nueva visión; implementando nuevas tecnologías, manteniendo una sostenida inversión industrial y construyendo un profundo cambio de mentalidad en la organización para afrontar nuevos desafíos.

Fue así como en 1980 la familia dio el primer paso y orientó el establecimiento para dedicarlo a la explotación de vinos finos y al cultivo de las variedades nobles francesas como resultado de un estudio de suelos y cultivos pionero en el Uruguay en el que descubriría que la región poseía las mismas virtudes que la zona de Burdeos para el cultivo de vid.

El ciclo de producción posibilitaría que en 1992 se lanzase al mercado el primer vino de guarda del país (Preludio), un vino crianza resultante de cinco varietales y estacionado durante dos años en barricas de roble francés en guarda subterránea. Dos años más tarde, en 1994, la empresa exportaría el primer contenedor del país, y dos años más tarde, hacia 1996, obtendría la primera medalla de oro en una exposición internacional en el prestigioso concurso Bacchus de España.<sup>2</sup>

En 1996 la bodega realizaría un homenaje a Don Pascual Harriague, vasco francés que había introducido la variedad Tannat en el país, y lanzaría al mercado uruguayo Don Pascual. En sólo cinco años Don Pascual conquistaría el liderazgo interno, siendo además en la actualidad: el vino uruguayo más vendido en el mundo. El mismo año se lanzaría Don Pascual Tannat Roble, imponiendo la categoría roble en el país, sumándosele Chardonnay Viognier Roble, el Cabernet Sauvignon Roble y el Petit Verdot Roble; y el Cosecha Tardía del Uruguay Botrytis Noble®.

En el año 2004 se lanzaba al mercado el primer Tannat elaborado en Uruguay de acuerdo a las técnicas de los Cru Garage<sup>3</sup> de Bordeaux<sup>4</sup>. Se trató de la cosecha 2000 de Familia Deicas Tannat, contando con tan solo 3.000 botellas.

---

<sup>2</sup> El premio Bacchus es la cata-concurso de mayor prestigio del España. Se realiza en años pares y es organizada por la Unión Española de Catadores por encargo del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. Participan en ella más de 1.500 vinos procedentes de 16 países distintos y su selección es realizada por un total de 60 catadores procedentes de 20 países que premia un total de 381 galardones. <http://www.uec.es/bacchus/sp/default.asp> Accedido 23/07/08.

<sup>3</sup> La palabra *cru* se traduce del francés como crudo, sin embargo en el arte de la vitivinicultura: engloba conceptos como el de terruño, cosecha, viñedo, vino y etiqueta superior. Grands crus entonces hará referencia a vinos finos, mientras que vin du cru se referirá a vino del terruño, ó *terroir*. Cru Garage refiere al vino realizado con cuidado especial por la familia para su consumo en ocasiones especiales.

<sup>4</sup> **Bordeaux**, por otra parte, es la región en el sudoeste francés donde el estuario del río Gironde se junta con los ríos Garonne y Dordogne y forman el micro clima ideal para que los vinos de esta zona sean los más buscados por coleccionistas y enófilos a través de los siglos. Una de las principales zonas de Bordeaux es St. Estèphe, la cual posee la reputación de producir los vinos más tánicos, potentes y lentos de madurar de la región gracias a la mayor inclusión del Merlot en la vinificación. [http://www.wineselect.com/popup\\_ws/bordeaux.asp](http://www.wineselect.com/popup_ws/bordeaux.asp) Accedido 23 de Julio 2008.

## **El lanzamiento internacional**

En 1998 es la primer bodega de Sudamérica en obtener la exigente certificación de calidad ISO 9001, aspecto que sumado a la reconversión iniciada a comienzos de los 80, le posibilitará avanzar por el camino de desarrollar el primer Joint-Venture francés en Uruguay: con Château Pape Clément.

En sociedad con este último se producirá en el país "Gran Casa Magrez", el primer vino uruguayo para el mercado más exigente del mundo: el francés. Asimismo, se desarrollarán convenios de comercialización con Vinson Richards en U.S.A. y Bright Brothers en UK y otros países europeos.

De la mano de Pierre Yves Harang enólogo de Champagne-Francia, en el año 2001 se desarrolla Cuvée Castelar, la Primer Methode Champenoise uruguayo en obtener un premio internacional; un año después: la 3era. generación de la familia Deicas creará el primer Licor de Tannat del Uruguay, un vino licoroso hecho a la manera de los vinos de oporto, este licor que goza de gran prestigio en el mercado local, será el primero producido por la 3era generación y también el primero en ser bautizado con el nombre de la Familia.

## **Clima y suelos privilegiados**

Uruguay compartía con Chile, Mendoza, Sudáfrica y Australia la ubicación en el paralelo 34°, el cual reunía a algunas de las regiones más exitosas vitivinícolas del nuevo mundo. El clima era templado, la temperatura media anual de 16.6 °C, y las estaciones estaban bien marcadas con veranos cálidos e inviernos fríos con importantes heladas. En particular la zona sur del país - donde se situaba Establecimiento Juanicó- se distinguía por ofrecer durante el período de maduración de las uvas, un importante gradiente térmico entre el día y la noche debido a la influencia oceánica y a los vientos que entraban del Estuario del Plata por las noches.

