

VALORACIÓN ECONÓMICA DE LAS EMPRESAS FUSIONADAS  
PALMAR DE LOS LLANOS Y CACAOS DEL URABÁ  
¿SE CREA O DESTRUYE VALOR ECONÓMICO?

DAVID ALBERTO PATIÑO CANO  
PAOLA ANDREA RÍOS TORO

UNIVERSIDAD EAFIT  
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

Pereira

2019

VALORACIÓN ECONÓMICA DE LAS EMPRESAS FUSIONADAS  
PALMAR DE LOS LLANOS Y CACAOS DEL URABÁ  
¿SE CREA O DESTRUYE VALOR ECONÓMICO?

David Alberto Patiño Cano

*dpatino9@eafit.edu.co*

Paola Andrea Ríos Toro

*priosto@eafit.edu.co*

Trabajo presentado como requisito para optar al título de  
Magíster en Administración Financiera

Asesor: Bilver Adrián Astorquiza

UNIVERSIDAD EAFIT  
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

Pereira

2019

## Contenido

|   |    |
|---|----|
| 1. Introducción .....                               | 7  |
| 2. Contexto del sector agrícola.....                | 10 |
| 2.1 Cultivos de cacao.....                          | 10 |
| 2.2 Cultivos de palma de aceite .....               | 12 |
| 3. Revisión de literatura .....                     | 15 |
| 4. Aspectos metodológicos .....                     | 22 |
| 4.1 Tipo de estudio.....                            | 22 |
| 4.2 Fuente de los datos .....                       | 23 |
| 4.3 Estrategia empírica.....                        | 23 |
| 4.3.1 Indicadores de liquidez .....                 | 23 |
| 4.3.2 Indicadores de eficiencia.....                | 24 |
| 4.3.3 Indicadores de desempeño:.....                | 25 |
| 4.3.4 Indicadores de endeudamiento: .....           | 26 |
| 5. Resultados .....                                 | 26 |
| 5.1 Indicadores .....                               | 27 |
| 5.1.1 Indicadores de liquidez .....                 | 27 |
| 5.1.2 Indicadores de eficiencia.....                | 28 |
| 5.1.3 Indicadores de desempeño y productividad..... | 30 |
| 5.1.4 Indicadores de endeudamiento .....            | 31 |
| 5.2. Valoración .....                               | 32 |
| 6. Conclusiones.....                                | 40 |
| 7. Referencias bibliográficas .....                 | 42 |

## Índice de tablas

|  |    |
|--|----|
| Tabla 1. Producción mundial de cacao en grano por países 2014/2015 (miles de toneladas)... | 11 |
| Tabla 2. Indicadores de liquidez Cacaos del Urabá .....                                    | 27 |
| Tabla 3. Indicadores de liquidez Palmar de los Llanos .....                                | 27 |
| Tabla 4. Indicadores de liquidez fusión .....  | 27 |
| Tabla 5. Indicadores de eficiencia Cacaos del Urabá .....                                  | 28 |
| Tabla 6. Indicadores de eficiencia Palmar de los Llanos .....                              | 29 |
| Tabla 7. Indicadores de eficiencia fusión .....  | 29 |
| Tabla 8. Indicadores de desempeño y productividad Cacaos del Urabá .....                   | 30 |
| Tabla 9. Indicadores de desempeño y productividad Palmar de los Llanos .....               | 30 |
| Tabla 10. Indicadores de desempeño y productividad fusión .....                            | 30 |
| Tabla 11. Indicadores de endeudamiento Cacaos del Urabá.....                               | 31 |
| Tabla 12. Indicadores de endeudamiento Palmar de los Llanos.....                           | 31 |
| Tabla 13. Indicadores de endeudamiento fusión.....   | 31 |
| Tabla 14. Estructura de la deuda Cacaos del Urabá.....                                     | 34 |
| Tabla 15. Información financiera Cacaos del Urabá.....                                     | 34 |
| Tabla 16. Costo del patrimonio Cacaos del Urabá, en porcentajes .....                      | 34 |
| Tabla 17. Costo del patrimonio en pesos Cacaos del Urabá .....                             | 35 |
| Tabla 18. Efecto fiscal de la deuda Cacaos del Urabá .....                                 | 35 |
| Tabla 19. Estructura de capital Cacaos del Urabá.....                                      | 35 |
| Tabla 20. Estructura de la deuda Palmar de los Llanos.....                                 | 35 |
| Tabla 21. Información financiera Palmar de los Llanos.....                                 | 36 |
| Tabla 22. Costo del patrimonio Palmar de los Llanos .....                                  | 36 |
| Tabla 23. Costo del patrimonio en pesos Palmar de los Llanos .....                         | 36 |
| Tabla 24. Efecto fiscal de la deuda Palmar de los Llanos .....                             | 37 |
| Tabla 25. Estructura de capital Palmar de los Llanos .....                                 | 37 |
| Tabla 26. Estructura de la deuda fusión.....   | 37 |
| Tabla 27. Información financiera fusión .....  | 38 |
| Tabla 28. Costo del patrimonio fusión .....  | 38 |
| Tabla 29. Costo del patrimonio en pesos fusión .....                                       | 38 |
| Tabla 30. Efecto fiscal de la deuda fusión .....   | 38 |
| Tabla 31. Estructura de capital fusión.....  | 39 |
| Tabla 32. Valoración fusión.....   | 39 |
| Tabla 33. Valoración Cacaos del Urabá.....   | 40 |
| Tabla 34. Valoración Palmar de los Llanos .....  | 40 |

Índice de ilustraciones

Ilustración 1. Histórico de producción nacional 2008-2017 ..... 11

## Resumen

El presente trabajo pretende identificar si la decisión del máximo órgano empresarial de realizar una fusión por absorción entre las sociedades Palmar de los Llanos y Cacaos del Urabá, ambas del sector agrícola, crea o destruye valor empresarial. Lo anterior busca comprobar si esta acción es conveniente para los accionistas y las empresas o si, por el contrario, trae consigo desventajas que puedan afectar el desarrollo del objeto social de cada una de las sociedades. En ese sentido, el trabajo contextualiza el estado del sector agrícola en Colombia, específicamente en los cultivos de cacao y palma de aceite, su producción nacional e internacional y sus potenciales ventajas frente a otros países productores. Adicionalmente, se hace un breve acercamiento sobre los conceptos de fusiones empresariales y sus características. Por último, se tratan las metodologías de valoración adecuadas para empresas del sector agrícola, con el fin de darles respuesta tanto a los objetivos como a los interrogantes planteados en este documento.

Palabras *clave*: valoración de empresas, fusión, sector agrícola, cacao, palma de aceite

## *Abstract*

This document aims to identify if the decision of the highest corporate body to carry out a merger by absorption between the companies Palmar de los Llanos and Cacaos del Urabá, both of the agricultural sector, creates or destroys business value. The above statement seeks to verify whether this action was convenient for shareholders and companies or if, on the contrary, it will bring disadvantages that may affect the development of the corporate purpose of each of the companies. In this order, this document contextualizes the agriculture sector status in Colombia, especially in the cocoa and oil palm crops, its national and International production and its potential advantages over other producing countries. In addition, a brief approach is made about the concept of business mergers and their characteristics. Finally, the appropriate valuation methodologies for companies in the agricultural sector are mentioned in order to give an answer to both the objectives and the questions raised in this document.