Los suelos de Juanicó se caracterizaban por ser arcilloso-calcáreos, con ondulaciones que permitían buen drenaje del agua, lo cual aseguraba excelentes condiciones para vinos de alta calidad por la concentración del Ph del suelo y drenaje acuífero.

## **Características del Cultivo**

Superficie plantada

A la fecha, Establecimiento Juanicó poseía un área de cultivo de más de 240 hectáreas propias, y cada año se plantaban nuevas superficies y en algunos casos, atendiendo a las nuevas demandas mundiales, se realizaban reconversiones varietales de parcelas por reinjertación o cambio de copa.

Asimismo, la empresa administraba 240 Has de viñedos propios y 150 Has de viñedos pertenecientes a productores asociados, quienes trabajaban en estrecha colaboración durante todo el año y en exclusividad para Juanicó, realizando los mismos trabajos y con la dirección técnica del equipo agronómico del Establecimiento.

Los viñedos se conducían en Espaldera con un solo plano vertical de vegetación, y en Lira, donde la vegetación se dividía en dos planos inclinados, maximizando la eficiencia fotosintética de la planta y las condiciones micro climáticas del racimo.

La poda se realizaba en forma manual utilizando un sistema de cordón permanente con pitones (Royat). El número y la distribución de las yemas se determinaban a partir del análisis de los parámetros vegetativos y productivos de los años anteriores, logrando de esta manera que la historia de cada parcela definiera el equilibrio del próximo año.

Para obtener un adecuado equilibrio en la planta se suprimía el riego y la fertilización nitrogenada, y se sembraban forrajes agresivos en las entre-filas a los efectos de que la pastura compitiera por agua y nutrientes con la viña, obligando a sus raíces a explorar el

subsuelo más pobre y mineral; de este modo el cultivo experimentaba un *stress hídrico* moderado durante el período de maduración desarrollando una fruta de excelente calidad.

La cantidad de racimos por hectárea se ajustaba siempre que fuese necesario mediante raleos, con el propósito de lograr mayor concentración de aroma, color y sabor, así como una maduración completa de las bayas y de sus semillas. Asimismo, el deshojado permitía ir exponiendo gradualmente a todos los racimos al sol y a una buena aireación.

El 100% de la cosecha se realizaba manualmente y aprovechando el fresco de las horas de la mañana. Se clasificaba la uva en el momento de la cosecha al pie de la planta, separando los racimos o los granos que no fuesen de primera calidad, y en algunos casos este trabajo se complementaba con una segunda separación en una mesa de clasificación previo al despallado.

## **Una empresa familiar**

La familia Deicas era la propietaria del 100% de las acciones de la sociedad. Tanto el fundador Juan Carlos Deicas, como sus hijos Fernando y Mariela, así como la tercera generación recientemente integrada a la empresa, trabajaban con esfuerzo y dedicación en una industria marcada por la tradición, sacrificio y compromiso. Según palabras de Fernando: “son tres generaciones compartiendo una misma pasión: alcanzar el perfecto equilibrio entre tradición e innovación para lograr los mejores vinos”.

## **Industria exportadora de alta calidad**

En los últimos años el sector se había reconvertido; al año 2008 habían 268 bodegas en el país, de las cuales solamente 35 eran exportadoras. Por otra parte los vinos premiados ascendían a 663, 121 de los cuales pertenecían a Bodegas Juanicó.<sup>5</sup>

La participación en el mercado interno había sido del 12.5% para el año 2007 y en el mercado exportador del 34,5%.

La industria vitivinícola uruguaya de exportación, en constante alza, había salido a competir con los mercados líderes de la región -Chile y la Argentina- en el segmento de alta calidad, con una previsión de incremento del 30% en sus ventas al año. Las exportaciones uruguayas de vino habían aumentado desde 1,2 millones de litros en 2004 hasta 9,8 millones de litros en 2007.

“Apostamos al crecimiento de los vinos de calidad, dado que no podemos competir en volumen”, dijo el presidente del estatal Instituto Nacional de Vitivinicultura, Ricardo Calvo, para quien el alza se funda en “una mejora en la producción de los viñedos” y las ventas de vino a granel a Rusia desde 2006, mercado donde se coloca fundamentalmente vino blanco. Uruguay exportaba anualmente en el rubro u\$s10 M, de los cuales ocho provenían del segmento de vinos finos y el resto de las ventas a granel, por lo que se buscaba un mejor posicionamiento de los primeros.<sup>6</sup>

## **Una decisión estratégica y financiera**

Las alternativas que se evaluaban en esta circunstancia –y que se esperaba su asesoramiento– eran esencialmente dos: a) Invertir en Mendoza; b) Invertir en la zona de Juanicó. Con la primera pensaba que podría diversificar su portafolio de productos e incursionar en nuevos emprendimientos fuera del Uruguay. La segunda le permitiría continuar afianzando su posición