*Keywords*: business valuation, merger, agricultural sector, cacao, oil palm

## **1. Introducción**

Históricamente el territorio colombiano se ha caracterizado por poseer una vocación agrícola en la cual, como producto principal y de reconocimiento internacional, predomina el cultivo y procesamiento del café. No obstante, cultivos como el cacao y la palma de aceite poco a poco se han ido posicionando en diferentes regiones, hasta convertirse en productos tradicionales que se cultivan principalmente para el consumo interno y para producir y comercializar productos derivados de los mismos. Esto ha dado lugar a que los procesos que se desarrollan con cada uno de estos frutos se posicionen como actividades del sector agrícola. Estas potencialidades conexas pueden ser reconocidas igualmente como productos insignia de todo el territorio, y no solo de sus respectivas regiones, a través de procesos de reestructuración empresarial o de fusiones.

Entre tanto, las fusiones de sociedades son el resultado de un contexto económico producto de la globalización, que está en la búsqueda constante de generar empresas cada vez más competitivas en los mercados, con el objetivo de obtener mayores rentabilidades para los accionistas a través del ofrecimiento de productos y servicios novedosos y de mayor calidad, lo cual, a su vez, permite optimizar costos que se traducirán en la generación de mayores ingresos futuros.

En el presente estudio se analizan entonces los antecedentes del sector agrícola y el contexto de cada una de las empresas enfocadas en la fusión, y se describe el proceso de integración entre las empresas Palmar de los Llanos y Cacaos del Urabá. De estas dos compañías, la primera es la sociedad matriz, por su amplia trayectoria y experiencia en el sector agrícola, lo que le ha permitido contar con una mayor capacidad financiera, mayor extensión de tierra cultivada y mayores recursos humanos, técnicos y administrativos.

De esta forma, el análisis se enfoca en la valoración previa y actual de las sociedades fusionadas, para lo cual se revisan los estados financieros y las operaciones productivas de cada una de estas sociedades, para conocer tanto sus respectivas rentabilidades como la rentabilidad como una sola sociedad, a través de un conjunto de indicadores financieros y de flujo de caja descontado.

El trasfondo de la fusión para el sector en análisis es crear una sinergia que desarrolle ventajas competitivas en el agro colombiano, que sea pionera en temas agrícolas y que esté enfocada en los cultivos de cacao, con el ánimo de que sirva de empresa modelo no solo para inversionistas que deseen inyectar sus capitales en esta rama de la economía, sino también para agricultores que deseen sustituir sus cultivos por otros más rentables, como es el caso del cultivo de cacao.

Uno de los primeros resultados de este trabajo permite determinar si se crea o se destruye valor a través de la valoración financiera de las dos sociedades objeto de estudio (Palmar de los Llanos y Cacaos del Urabá). Igualmente, determinar si la decisión tomada por el máximo órgano empresarial trae consigo ventajas o desventajas para el órgano corporativo. Adicionalmente, el análisis desarrollado permite sugerir un modelo financiero que mide las sensibilidades de las variables de tipo macroeconómico, productivo y agrícola que afectan este negocio, por medio de indicadores financieros, complementados con cálculos obtenidos por el método de flujos de caja descontado.

Este trabajo tiene como objetivo principal analizar la valoración del impacto económico y social de dos empresas del sector agroindustrial colombiano: Palmar de los Llanos y Cacaos del Urabá, dejando como empresa matriz la primera de ellas, y se compara tanto la viabilidad y el desarrollo económico de cada una, en cuanto a sus resultados por separado, frente al desarrollo y potencial de los resultados obtenidos una vez se encuentren fusionadas.

Dicho trabajo cobra importancia en la medida en que existe poca documentación sobre la materia, y podría convertirse en una guía de estudio para futuras reestructuraciones y fusiones de empresas, si se tiene en cuenta que en estos tiempos se busca tener empresas más competitivas, con mejores productos que puedan abastecer no solo la demanda nacional, sino también lograr una mayor apertura al mercado internacional.

Lo anterior, teniendo en cuenta que el incorporar dichas cualidades y fortalezas competitivas al interior de las empresas se materializa a través de estos modelos de fusión, que lo que buscan es aprovechar las respectivas ventajas y experiencias de las compañías participantes del proceso, al igual que minimizar las debilidades y dificultades de cada una de ellas por separado, lo cual se logra al fortalecerse como una sola empresa en cuanto

a sus recursos, ya sea desde su capacidad financiera y administrativa como desde su talento humano y de sus productos y servicios, entre otros.

Así mismo, documentar esta clase de procesos reviste un beneficio no solo para las empresas que buscan fusionarse, sino también para el sector agroindustrial en general, toda vez que la investigación involucra información relevante, histórica y estadística del sector, que permite establecer indicadores y mediciones útiles para tomar futuras decisiones, lo cual, a su vez, se refleja en un modelo financiero que sirva de base para atraer inversionistas o agricultores que quieran sustituir sus cultivos por otros más rentables.

El presente trabajo de grado inicia con la presentación del contexto del sector agrícola y de la caracterización de las empresas en estudio. En el siguiente capítulo se expone la revisión de literatura sobre valoración de empresas y sus respectivos métodos, y presenta un contexto de la situación del sector agrícola en Colombia referente a los cultivos líderes en las empresas que se fusionan. Posteriormente, se presenta un apartado de los aspectos metodológicos del documento, y a continuación se detallan los cálculos de los indicadores y las proyecciones del flujo de caja descontado que hacen parte del soporte cuantitativo del documento. Finalmente, se obtiene una evaluación que resulta de someter a prueba el planteamiento sobre la viabilidad y fortalecimiento económico de las empresas objeto de la respectiva restructuración empresarial, que hacen parte de las conclusiones del documento.

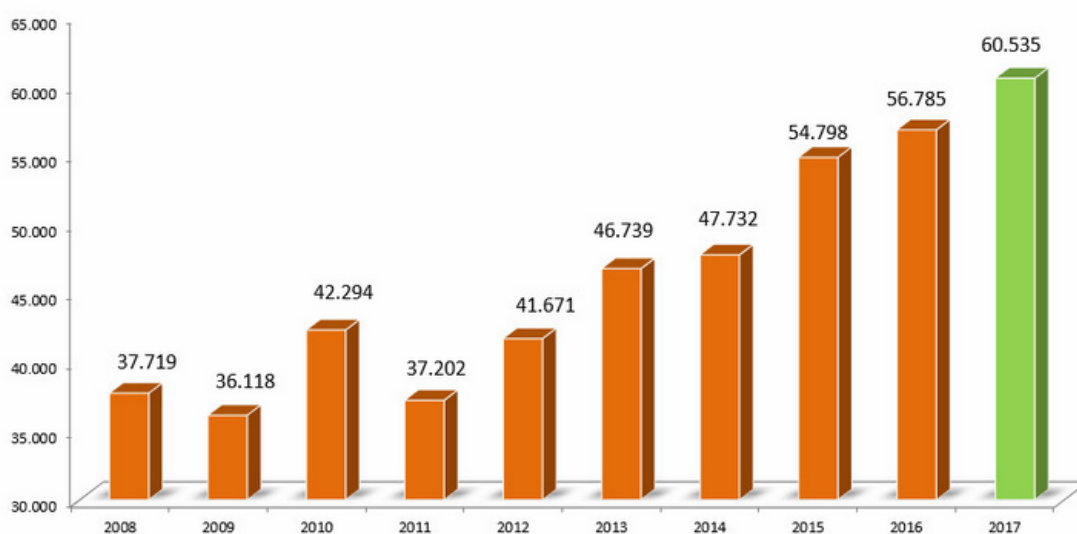
## **2. Contexto del sector agrícola**

En Colombia, el sector agrícola se ha convertido en un segmento potencial para la inversión, con miras a conseguir apoyo para el desarrollo productivo y el crecimiento social, económico y cultural de las regiones. Mejorar la productividad de dicho sector es una gran apuesta, pues el comportamiento de las exportaciones confirma que el sector agropecuario y el de la agroindustria tienen potencial para el crecimiento. En este orden de ideas, dicha situación de estudio representa uno de los asuntos que tienen mayor acogida y discusión en la actualidad.