<sup>5</sup> En la página web de Inavi (<http://www.inavi.com.uy/>) el lector podrá encontrar mas información del sector

<sup>6</sup> <http://awpro.wordpress.com/2008/07/23/uruguay-tambien-quiere-competir-con-la-argentina-en-el-mercado-vitivinicola/#more-1411> Accedido 12/08/2008

exportadora líder, posición que no deseaba perder, ya que por el momento solamente 35 bodegas se dedicaban a la exportación y Juanicó gozaba de casi un 35% de mercado.

a) Invertir en Mendoza:

### **En Fincas para producir vino (Anexo III)**

La inversión sería de USD 450.000 para Fincas para producir vinos, el proyecto se estimaba en 10 años y al quinto año debía reinvertirse USD 250.000.

Los ingresos proyectados eran de USD 125.000 para el primer año, con un tasa de crecimiento del 1,5% anual; y a partir del año 6 (inclusive) el crecimiento se proyectaba al 5% anual

Los costos operativos eran del 38,5%; y el financiamiento del proyecto gozaba de USD 200.000 al año 1 y USD 1000.000 al quinto año. El proyecto estaba eximido de impuestos

### **En Viñedo en Valle del Uco (Anexo IV)**

Se proyectaban 4,5 hectáreas y una construcción de USD 300.000; lo que demandarían USD 374.250 de inversión inicial. El proyecto se estimaba en 10 años y al quinto año debía reinvertirse USD 207.917.

	USD	Hectáreas	USD
Hectárea Viñedo	16.500	4,5	74.250
Construcción	300.000		300.000
			374.250

Los ingresos proyectados eran de USD 100.000 para el primer año, con un tasa de crecimiento del 1,5% anual; y a partir del año 6 (inclusive) el crecimiento se proyectaba al 5% anual

Los costos operativos eran del 38,5%; y el financiamiento del proyecto gozaba de USD 200.000 al año 1 y USD 1000.000 al quinto año. El proyecto estaba eximido de impuestos

b) Invertir en la zona de Juanicó.

La inversión inicial sería de USD 900.000 para Fincas para producir vinos, el proyecto se estimaba en 10 años y al quinto año debía reinvertirse USD 450.000.

Los ingresos proyectados eran de USD 350.000 para el primer año, con un tasa de crecimiento del 1,5% anual; y a partir del año 6 (inclusive) el crecimiento se proyectaba al 5% anual

Los costos operativos eran del 55%; y el financiamiento del proyecto gozaba de USD 200.000 al año 1 y USD 1000.000 al quinto año. El proyecto estaba eximido de impuestos

## ANEXO I - El Establecimiento Juanicó, Familia Deicas<sup>7</sup>



<sup>7</sup> Fotos extraídas de la página web oficial de la empresa, accedido el 07/08/2008

## ANEXO II – El acceso al crédito de las empresas<sup>8</sup>

### Establecimiento Juanicó - Familia Deicas

Balances al 31 de diciembre.

En pesos uruguayos

	2005	2006	2007
<b>ACTIVOS</b>			
Caja y Bancos	43.000	12.000	97.000
Deudores por Ventas	1.234.000	1.565.000	2.384.000
Existencias	2.351.000	3.124.000	3.974.005
Otros Activos corrientes			
<b>Total Activo Circulante</b>	<b>3.628.000</b>	<b>4.701.000</b>	<b>6.455.005</b>
Planta y Equipo (netos)	35.750.400	37.458.000	45.000.000
Otros Activos	456.000	546.500	423.500
Total Activo No Cte	<b>36.206.400</b>	<b>38.004.500</b>	<b>45.423.500</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>39.834.400</b>	<b>42.705.500</b>	<b>51.878.505</b>
<b>PASIVO</b>			
Préstamo Bancario	2.354.000	2.345.620	3.452.330
Proveedores	3.456.200	3.865.005	4.562.315
Impuestos a pagar	256.000	235.000	145.230
Gastos Varios a pagar	123.540	145.230	154.236
Otros pasivos de corto plazo	52.360	45.621	65.231
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>6.242.100</b>	<b>6.636.476</b>	<b>8.379.342</b>
Deuda de largo plazo	8.456.752	6.542.350	4.585.423
Capital Social	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Beneficios Retenidos	9.875.621	18.274.734	27.104.642
Reservas y otros conceptos	5.259.927	1.251.940	1.809.098
<b>Total Recursos Permanentes</b>	<b>33.592.300</b>	<b>36.069.024</b>	<b>43.499.163</b>
<b>Total PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>39.834.400</b>	<b>42.705.500</b>	<b>51.878.505</b>