Como consecuencia de lo anterior, fomentar la diversificación del aparato productivo a través del desarrollo agroindustrial puede ser una estrategia transversal cuyos efectos aporten en la solución de problemáticas macroeconómicas tan complejas como el déficit de la balanza comercial y el aumento del desempleo. Ante esta precisión, el presente trabajo se orienta a examinar cómo las fusiones empresariales inciden sobre los resultados del ejercicio de la actividad económica de las empresas, en especial en los cultivos de cacao y de palma de aceite.

### **2.1 Cultivos de cacao**

Colombia es un país que por décadas se ha caracterizado por su producción cafetera y ganadera; sin embargo el cacao, un grano que ha estado presente de forma tímida en su historia agrícola, poco a poco ha logrado posicionarse en el sector hasta lograr un crecimiento continuo en los últimos diez años, en los cuales ha pasado de producir 37.719 toneladas en 2008, a 60.535 toneladas en 2017 (gráfica 1), de conformidad con el informe estadístico publicado en la página web de Fedecacao (Federación Nacional de Cacaoteros, 2017).



*Ilustración 1.* Histórico de producción nacional 2008-2017

*Fuente:* Federación Nacional de Cacaoteros (2017).

Las anteriores cifras no son muy representativas en cantidad, si se comparan con la producción a nivel mundial de cacao (Federación Nacional de Cacaoteros, 2017), según se aprecia a continuación en la tabla 1.

*Tabla 1.* Producción mundial de cacao en grano por países 2014/2015 (miles de toneladas)

| PAÍSES               | 2008/09      | 2009/10      | 2010/11      | 2011/12      | 2012/13      | 2013/14      | 2014/15      | 2015/16      | % Part. 2015/16 |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| COSTA DE MARFIL      | 1.223        | 1.242        | 1.511        | 1.486        | 1.449        | 1.746        | 1.796        | 1.570        | 38%             |
| GHANA                | 662          | 632          | 1.025        | 879          | 835          | 897          | 740          | 820          | 20%             |
| INDONESIA            | 490          | 550          | 440          | 440          | 410          | 375          | 325          | 330          | 8%              |
| CAMERÚN              | 224          | 209          | 229          | 207          | 225          | 211          | 232          | 250          | 6%              |
| BRASIL               | 157          | 161          | 200          | 220          | 185          | 230          | 230          | 250          | 6%              |
| ECUADOR              | 135          | 150          | 161          | 198          | 192          | 234          | 250          | 230          | 6%              |
| NIGERIA              | 250          | 235          | 240          | 245          | 238          | 248          | 195          | 190          | 5%              |
| PERU                 | 36           | 43           | 54           | 61           | 70           | 80           | 83           | 85           | 2%              |
| REP. DOMINICANA      | 55           | 58           | 54           | 72           | 68           | 70           | 82           | 72           | 2%              |
| COLOMBIA             | 36           | 40           | 35           | 43           | 48           | 47           | 51           | 53           | 1%              |
| NUEVA GUINEA         | 59           | 39           | 48           | 39           | 41           | 36           | 36           | 36           | 1%              |
| INDIA                | 12           | 13           | 15           | 13           | 15           | 14           | 16           | 17           | 0%              |
| MALASIA              | 22           | 15           | 8            | 4            | 3            | 6            | 7            | 7            | 0%              |
| OTROS PAISES         | 230          | 247          | 293          | 189          | 164          | 179          | 187          | 244          | 6%              |
| <b>TOTAL MUNDIAL</b> | <b>3.592</b> | <b>3.635</b> | <b>4.311</b> | <b>4.095</b> | <b>3.943</b> | <b>4.374</b> | <b>4.230</b> | <b>4.154</b> | <b>100%</b>     |

*Fuente:* Federación Nacional de Cacaoteros (2017).

La importancia de este cultivo se proyecta no solo en su potencial crecimiento, si se aprecia que en el primer trimestre del año 2017 tuvo un incremento del 29 %, y en que, según el *Diario La Economía* (2017), esto ha terminado convirtiéndolo en una oportunidad importante de la economía de todo el país; también se proyecta en su ventaja competitiva frente a los mayores productores, teniendo en cuenta que el producto

cosechado en Colombia y en los demás países de la Región Andina goza de una calidad reconocida a nivel internacional, por sus propiedades: sabor, aroma y textura.

Las propiedades del cacao colombiano han sido reconocidas por el Gobierno Nacional, el cual señala que éste tiene de las mejores características del mundo en sabor y aroma. Esto a pesar de los pocos incentivos económicos y subsidios dados a este producto y de la baja producción en términos generales, que incluso en diferentes oportunidades ha llevado a que este fruto tenga que ser importado de los países vecinos para satisfacer las necesidades de la demanda.

Teniendo en cuenta las oportunidades y desafíos que representa el sector se han realizado esfuerzos por mejorar la calidad de vida de los habitantes de las zonas productoras, a través de programas económicos y sociales tales como el proyecto de transferencia de tecnología para el cultivo de cacao (Montoya, I., Montoya, L., y Lowy, 2015).

En este sentido, el esfuerzo se debe enfocar en sistemas productivos que midan y mitiguen el impacto en las familias campesinas productoras, para que los agricultores se organicen y vean en el cacao una opción rentable y una herramienta necesaria para promover el desarrollo económico de sus respectivas regiones, que contribuya a mejorar los ingresos de las zonas rurales, y a reducir la brecha de desigualdad, por medio de un producto que no se ha sabido aprovechar.

## **2.2 Cultivos de palma de aceite**

En lo referente a la palma de aceite, se establece que es una potencia en el país en cuanto a su producción, si se considera que este sector está catalogado como uno de los que ofrece mayores beneficios por cuanto genera empleos de calidad y negocios inclusivos para los emprendedores; además, en la actualidad en el sector se está trabajando en la consolidación de estándares más altos de calidad, para así lograr una condición de crecimiento competitivo. Al mismo tiempo, cabe mencionar que, según Fedepalma (2007), en los últimos 10 años esta agroindustria ha crecido significativamente, logrando vincular a muchos pequeños y medianos palmicultores al mercado.

Se tienen muchas potencialidades en zonas con tradición de cultivo palma como las de los municipio de Necoclí (Antioquia), ubicado en la subregión de Urabá, y Villanueva, ubicado al sur de Casanare, por su posición estratégica cerca del mar, por su altura y su ubicación privilegiada, unidas a un clima tropical que permiten obtener productos de la mayor calidad, y que podrían verse potencializadas como zonas de cultivo y producción de cacao; sin embargo, este escenario se ve opacado con un conflicto de pos-sustitución de cultivos ilícitos y de violencia, lo cual los hace unos municipios con altas complejidades.

Una vez analizadas las potencialidades de las zonas geográficas se procede a analizar los diversos contextos, y el tema de estudio se enfoca en realizar la valoración financiera de las dos sociedades del sector agrícola identificadas como Cacaos del Urabá, con 500 hectáreas de cacao, ubicada en el municipio de Necoclí (Antioquia), al, sur del Urabá, y Palmar de los Llanos, con un extensión de 2800 hectáreas de palma de aceite y 500 hectáreas de cacao, ubicada en Villanueva (Casanare), las cuales a finales de 2017 atraviesan por un proceso fusión empresarial, donde queda como sociedad matriz Palmar de los Llanos, por su trayectoria y experiencia en el sector agrícola.

El común denominador que llevó a tomar la decisión de realizar la fusión entre estas dos sociedades fue la de tener administración compartida y una misma composición accionaria y de Junta Directiva, teniendo en cuenta que ambas empresas pertenecían a un mismo grupo empresarial.

En este sentido, la principal razón de la fusión se da porque a futuro se pretende sustituir por cultivos de cacao los cultivos de palma de aceite, para unificar la actividad agrícola y obtener un objetivo en común, el cual consiste en integrarse para unir sus recursos físicos y humanos, y así alcanzar los altos niveles de competitividad y productividad que exige y requiere la apertura económica.

Como ventajas competitivas inherentes a la fusión se encuentran, por un lado, las negociaciones con los proveedores, toda vez que, como se requieren los mismos insumos, se puede llegar a obtener descuentos comerciales por negociaciones en volúmenes. Por otro lado, los montos por colocar serían más altos que los que tiene cada empresa por separado; como una de las dos empresas tiene mayor experiencia crediticia, se facilita la

consecución de recursos financieros y se pueden conseguir mejores tasas en el mercado financiero.

En la actualidad las fusiones empresariales están tomando fuerza y forman parte activa de la tendencia en cada uno de los mercados a los que pertenece el segmento de las empresas que se vayan a fusionar. Esto se puede ver en el gremio agrícola, en el que, según Ocampo (2001), se está viviendo que las empresas más pequeñas tienden a desaparecer y son pocas las que siguen aún en el sector.

La utilización de la valoración de empresas en la gestión organizacional cada día es más necesaria, pues esta define el valor de mercado por el cual una compañía se puede transar; sin embargo, en el sector agrario colombiano no es tan fácil realizar una valoración empresarial con exactitud, ya que el sector está compuesto en su gran mayoría por pequeños agricultores que carecen de conocimientos en temas de organización empresarial, y son pocas las empresas grandes organizadas en temas agrícolas, en especial en el sector cacaotero y palmicultor.

Uno de los beneficios que se lograría con esta fusión está encaminado a solucionar la problemática de la no satisfacción de la demanda nacional cacaotera en el corto y mediano plazo, toda vez que, como ya se había mencionado, actualmente la producción colombiana no satisface las necesidades de la industria. Es por ello que las principales empresas dedicadas a la elaboración de chocolates en épocas de escasez recurren al mercado internacional para satisfacer dichas necesidades. Esta brecha entre la producción y el consumo se ha venido acortando año a año, tal como lo describen las cifras reportadas por *Portafolio* (2017): “Las importaciones disminuyeron de 5.391 toneladas en 2015 a 4.423 en 2016”.

Finalmente, la meta a largo plazo es no solo cerrar la brecha entre la oferta y la demanda nacional, sino también exportar a mayor escala el cacao en grano y los demás subproductos derivados de este fruto tropical, y esto se logra tecnificando la industria y capacitando a los cacaoteros sobre el manejo de cultivos, el control de plagas por medio de programas de fertilización, la renovación de cultivos viejos o improductivos y el manejo de la cosecha.

Al respecto, el periódico *El Herald* (2016), citando a Góez, señala:

“tenemos un panorama alentador en este momento; se proyecta que para 2020 haya una escasez mundial de este alimento, de los cuales el 5% de la producción corresponde a cacaos finos de sabor y aroma, que es el que se produce en Colombia y que además es catalogado como el de mejor calidad del mundo, por eso debemos seguir creciendo en producción”. (...) Sostiene además que entre 350 y 400 kilos de cacao por hectárea año es el promedio de producción nacional, pero cuando se establecen plantaciones con procesos modernos, es posible garantizar hasta 1500.

Debe señalarse que frente a la fusión en desarrollo se visualiza un panorama alentador respecto al potencial agrícola en el sector del cacao, que busca impulsar y desarrollar nuevas técnicas de producción que satisfagan las necesidades internas de la industria y que expandan y posicionen el producto en el mercado internacional.

### **3. Revisión de literatura**

Ross, Westerfield y Jaffe (2013) exponen que las fusiones son un buen mecanismo para eliminar el riesgo no sistemático, ya que, al momento de fusionarse, las empresas diversifican sus portafolios de inversión y esto hace que se elimine dicho riesgo. Cuando las empresas de la fusión se dedican a actividades diferentes, se dice que la fusión es meramente financiera, lo cual significa que no hay sinergias, es decir, que no se genera valor, salvo las inherentes a la reducción del riesgo no sistemático.

Como metodología para explicar la anterior afirmación, Ross y otros (2013) plantean como ejemplo dos empresas con flujos de efectivo muy relacionados entre sí, y para períodos iguales de tiempo, y afirman que, si se realizara una fusión entre las dos empresas, la firma combinada tendría un flujo de efectivo mucho más estable. En otras palabras, una fusión diversificaría parte de la variación estacional y, de hecho, haría que una quiebra fuera mucho menos probable.

En el planteamiento de fusión que proponen los anteriores autores se suman los activos totales y el valor nominal de la deuda de ambas sociedades, lo cual no representa creación

o destrucción de valor; a su vez, se halla el valor de mercado del capital y el valor de mercado de la deuda, donde se observa que la idea de fusión es una mala decisión desde el punto de vista de los accionistas, ya que el valor de las acciones de las empresas valían más por separado que una vez fusionadas, trasladando el menor valor de mercado a los poseedores de bonos que obtuvieron una ganancia. Lo anterior indica que la fusión no creó ni destruyó valor, sino que lo trasladó de los accionistas a los tenedores de bonos.

Como conclusión, Ross y otros (2013) demuestran que las fusiones con objetivos financieros son una mala idea y que su única ventaja sería la diversificación del riesgo, puesto que se reduce la volatilidad del rendimiento sobre los activos de la empresa. Esta reducción del riesgo beneficia a los tenedores de bonos porque hace menos probable que se presente el incumplimiento de pagos, aumentando su valor, lo cual significa que no hay incremento de los activos y que existe pérdida de capital. Por lo tanto, las fusiones financieras son buenas para los acreedores pero no para los accionistas.

Barón (2016) hace un breve acercamiento a los requerimientos mínimos para establecer un cultivo exitoso de cacao: el material genético que se vaya a sembrar, donde la escogencia del adecuado material garantiza una excelente producción de frutos por planta y un buen índice de calidad; el ecológico, con suelos apropiados y con una buena distribución de lluvias; el manejo fitosanitario, el control integrado y oportuno de las plagas que puedan afectar la planta; la cosecha y el beneficio, que integran el proceso donde se obtiene la calidad en el fruto, la cual depende de un adecuado proceso de secado, fermentación y selección de granos sanos.

Adicional a lo anterior, el ingeniero presenta un modelo técnico-financiero con los costos y labores agronómicos que conlleva el establecimiento de un cultivo de cacao por hectárea, desde el inicio del proceso de siembra hasta que comienza su producción, elemento de gran importancia para agricultores o empresarios que decidan invertir en este sector de la agronomía.