<sup>8</sup> Ajustado para fines académicos



**ESTADO DE RESULTADOS***En pesos uruguayos*

	2005	2006	2007
<b>Ventas vinos</b>	58.726.093	57.786.475	67.060.500
<b>Otras ingresos</b>	6.525.121	12.684.836	18.914.500
<b>Total de Ventas</b>	<b>65.251.214</b>	<b>70.471.311</b>	<b>85.975.000</b>
Costo de Merc.Vendidas	37.845.704	40.873.361	49.865.500
<b>Margen Bruto</b>	<b>27.405.510</b>	<b>29.597.951</b>	<b>36.109.500</b>
Gastos Generales	12.125.300	13.580.336	18.740.864
<b>BAII</b>	<b>15.280.210</b>	<b>16.017.615</b>	<b>17.368.636</b>
Intereses	1.050.805	863.911	781.270
<b>BAI</b>	<b>14.229.405</b>	<b>15.153.704</b>	<b>16.587.367</b>
Impuestos	4.980.292	5.303.796	5.805.578
<b>Benef.Desp.Impuestos</b>	<b>9.249.113</b>	<b>9.849.908</b>	<b>10.781.788</b>
Dividendos	850.000	1.020.000	1.428.000
<b>Beneficios Retenidos</b>	<b>8.399.113</b>	<b>8.829.908</b>	<b>9.353.788</b>

### ANEXO III - Fincas para producir vino<sup>9</sup>

“Tupungato Wine & Golf es un proyecto de 800 hectáreas al pie de la cordillera de los Andes que se desarrollará en 140 parcelas de 5000 m2 y un pequeño hotel de 50 habitaciones. En el Valle de Uco, provincia de Mendoza, en octubre próximo se lanzará un nuevo emprendimiento considerado premium por tratarse de un wine country club con canchas de golf y polo.



Se emplazará sobre un predio de 800 hectáreas al pie de la cordillera de los Andes, en 140 parcelas de 5000 m2, y se podrá tener una finca, de 2,5 a 4,5 hectáreas, para producir el propio vino. Se completará en el futuro con una pista de esquí en la ladera de la montaña, un pequeño hotel de 50 habitaciones con wine spa, una bodega boutique, tasting room y un área de 400 hectáreas destinada a los potenciales propietarios de los lotes para instalar sus viñedos.

Se estima que se invertirán unos 40 millones de dólares y los futuros

propietarios otros 75 millones de dólares más. Las fincas con viñedos propios se ofrecerán en la preventa a 450.000 dólares y los lotes desde los 130.000 dólares. El master plan también contempla la construcción de una cancha de golf de 18 hoyos, un club de polo con dos canchas, y una completa infraestructura social y de servicios.”

### ANEXO IV – Viñedo en Valle del Uco<sup>10</sup>

“10 hectáreas Viñedos-casas en Valle de Uco, Mendoza - Argentina  
Valor total: us\$ 165.000 (us\$ 16.500 la hectárea)

El emprendimiento posee 75 hectáreas, con 17 espaciaosas viviendas con viñedos exclusivos construidas.

Posee 2 kilómetros de río privado perteneciente a la comunidad, y 5 km de senderos privados.

Cada parcela posee más de 2 hectáreas ya plantadas para proporcionar un inicio inmediato a la producción de su vino premium argentino.

Asimismo, posee un fácil acceso por una de las carreteras principales en el nuevo destino turístico del vino a tan sólo 45 minutos del aeropuerto internacional de Mendoza.”



<sup>9</sup> [http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota\\_id=1035287](http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=1035287) Por Javier Reyes, La Nación (02/08/2008)

<sup>10</sup> [http://www.sapucaí.com/campos/av/avisos/1215\\_1.html](http://www.sapucaí.com/campos/av/avisos/1215_1.html) Accedido 07/08/2008

## **ANEXO V - Riesgo País**

“Riesgo país, rendimiento de bonos y calificaciones de riesgo, son variables que definen la situación económica de un país.<sup>11</sup>”

“¿Que es el riesgo país? Tradicionalmente el riesgo país es cuantificado en base a la diferencia (spread) entre el rendimiento de un instrumento libre de riesgo y su equivalente en el país bajo análisis.

Existe consenso en aceptar a los bonos del tesoro americano como el instrumento libre de riesgo y su equivalente son los bonos emitidos por los gobiernos de las economías emergentes, por ejemplo los bonos emitidos por el gobierno argentino. Por cada 100 puntos básicos de riesgo que tiene un país, éste debe pagar un punto porcentual (1%) adicional a la tasa libre de riesgo que ofrece a los inversores los bonos del tesoro de los EE.UU.

Segundo. ¿Cómo se mide? El riesgo país se mide a través del índice denominado Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) que mide el grado de "peligro" que entraña un país para las inversiones extranjeras.

Tercero. ¿Qué es el EMBI+ Argentina? Este indicador mide la diferencia del rendimiento promedio de los títulos soberanos argentinos frente al rendimiento del bono del Tesoro estadounidense.

Cuarto. ¿Qué representa el Embi+? Permite estimar el riesgo político y la posibilidad de que un país pueda incumplir con sus obligaciones de pago a los acreedores internacionales.”