Según Ross y otros (2013), la fusión se refiere a cuando una empresa absorbe por completo a otra, y la firma adquiriente conserva su nombre e identificación y obtiene todos los activos y pasivos de la compañía adquirida. Después de la fusión, esta última deja de existir como empresa independiente. Aunque una consolidación es lo mismo que

una fusión, ambos conceptos se diferencian porque en esta fusión se crea una empresa completamente nueva; es decir, las dos empresas terminan sus respectivas existencias jurídicas para darle paso a la constitución de una nueva.

Para realizar la fusión es necesario que los accionistas den su aprobación. Para esto se requieren por lo menos dos terceras partes de los votos a favor y que los accionistas de la empresa adquirente compren las acciones a valor justo, valor frente al que por lo general los accionistas no llegan a un acuerdo, y por el cual se puede llegar a incurrir en procedimientos judiciales de alto costo.

Se plantea que una fusión es racionalmente justificable si existe sinergia; es decir, cuando el valor de la empresa combinada después de la fusión es mayor a la sumatoria del valor de la empresa compañía adquirente y el valor de la firma adquirida antes de la fusión. Esto se logra cuando se incrementan los flujos de efectivo por alguna de las cuatro categorías que crean sinergia: aumento de los ingresos, reducción de costos, reducción de impuestos o menores requerimiento de capital; a esto se le conoce como creación de valor.

Las fusiones son una respuesta a las nuevas tecnologías o condiciones del mercado, que día a día exigen cambios estratégicos en los rumbos de las compañías y en el uso de los recursos. La Historia dice que los procesos de fusión han creado beneficios considerables para la economía. Se dice que en el período 1977-1988 los propietarios de acciones de empresas adquiridas ganaron más de \$500.000 millones de dólares, mientras que las empresas compradoras ganaron más de \$50.000 millones de dólares en el mismo período. Para un administrador lo más importante en una fusión se centra en maximizar el valor de la empresa, más que en construir imperios.

Existen fusiones amistosas y hostiles. Una fusión amistosa es aquella en la que la administración de la empresa adquirente y la de la adquirida llegan a un acuerdo por su precio, sus condiciones de pago y otros parámetros; y una fusión hostil es aquella en la que la administración de la empresa objetivo se opone a la fusión, y donde el adquirente toma la decisión de comprar las acciones en el mercado libre de manera secreta hasta obtener el control.

A su vez también existen fusiones gravables o exentas en términos de impuestos, pues en una adquisición gravable los accionistas venden sus acciones y se gravan las ganancias o

pérdidas de capital, y los activos de la empresa vendedora se revalúan. En cambio en una fusión exenta de impuestos se considera que los accionistas de la empresa adquirida intercambian sus acciones por unas nuevas de igual valor; es decir, no han obtenido ganancias o pérdidas de capital, y en este caso los activos no se revalúan.

Para concluir, Ross, Westerfield y Jaffe (2013) realizan un excelente resumen de todos los aspectos que conlleva realizar una fusión: legales, contables, fiscales y financieros, que acercan al lector a ver con una perspectiva más amplia el tema de las fusiones.

Chamorro y Martínez (2012) plantean como idea principal definir el método de valoración para fijarle precio a una finca cafetera en Colombia, y buscan identificar cuál de los tres métodos (descuento de flujo de caja, múltiplos de mercado y valor contable) es el más adecuado, teniendo en cuenta que las características específicas del planteamiento se concentran principalmente en una finca productora de café, de la cual afirma que puede ser tomada como una empresa de expectativas, ya que es un ente generador de flujo de efectivo.

Es importante mencionar que, según Chamorro y Martínez (2012), gracias a la globalización y a las nuevas economías de mercado se han encontrado herramientas que facilitan la valoración real de una empresa, pero aseveran que en el sector agrario hoy en día aún se utilizan métodos improcedentes, con los cuales se puede ver afectados los propietarios o inversionistas.

Como metodología para plantear el método de valoración en este caso se determina la escogencia según la coyuntura económica y las variables macroeconómicas de la economía colombiana, además de las especificaciones de la finca que se vaya a valorar. Siendo así, Chamorro y Martínez certifican que el mejor método para emplear es el de descuento de flujo de caja, considerado como el más adecuado para el caso de la finca cafetera en el sector agropecuario.

Finalmente, la principal conclusión de dichos autores es que el método de descuento de flujo de caja es el utilizado para valorar esta finca cafetera. Esto se puede confirmar con los resultados obtenidos, donde en cualquiera de los tres escenarios presentados anteriormente este es el método que presentó un mayor valor en la tasa de descuento,

puesto que tiene en cuenta las expectativas del propietario y valora la inversión futura, el crecimiento y la condiciones de mercado, lo que generara ingresos en flujos futuros y, por ende, aumentará su valor empresarial.

En este planteamiento, Ribal, Blasco y Segura (2017) proponen utilizar los métodos de valoración masiva en el sector agrario con la finalidad de obtener diversos múltiplos de valoración. Este modelo de valoración, afirman dichos autores, es de gran utilidad pues se emplean variables de naturaleza contable que permiten tomar decisiones financieras.

Como métodos, Ribal y otros (2017) recurren a los modelos de valorización masiva, que emplean el descuento de flujo de caja libre, el cual se descompone en dos fases: flujos de caja explícitos y valor residual. Por desconocimiento de las políticas de crecimientos y de inversión de las mismas, afirman dichos autores, siempre se recomienda utilizar la segunda fase, ya que recurre a un crecimiento constante a partir de los datos históricos, al igual que el modelo de algoritmo de eliminación de elementos anómalos, el cual identifica el rango de mayor concentración de valores, que serán mucho más fiables para determinar los rangos más probables de los diferentes múltiplos.

En conclusión, Ribal y otros (2017) no se limitan a establecer rigurosamente los hechos, sino que se interrogan ante ellos y tratan de explicarlos, y afirman que el método de valoración masiva en el sector agrario puede aumentar la información en las pymes, y que la información en estas pequeñas empresas tiene de mayor importancia, por ser un medio en el que hay un reducido número de empresas que sirven de referencia, y el algoritmo en múltiplos que muestran alta variabilidad relativa es más efectivo.

Quevedo y Vega (2015) presentan el potencial y los resultados en la valoración de una empresa exportadora de cacao en el Ecuador, en el cual señalan que la base de producción de cacao en el Ecuador es alta, teniendo en cuenta que la coyuntura actual necesita dólares que provengan de las actividades productivas del sector agrario, y una de esas alternativas es el cacao. Mencionan los autores que aproximadamente el 60 % del ingreso de los campesinos proviene de la producción y comercialización de cacao.

La metodología que finalmente consideran Quevedo y Vega (2015) para la valoración es el método flujo de caja descontado, ya que consideran que es uno de los más aplicables a

la situación actual de Ecuador, considerando que genera proyecciones considerables, considera la estructura de capital variable y separa los efectos financieros de los operativos, y particularmente el valor presente ajustado, que es un generador de riqueza y tiene capacidad de generar flujos y de mitigar los riesgos a los que puedan estar expuesta las compañías.

En conclusión, el análisis del escenario de las exportaciones de cacao es positivo, ya que generan importantes posibilidades de crecimiento y desarrollo. Esta valoración por dicho método no determina su valor único, sino que genera un rango de valores a los que la empresa puede enfrentarse. Para este caso, los valores se encuentran en un promedio ponderado satisfactorio para la compañía exportadora.