<b>PAIS</b>	<b>Embi+</b>
Chile	80
México	91
Perú	113
Colombia	119
Uruguay	150
Brasil	158
<i>Argentina</i>	<i>323</i>
Venezuela	325
Ecuador	663

Fuente: JP Morgan

<sup>11</sup> <http://www.infobaeprofesional.com/notas/60646-El-Riesgo-pais-de-la-Argentina-se-aleja-del-de-Brasil.html&cookie> Por Ruben Ramallo, Especial Infobaeprofesional.com - Accedido 06/08/2008

## “¿Qué diferencia existe entre el Embi+ y la calificación de las agencias calificadoras de riesgo?”<sup>12</sup>

La primera diferencia es que la cotización, y por ende el rendimiento, de los bonos soberanos cambia todos los días. Si esto es común con los bonos del tesoro americano, la variación es aún más pronunciada para los bonos emitidos por los gobierno de las economías emergentes.

Si la cotización de estos bonos varía día a día, también lo hará el spread respecto a los bonos del tesoro americano. A esta variabilidad se opone la nota que imponen las agencias clasificadoras de riesgo (Standard & Poor's, Moody's, Ficht IBCA), que se basa en cuestiones macroeconómicas, políticas y sociales, que son evaluadas en forma periódica.

A diferencia de lo que ocurre con el Embi+ o cualquier otro estimador numérico, la información brindada por las calificadoras llama a confusión, debido a la terminología que utilizan para asignar una nota a un país o empresa. A manera de ejemplo, S&P utiliza veinte escalones para calificar el riesgo soberano. Parte de un máximo de AAA y llega a un mínimo de SD (default). Algo similar ocurre con Moody's, que parte de un máximo expresado como Aaa y llega a un mínimo de C, a través de 19 escalones, en los que se mezclan mayúsculas con minúsculas (ej.: Baa1 o Ba3) por lo que la lectura es por demás dificultosa. Por último Fitch tiene un sistema un poco más sencillo, en el que los grados de capacidad dentro de un mismo rango se asignan a través de la mayor o menor cantidad de letras (ej.: AAA o A).

En definitiva, frente a un Embi+ que es de fácil lectura surgen diferentes calificaciones de riesgo soberano provenientes de diferentes fuentes, que no poseen la claridad suficiente para transparentar la situación de un país. Pero a ello debe sumarse que no siempre las calificaciones para un país coinciden, lo cual pone al observador frente a un dilema de difícil solución.

Calificación Argentina. En el caso concreto de nuestro país, la calificación de S&P es B+, la de Moody's B3 y la de Fitch se mantiene en default. En los dos primeros casos las notas corresponden a un país con alto riesgo de cumplimiento de sus obligaciones. Estas notas se ubican en el segmento del denominado “grado especulativo” y están muy alejadas de los denominados grados de inversión.

La metodología empleada surgió a partir de la necesidad de compilar en un solo índice la información brindada por las principales calificadoras de riesgo a nivel internacional y de esta manera superar el inconveniente que plantean los diferentes criterios de evaluación, no obstante que utilizan prácticamente los mismos indicadores.

En forma resumida, se consideran variables tales como producto bruto interno, en volumen, por habitante y su crecimiento anual, inflación, resultado fiscal y de cuenta corriente, reservas, deuda externa, comercio exterior, etc.”

PAIS	Nota	Embi+	S & P	Fitch	Moody's	Perspectivas
Chile	8,4	80	A	A	A2	Estable / Positivas
México	7,0	91	BBB	BBB	Baa1	Positivas / Estables
Perú	6,8	113	BB+	BB+	Ba3	Positivas / Estables
Venezuela	6,7	325	BB-	BB-	B2	Estable / Positivas
Uruguay	6,6	150	B+	B+	B1	Positivas / Estables
<b>Argentina</b>	<b>6,6</b>	<b>323</b>	<b>B+</b>	<b>DDD</b>	<b>B3</b>	<b>Estable / Positivas</b>
Brasil	6,6	158	BB+	BB+	Ba2	Positivas / Estable
Bolivia	5,6	-	B-	B-	B3	Negativas / Estable
Colombia	5,4	119	BB+	BB+	Ba2	Estables / Positivas
Ecuador	4,9	663	CCC	CCC	Caa2	Negativas
Paraguay	4,6	-	B	-	Caa1	Estables

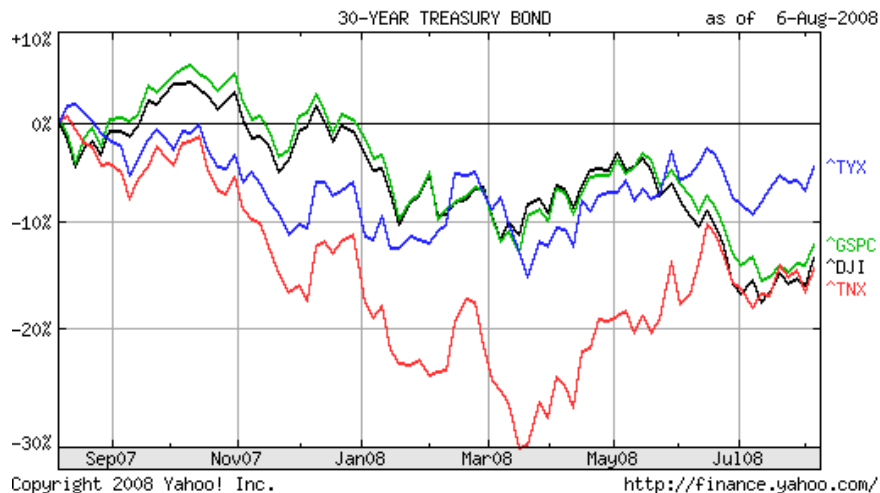
<sup>12</sup> <http://www.infobaeprofesional.com/notas/60646-El-Riesgo-pais-de-la-Argentina-se-aleja-del-de-Brasil.html&cookie> Por Ruben Ramallo, Especial Infobaeprofesional.com - Accedido 06/08/2008

## Anexo VI - Las tasas de Mercado en los Estados Unidos<sup>13</sup>

30-YEAR TREASURY BOND (Chicago Options: ^TYX)	10-YEAR TREASURY NOTE (Chicago Options: ^TNX)	S&P 500 INDEX,RTH (^GSPC)
<b>Index Value: 4.644</b> Trade Time: 12:05PM ET Prev Close: 4.69 Open: 4.685 Day's Range: 4.634 - 4.685 52wk Range: 4.102 - 5.055	<b>Index Value: 3.998</b> Trade Time: 12:13PM ET Prev Close: 4.048 Open: 4.04 Day's Range: 3.987 - 4.04 52wk Range: 3.281 - 4.89	Index Value: 1,266.75 Trade Time: 4:00PM ET Change: Down 22.44 (1.74%) Prev Close: 1,289.19 Open: 1,286.51 Day's Range: 1,264.29 - 1,286.51 <b>52wk Range: 1,456.08 - 1,576.09</b>
DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE IN (DJI: ^DJI)	U.S. OIL FUND ETF (AMEX: USO)	NYSE COMPOSITE INDEX (NEW METHO (NYSE: ^NYA)
Index Value: 11,431.43 Trade Time: 4:03PM ET Change: Down 224.64 (1.93%) Prev Close: 11,656.07 Open: 11,655.42 Day's Range: 11,416.70 - 11,655.58 <b>52wk Range: 12,460.03 - 14,280.00</b>	Last Trade: 96.4401 Trade Time: 4:00PM ET Change: Up 1.0201 (1.07%) Prev Close: 95.42 Open: 97.17 Bid: N/A Ask: N/A NAV <sup>1</sup> : 96.09	Index Value: 8,338.40 Trade Time: 5:05PM ET Change: Down 163.04 (1.92%) Prev Close: 8,501.44 Open: 8,501.70 Day's Range: 8,321.45 - 8,501.70 <b>52wk Range: 9,785.50 - 10,387.20</b>

El analista asumía que una tasa representativa del mercado estaría dada por el cociente de las cotizaciones en el rango anual de 52 semanas. Así, para el S&P 500 el resultado era 8,24% mientras que para el Dow Jones el resultado era 14,61%; y finalmente para el índice de la bolsa de Nueva York el resultado era 6,15%.

Asimismo, para los papeles que expresaban una tasa libre de riesgo desde punto de vista académico del CAPM<sup>14</sup>, también se debatía si el adecuado era el de 4,644% ó el de 3,998%.



<sup>13</sup>

<http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5ETYX#chart1:symbol=^tyx;range=1y;indicator=volume;charttype=line;crosshair=on;ohlcvvalues=0;logscale=on;source=undefined> Accedido 07/08/2008 . Algunos datos fueron modificados para un mejor análisis académico del caso.

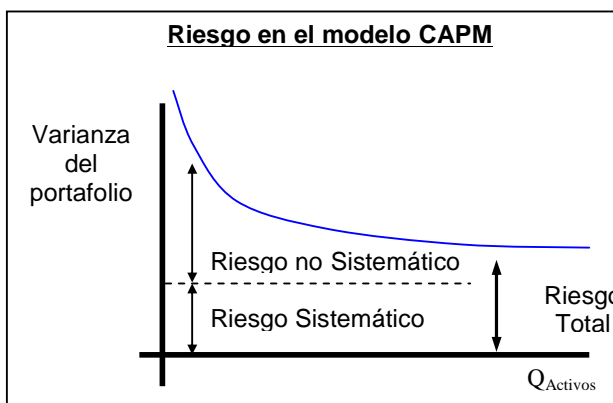
<sup>14</sup> Capital Asset Pricing Model; ver Anexo Riesgo sistémico y Riesgo específico.

## ANEXO VII - Riesgo específico y riesgo sistémico

El CAPM, fue desarrollado por los autores: William Sharpe<sup>15</sup>, John Lintner<sup>16</sup>, y Jan Mossin<sup>17</sup>, 12 años más tarde que el Prof. Markowitz expusiera la teoría referente al moderno manejo de portafolios. A diferencia del Prof. Markowitz, quien cuantifica el riesgo total del mercado a través de la varianza, en el CAPM el riesgo se descompondrá en dos clases:

**Riesgo no Sistemático:** expuesto por Sharpe, es la porción de variabilidad de un activo que puede ser eliminado a través de la diversificación eficiente; por lo que el riesgo no sistemático es el riesgo residual o específico a una empresa.