En el trabajo de Barrientos (2015), de tipo documental, su autor ha querido hacer una descripción de las características de la cadena de valor del cacao en la economía peruana. Perú un país donde se produce de manera ordenada y competitiva y la demanda de comercialización de cacao es influenciada por los productores de chocolates europeos, está marcado por permitir mejorar la articulación económica en el sector local, para así terminar influenciando al mercado global. Barrientos considera que el cacao en unos años se convertirá en una fuente de ingresos fundamental y tendrá un enfoque en alza para los empresarios cacaocultores.

El documento de Barrientos se cierra con un análisis a la metodología utilizada, donde expresa y da a conocer cómo se desempeñan y comercializan los *commodities* agrarios, que son las mismas materias primas, los cuales son bienes transables en el mercado de valores, son materias primas básicas, tienen poco valor agregado y se extraen de la naturaleza. Dicho autor plantea que los valores agregados para estas materia primas se disponen en su transformador, que finalmente es quien recibe un beneficio. En este caso, el transformador final está concentrado en Europa, donde están los mayores productores de chocolate. En este sentido, el ámbito internacional influye considerablemente en la cadena de valor, por ser grupos organizados que le añaden valor a un bien o servicio, y son los que pasan de unas previsiones básicas a productos acabados que se entregan al consumidor final, y que así generan influencia económica sobre los productores y sobre las empresas que practiquen esta economía.

En conclusión, Barrientos hace un excelente análisis a las cadenas de valor que se han formado para consolidar a los pequeños productores de cacao. Es así como dicho autor concluye que debe procurarse mantener y mejorar el grano en su aroma y su productividad, para así definitivamente sostener y hacer crecer las exportaciones para el mercado internacional.

En Colombia la información agrícola cacaotera de comparación es poca. En este sentido, el DANE (2011) publicó el *Documento Metodológico de Cacao*, donde se referencian las regiones del territorio colombiano en las que se concentra la producción total de hectáreas de cacao. El documento indica que el último censo a las zonas agrarias fue realizado en los años 70, luego de los cuales el sector ha experimentado transformaciones fundamentales, y la tecnología, la globalización, el desarrollo y la cultura han influenciado para que la dinámica del sector, en especial el del cacao, se expanda favorablemente como sector productivo para el territorio colombiano.

Un gran aporte hecho por el gobierno nacional va de la mano con el Ministerio de Agricultura, que año tras año es quien les ha implementado las metodologías a los productores para el mejoramiento de la calidad del cacao. El contenido del texto señala que el Ministerio en los últimos años ha tratado de hacer un consenso, por medio de las zonas municipales y sus dependencias a cargo, como la Umata, para establecer las estadísticas que generen un grado de confiabilidad en el sistema de cifras referentes y porcentuales de producción y rendimientos del sector.

De acuerdo con Fedecacao (2017), en los últimos años el área cosechada del cultivo a nivel nacional se ha incrementado, pero la productividad ha disminuido un -1,02 %; el territorio con mayor productividad a nivel nacional es el de los departamentos de Santander, Huila y Arauca, y los meses de mayor productividad son noviembre, diciembre y enero. Es importante resaltar que las empresas con mayor beneficio en esta área agraria son la Compañía Nacional de Chocolates y Casa Luker, dos grandes empresas caracterizadas por la modernización en tecnología y en maquinaria importada, y son empresas que utilizan sistemas actualizados de administración que finalmente son la cadena de valor de los pequeños agricultores cacaoteros. Para finalizar, Fedecacao (2017) estima que para los próximos años la producción de cacao aumentará en área, producción y rendimiento, que traerán beneficio múltiple para los productores, las familias del sector

influenciado y, por supuesto, para el alza de la rentabilidad en las grandes compañías que llevan el producto con su valor agregado al consumidor final obteniendo el beneficio esperado.

En un artículo de *Portafolio* (2017) sobre un nuevo modelo productivo como lo es el cultivo y producción del cacao, con auge en el territorio colombiano, se indica cómo se ha visto crecer su actividad en los últimos dos años, donde para el 2015 obtuvo una producción de 54.798 toneladas, y para el 2016 se alcanzó una producción total de 56.785 toneladas, que arrojan un crecimiento del 3,6 %. El artículo expresa que el notable crecimiento y calidad de la producción es por el buen manejo en los cultivos, el buen control en plagas para evitar enfermedades y la adecuada utilización de los fertilizantes.

Para el año 2016, a pesar de este crecimiento se dio una baja en el precio y hubo disminución en las exportaciones, por lo cual la rentabilidad en el periodo se vio reducida.

A pesar de los impases que puedan tener los sectores productivos, para este sector agrario, en especial el cacao, definitivamente es favorable el pronóstico, ya que la rentabilidad aumentará y generará ingresos en flujos futuros y, por ende, aumentará su valor.

#### **4. Aspectos metodológicos**

##### **4.1 Tipo de estudio**

El presente estudio pretende detallar las principales características económicas y administrativas del sector que llevaron a la fusión de las compañías Palmar de los Llanos y Cacaos del Urabá, así como los resultados observados a través de indicadores financieros, que son base para un estudio más profundo de estabilidad financiera y sostenibilidad económica de la empresa fusionada. Por tanto, es de tipo descriptivo. Bajo el estudio descriptivo se analizan los estados financieros de las compañías antes y después de la fusión, estudiando el comportamiento de los indicadores financieros de sus resultados.

## 4.2 Fuente de los datos

Los datos fueron tomados de los departamentos de contabilidad, planeación financiera y agronomía de la empresa.

## 4.3 Estrategia empírica

El documento presenta una serie de indicadores que permiten examinar el comportamiento financiero antes y después de la fusión. El período de evaluación de los indicadores comprende el período 2013-2017, con información real y con información proyectada para el período 2018-2027.

### 4.3.1 Indicadores de liquidez

Son utilizados para determinar la capacidad que tiene una empresa para enfrentar las obligaciones contraídas a corto plazo.

- **Razón corriente:** indica la capacidad que tiene la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras, deudas o pasivos a corto plazo. Al dividir el activo corriente entre el pasivo corriente sabremos cuántos activos corrientes tendremos para cubrir o respaldar esos pasivos exigibles a corto plazo.

$$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{pasivo corriente}}$$

- **Capital neto de trabajo:** muestra el valor que le queda a la empresa en activos corrientes después de pagar sus pasivos de corto plazo. Le permite a la Gerencia tomar decisiones de inversión temporal.

$$\text{Activo corriente} - \text{pasivo corriente}$$

- **Prueba ácida:** revela la capacidad de la empresa para cancelar sus obligaciones corrientes, pero sin contar con la venta de sus inventarios; es decir, básicamente con los saldos de efectivo, el producido de sus cuentas por cobrar, sus inversiones temporales y algún otro activo de fácil liquidación que pueda haber, que sea diferente a los inventarios.

$$\frac{\text{Activo corriente} - \text{inventarios}}$$

---

pasivo corriente

#### 4.3.2 Indicadores de eficiencia

Permiten evaluar el grado de consecución o cumplimiento de los objetivos estratégicos.