**Riesgo Sistemático:** es el riesgo vinculado al mercado global y responde a una función de factores económicos como por ejemplo inflación, tipo de cambio, factores políticos, riesgo país, geográficos-militares, etc. Por lo cual son factores que afectan a todas las empresas por igual y es el mínimo que podrá alcanzarse al adoptar una estrategia de cobertura como la diversificación.



Sharpe en 1964 desarrolla el modelo conocido como la Recta de Mercado de Valores (SML); a través del cuál expresa como la tasa de rendimiento en equilibrio de un activo determinado es igual a la tasa libre de riesgo más un plus por el riesgo (precio por el riesgo, en función de la cantidad del mismo).

$$E(R_p) = a E(R_i) + (1-a) E(R_m) ; \sigma^2(R_p) = [a^2 \sigma_i^2 + (1-a)^2 \sigma_m^2 + 2^a(1-a)\sigma_{im}] ;$$

Así, se llega a la expresión del CAPM más conocida:

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) \times \left( \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \right) \beta$$

{
{
}
}

Precio por el Riesgo
Cantidad de Riesgo

<sup>15</sup> William Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium", *Journal of Finance*, September 1964.

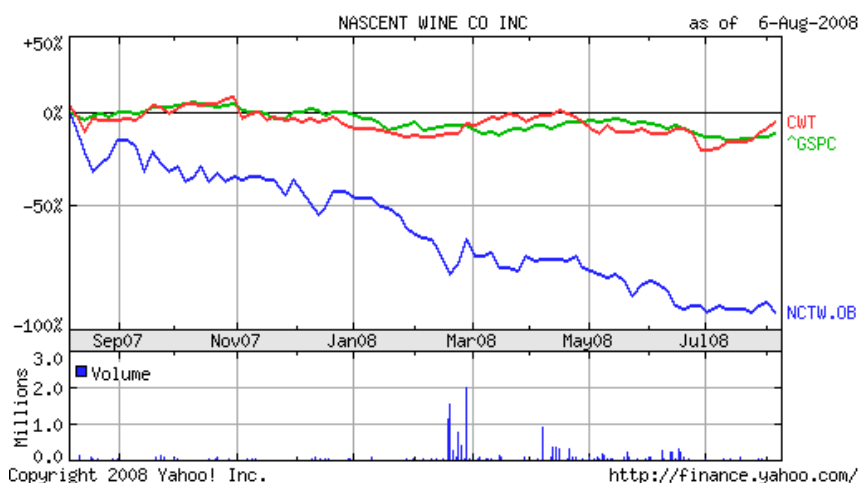
<sup>16</sup> John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics*, February 1965.

<sup>17</sup> Jan Mossin, "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica*, October 1966.

## ANEXO VII - B – empresas referentes del sector vitivinícola

Nascent Wine Co. Inc. (NCTW.OB)<sup>18</sup>

Challenger Wine Trust (Public, ASX:CWT)<sup>19</sup>



<b>VALUATION MEASURES</b> Market Cap (intraday)5: 6.75M Enterprise Value (7-Aug-08)3: 16.75M Trailing P/E (ttm, intraday): N/A Forward P/E (fye 31-Dec-09) 1: N/A PEG Ratio (5 yr expected): N/A Price/Sales (ttm): 0.08 Price/Book (mrq): 0.13 Enterprise Value/Revenue (ttm)3: 0.32 Enterprise Value/EBITDA (ttm)3: -4.47	<b>TRADING INFORMATION</b> Stock Price History Beta: 3.28 52-Week Change3: -93.33% S&P500 52-Week Change3: -21.59% 52-Week High (08-Aug-07)3: 0.77 52-Week Low (06-Aug-08)3: 0.05 50-Day Moving Average3: 0.07 200-Day Moving Average3: 0.16
<b>Income Statement</b> Revenue (ttm): 53.26M Revenue Per Share (ttm): 0.723 Qtrly Revenue Growth (yoy): 211.60% Gross Profit (ttm): 6.82M EBITDA (ttm): -3.75M Net Income Avl to Common (ttm): -8.62M Diluted EPS (ttm): -0.12 Qtrly Earnings Growth (yoy): N/A	<b>Balance Sheet</b> Total Cash (mrq): 785.79K Total Cash Per Share (mrq): 0.009 Total Debt (mrq): 10.79M Total Debt/Equity (mrq): 0.335 Current Ratio (mrq): 0.987 Book Value Per Share (mrq): 0.381
<b>Cash Flow Statement</b> Operating Cash Flow (ttm): -13.73M Levered Free Cash Flow (ttm): -12.86M	<b>Profitability</b> Profit Margin (ttm): -16.18% Operating Margin (ttm): -10.68%

<sup>18</sup> <http://finance.yahoo.com/q/ks?s=NCTW.OB> Accedido 07/08/2008

<sup>19</sup> <http://finance.google.com/finance?q=ASX:CWT> Accedido 07/08/2008

## ANEXO VIII – El acceso al crédito de las empresas

Las empresas del sector vitivinícola en Argentina, al igual que en Uruguay, gozaban de préstamos preferentes nacionales y provinciales para el desarrollo de la industria.

En el mercado Argentino, las tasas de crédito a las empresas se basaban en el comportamiento del MAE.<sup>20</sup> Para ello los bancos partían de la tasa Badlar<sup>21</sup> y en el caso del sector vitivinícola, *para créditos en dólares*, en el mes de agosto de 2008 le sumaban un spread de 365 puntos básicos a la tasa del mes anterior informada por el Banco Central *en pesos*.

Tasas del Mercado Argentino - Gerencia de Análisis de Coyuntura Monetaria<sup>22</sup>  
Expresadas en porcentaje nominal anual. Montos en millones de la moneda de origen.

Fecha	Plazo Fijo 30-44 Días						BADLAR <sup>5</sup>	
	Pesos			Dólares			Pesos	
	Total General	Hasta 100.000	Más de 1.000.000	Total General	Hasta 100.000	Más de 1.000.000	Total	Bancos Privados
21-jul-08	13,1	11,5	13,4	1,5	1,4	1,4	13,3	14,4
22-jul-08	10,4	11,1	9,8	1,9	1,5	2,2	9,5	13,6
23-jul-08	10,5	10,8	10,0	1,7	1,5	3,5	9,8	12,5
24-jul-08	11,2	11,0	10,8	1,6	1,6	0,9	12,3	12,1
25-jul-08	10,5	10,4	10,4	1,2	1,2	1,0	10,4	12,4

Mientras tanto, en el mercado uruguayo, la tasa de acceso al crédito para empresas del porte de establecimiento Juanicó se referenciaba en el índice de Precios al Productor de Productos Nacionales (IPPN)<sup>23</sup>, a partir de ésta se dividía a la tercera parte para convertirla a divisa norteamericana, y posteriormente se le agregaba un spread de 500 puntos básicos, y 200 pbs para los préstamos preferenciales. En agosto de 2008 los indicadores del Instituto Nacional de Estadística (INE) expresaban:

Indicador	Período	Valor
IPC (Var. 12 Meses)	Julio 2008	8,02%
IPPN (Var. 12 Meses)	Julio 2008	23,15%
ICC (Var. 12 Meses)	Junio 2008	9,10%
IMS (Var. 12 Meses)	Junio 2008	11,84%
Desempleo	Junio 2008	7,80%



<sup>20</sup> M.A.E. - Mercado Abierto Electrónico S.A. - es el mercado electrónico de títulos valores y de negociación de moneda extranjera mas importante de la Argentina. Mayor información en: [http://www.mae.com.ar/institucional/acerca\\_de\\_mae.aspx](http://www.mae.com.ar/institucional/acerca_de_mae.aspx) Accedido el 06/08/2008

<sup>21</sup> La tasa Badlar es la informada por el BCRA como resultado del relevamiento diario de las tasas de interés por depósitos a plazo fijo pagada por bancos privados de más de \$ 1.000.000 por 30 a 35 días de plazo suministrado por la totalidad de los bancos con casas o filiales en la Cap. Fed. o Gran Buenos Aires (de acuerdo a lo establecido por SISCEN-0002), o el que lo reemplaza.

<sup>22</sup> <http://www.bcr.gov.ar/> - Accedido el 08/08/2008

<sup>23</sup> <http://www.ine.gub.uy/> - Accedido 08/08/2008



## ANEXO IX - Marketing diferencial – Otros ingresos

Al igual que en las bodegas del primer mundo, Familia Deicas innovaba en la construcción de fidelidad de los consumidores; para ello organizaba desde cursos de cata hasta *wine weekends*, los que posibilitaban a los consumidores participar de la vendimia.



Luego de instruirse al invitado en la metodología y los cuidados necesarios para el proceso, se lo hace participar en la recolección a mano de la vid.

Durante la actividad, es seguido muy de cerca por un instructor que oficia a la vez de guía, el que usualmente es un estudiante del último año de enología que habla varios idiomas.



## **Referencias:**

Textos tomados de la página web de la empresa:  
<http://www.juanico.com> Accedido del 15 al 23 de Julio de 2008

Fotografías y logo tomados de la página web de la empresa:  
<http://www.juanico.com> Accedido el 23 de Julio de 2008

[http://www.winelect.com/popup\\_ws/bordeaux.asp](http://www.winelect.com/popup_ws/bordeaux.asp) Accedido 23 de Julio 2008.

<http://www.verema.com/articulos/350395-vinos-de-terroirs-el-desafio-del-mundo-del-vino>  
Accedido 23/07/08.

<http://www.uec.es/bacchus/sp/default.asp> Accedido 23/07/08.

<http://www.inavi.com.uy/> Accedido durante los meses julio y agosto de 2008