- **Rotación de inventarios:** indica las veces que los costos en inventarios se convierten en efectivo o en cuentas por cobrar a través de la gestión de ventas.

$$\frac{\text{Costo de mercancías vendidas}}{\text{inventario promedio}}$$

- **Rotación de cartera:** indica el número de veces que las cuentas por cobrar promedio se convierten en efectivo durante el período.

$$\frac{\text{Ventas a crédito}}{\text{cuentas por cobrar promedio}}$$

- **Períodos de cobro:** indica el promedio de días que la empresa se demora para recaudar las cuentas por cobrar. Refleja la calidad de la cartera de la empresa.

$$\frac{\text{Cuentas por cobrar promedio} \times 365}{\text{ventas a crédito}}$$

- **Rotación de activos:** muestra la capacidad que tiene el activo total para generar ventas en un período e indica cuántos pesos genera en ventas cada peso invertido en activo total.

$$\frac{\text{Ventas netas}}{\text{activo total}}$$

- **Margen bruto de utilidad:** demuestra cuánto se genera para cubrir los gastos operacionales y no operacionales por cada peso vendido. Indica cuántos pesos de utilidad bruta se generan por cada peso vendido.

$$\frac{\text{Utilidad bruta}}{\text{ventas netas} \times 100}$$

- **Rentabilidad sobre ventas:** muestra la capacidad de la empresa para generar utilidades netas, aunque correspondan o no al desarrollo del objeto social. Al dividir la utilidad neta entre las ventas se indica cuántos pesos de utilidad se generan por cada peso vendido.

$$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{ventas netas} \times 100}$$

- **Rentabilidad sobre activos:** mide la rentabilidad de los activos de una empresa. Se establece para ello una relación entre los beneficios netos y los activos totales de la sociedad. Indica cuántos pesos de utilidad neta se generan por cada peso invertido en activos totales.

$$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{activo total}}$$

- **Rentabilidad sobre el patrimonio:** refleja el rendimiento tanto de los aportes como del superávit acumulado, el cual debe compararse con la tasa de oportunidad que cada accionista tiene para evaluar sus inversiones.

$$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{patrimonio}}$$

#### 4.3.3 Indicadores de desempeño:

Indican de forma cuantitativa cuál ha sido el cumplimiento de los objetivos de la Compañía.

- **Crecimiento en ventas:** indica cuál ha sido el crecimiento de las ventas frente al período anterior de medición.

$$\frac{\text{Ventas del año corriente}}{\text{ventas del año anterior} \times 100}$$

#### 4.3.4 Indicadores de endeudamiento:

Miden el grado y la forma en que los acreedores participan dentro del financiamiento de la empresa.

- **Endeudamiento:** indica la proporción de los activos que está siendo financiada por los acreedores. Muestra cuántos pesos han sido invertidos por los acreedores por cada peso invertido en el activo total.

$$\frac{\text{Pasivo total con terceros}}{\text{activo total}}$$

- **Autonomía:** mide tanto el grado de compromiso del patrimonio de los asociados con respecto al de los acreedores como el grado de riesgo de cada una de las partes que financian las operaciones.

$$\frac{\text{Pasivo total con terceros}}{\text{patrimonio}}$$

- **Concentración del endeudamiento:** establece qué porcentaje del total de pasivos con terceros tiene vencimiento corriente. Se interpreta diciendo que en la medida en que se concentra la deuda en el pasivo corriente con un resultado mayor que uno (1) se atenta contra la liquidez, y si la concentración es menor que uno (1) se presenta mayor solvencia y el manejo del endeudamiento es a más largo plazo.

$$\frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{pasivo total con terceros}}$$

## 5. Resultados

## 5.1 Indicadores

Con el fin de observar el comportamiento financiero de la Compañía antes y después de la fusión, se miden los indicadores financieros de liquidez, eficiencia, desempeño, productividad y endeudamiento.

A continuación, en la primera parte se presentan los resultados para el período 2013-2016 de las empresas antes de la fusión, y en la segunda parte, los de la empresa fusionada con información financiera real del 2017 y la proyectada para el período 2018-2027.

### 5.1.1 Indicadores de liquidez

Se miden tres indicadores: razón corriente, capital neto de trabajo y prueba ácida, para Cacaos del Urabá, Palmar de los Llanos y la fusión, que se presentan a continuación en las tablas 2 a la 4.

*Tabla 2. Indicadores de liquidez Cacaos del Urabá*

|                          | 2013         | 2014            | 2015            | 2016            |
|--------------------------|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| RAZÓN CORRIENTE:         | 0,99         | 0,24            | 0,10            | 0,15            |
| CAPITAL NETO DE TRABAJO: | (10.714.500) | (1.202.111.441) | (3.569.580.495) | (3.221.600.108) |

*Tabla 3. Indicadores de liquidez Palmar de los Llanos*

|                          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016        |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| RAZÓN CORRIENTE:         | 2,99          | 5,85          | 1,49          | 1,20        |
| CAPITAL NETO DE TRABAJO: | 3.922.985.468 | 8.792.580.186 | 2.659.364.739 | 971.000.062 |
| PRUEBA ÁCIDA:            | 1,91          | 5,28          | 1,16          | 0,91        |

*Tabla 4. Indicadores de liquidez fusión*

|   | 2017    | 2018    | 2019 | 2020  | 2021 | 2022    | 2023    | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|---|---------|---------|------|-------|------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| RAZÓN CORRIENTE:                                | 0,88    | 0,65    | 1,08 | 1,30  | 1,03 | 0,92    | 0,92    | 0,98  | 1,11  | 1,25  | 1,43  |
| CAPITAL NETO DE TRABAJO<br>(Millones de pesos): | (1.112) | (3.773) | 665  | 2.454 | 322  | (1.032) | (1.059) | (325) | 1.493 | 2.992 | 4.468 |
| PRUEBA ÁCIDA:                                   | 0,63    | 0,48    | 0,79 | 0,93  | 0,72 | 0,64    | 0,65    | 0,68  | 0,78  | 0,88  | 1,00  |

*Fuente:* elaboración propia.

Palmar de los Llanos muestra capacidad líquida para cumplir con sus obligaciones de corto plazo, su indicador de razón corriente es superior a 1 y, con excepción del último año, no depende de sus inventarios para hacerlo. Lo contrario sucede con los resultados de Cacaos del Urabá, pues es una empresa que no cuenta con liquidez suficiente para cumplir con sus compromisos.

Como resultado de la fusión la liquidez de la empresa se ve afectada, pero rápidamente se recupera y arroja resultados positivos al final de la proyección, lo que confirma mayor solidez en Palmar de los Llanos, capaz de cubrir y componer los resultados negativos de Cacaos del Urabá.

### 5.1.2 Indicadores de eficiencia

Ocho indicadores medidos: rotación de cartera, periodos de cobro, rotación de activos, margen bruto de utilidad, rentabilidad sobre ventas, rentabilidad sobre activos y rentabilidad sobre patrimonio para Cacaos del Urabá, Palmar de los Llanos y la fusión (tablas 5 a la 7).

*Tabla 5. Indicadores de eficiencia Cacaos del Urabá*

|                                   |        |         |         |          |
|-----------------------------------|--------|---------|---------|----------|
| ROTACIÓN DE CARTERA:              | 2013   | 2014    | 2015    | 2016     |
|                                   |        | 5,25    | 12,83   | 23,02    |
| PERÍODOS DE COBRO:                | 2013   | 2014    | 2015    | 2016     |
|                                   |        | 70      | 28      | 16       |
| ROTACIÓN DE ACTIVOS:              | 2013   | 2014    | 2015    | 2016     |
|                                   | 0,07   | 0,07    | 0,07    | 0,13     |
| MARGEN BRUTO DE UTILIDAD:         | 2013   | 2014    | 2015    | 2016     |
|                                   | -6,5%  | -49,3%  | -5,4%   | -26,3%   |
| RENTABILIDAD SOBRE VENTAS:        | 2013   | 2014    | 2015    | 2016     |
|                                   | -41,2% | -122,1% | -126,1% | -137,8%  |
| RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS:       | 2013   | 2014    | 2015    | 2016     |
|                                   | -3,1%  | -8,9%   | -9,0%   | -17,6%   |
| RENTABILIDAD SOBRE EL PATRIMONIO: | 2013   | 2014    | 2015    | 2016     |
|                                   | -16,8% | -166,8% | -204,9% | -9595,7% |

Tabla 6. Indicadores de eficiencia Palmar de los Llanos

|                                   |       |       |       |       |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| ROTACIÓN DE INVENTARIOS:          | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|                                   |       | 10,53 | 12,63 | 11,63 |
| ROTACIÓN DE CARTERA:              | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|                                   |       | 7,57  | 8,53  | 7,86  |
| PERÍODOS DE COBRO:                | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|                                   |       | 48    | 43    | 46    |
| ROTACIÓN DE ACTIVOS:              | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|                                   | 0,30  | 0,53  | 0,52  | 0,57  |
| ROTACIÓN DE PROVEEDORES:          | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|                                   |       |       |       |       |
| MARGEN BRUTO DE UTILIDAD:         | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|                                   | 10,6% | 24,7% | 17,2% | 23,0% |
| RENTABILIDAD SOBRE VENTAS:        | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|                                   | 4,6%  | 12,2% | 6,2%  | 9,9%  |
| RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS:       | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|                                   | 1,4%  | 6,5%  | 3,2%  | 5,6%  |
| RENTABILIDAD SOBRE EL PATRIMONIO: | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|                                   | 1,5%  | 8,9%  | 4,7%  | 7,9%  |

Tabla 7. Indicadores de eficiencia fusión

|                                   |       |        |        |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-----------------------------------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROTACIÓN DE INVENTARIOS:          | 2017  | 2018   | 2019   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|                                   | 8,44  | 12,04  | 12,24  | 9,95  | 8,62  | 7,88  | 7,37  | 6,93  | 6,74  | 6,64  | 6,67  |
| ROTACIÓN DE CARTERA:              | 2017  | 2018   | 2019   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|                                   | 6,12  | 5,59   | 6,81   | 6,84  | 6,31  | 6,39  | 6,45  | 6,48  | 6,20  | 6,10  | 6,12  |
| PERÍODOS DE COBRO:                | 2017  | 2018   | 2019   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|                                   | 60    | 65     | 54     | 53    | 58    | 57    | 57    | 56    | 59    | 60    | 60    |
| ROTACIÓN DE ACTIVOS:              | 2017  | 2018   | 2019   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|                                   | 0,37  | 0,31   | 0,40   | 0,50  | 0,54  | 0,59  | 0,65  | 0,73  | 0,77  | 0,79  | 0,81  |
| MARGEN BRUTO DE UTILIDAD:         | 2017  | 2018   | 2019   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|                                   | 29,1% | -10,9% | 7,5%   | 25,1% | 29,7% | 36,6% | 41,3% | 45,0% | 44,1% | 44,0% | 43,9% |
| RENTABILIDAD SOBRE VENTAS:        | 2017  | 2018   | 2019   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|                                   | -1,0% | -43,0% | -27,1% | -2,2% | -1,4% | 3,3%  | 8,6%  | 13,2% | 16,0% | 18,5% | 20,9% |
| RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS:       | 2017  | 2018   | 2019   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|                                   | -0,4% | -13,5% | -10,8% | -1,1% | -0,8% | 1,9%  | 5,6%  | 9,6%  | 12,3% | 14,6% | 17,0% |
| RENTABILIDAD SOBRE EL PATRIMONIO: | 2017  | 2018   | 2019   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|                                   | -0,9% | -46,9% | -71,3% | -6,8% | -4,6% | 7,9%  | 16,6% | 21,4% | 22,2% | 22,8% | 24,0% |

Fuente: elaboración propia.

Los indicadores de eficiencia en términos generales muestran cómo en largo plazo la empresa fusionada comienza a mejorar sus resultados cumpliendo los objetivos trazados al momento de tomar la decisión de reestructuración empresarial.

El principal indicador que demuestra el rendimiento de la fusión es el margen bruto, donde se percibe un incremento considerable en las proyecciones, puesto que en los

próximos años los cultivos comenzarán su fase productiva y disminuirá la inversión. El incremento de este indicador es relevante dado que demuestra la capacidad que puede llegar a tener la empresa para cubrir los gastos operacionales y no peracionales.

Se percibe que se disminuirá la rentabilidad del negocio en el mediano plazo, situación que mejorará en el largo plazo, cuando se obtendrá el retorno de la inversión a través de las utilidades generadas.

### 5.1.3 Indicadores de desempeño y productividad

Dos indicadores medidos: índice de crecimiento en ventas y *dupont*, para Cacaos del Urabá, Palmar de los Llanos y la fusión (tablas 8 a la 10).

*Tabla 8.* Indicadores de desempeño y productividad Cacaos del Urabá

|                                  | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| ÍNDICE DE CRECIMIENTO EN VENTAS: |        | 126%   | 113%   | 209%   |
| DUPONT                           | (0,03) | (0,09) | (0,09) | (0,18) |

*Tabla 9.* Indicadores de desempeño y productividad Palmar de los Llanos

|                                  | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------------------------|------|------|------|------|
| ÍNDICE DE CRECIMIENTO EN VENTAS: |      | 347% | 98%  | 113% |
| DUPONT                           | 0,01 | 0,06 | 0,03 | 0,06 |

*Tabla 10.* Indicadores de desempeño y productividad fusión

|                                  | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026  | 2027   |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| ÍNDICE DE CRECIMIENTO EN VENTAS: |         | 84,0%   | 125,6%  | 126,6%  | 106,5%  | 109,4% | 111,6% | 112,4% | 102,7% | 99,3% | 100,0% |
| DUPONT                           | (0,004) | (0,135) | (0,108) | (0,011) | (0,008) | 0,019  | 0,056  | 0,096  | 0,123  | 0,146 | 0,170  |

*Fuente:* elaboración propia.

Los indicadores de desempeño y productividad denotan un crecimiento constante en las ventas año tras año como consecuencia de las diferentes etapas productivas de los cultivos, donde se resalta que sus últimos ciclos son los de mayor cosecha.

El indicador *dupont* demuestra que la empresa fusionada en el largo plazo tendrá un rendimiento a su inversión, el cual se deriva del uso eficiente que ésta la ha dado a sus recursos, aumentando así sus ventas como resultado del aumento en su producción.

#### 5.1.4 Indicadores de endeudamiento

Tres indicadores: endeudamiento, autonomía y concentración del endeudamiento para Cacaos del Urabá, Palmar de los Llanos y la fusión (tablas 11 a la 13).

*Tabla 11.* Indicadores de endeudamiento Cacaos del Urabá

|                                  | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| ENDEUDAMIENTO:                   | 72,7%  | 89,1%  | 98,7%  | 95,6%  |
| AUTONOMÍA:                       | 3,98   | 16,66  | 22,39  | 521,65 |
| CONCENTRACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO: | 16,55% | 13,14% | 31,71% | 26,89% |

*Tabla 12.* Indicadores de endeudamiento Palmar de los Llanos

|                                  | 2013  | 2014  | 2015   | 2016   |
|----------------------------------|-------|-------|--------|--------|
| ENDEUDAMIENTO:                   | 0,0%  | 11,7% | 15,3%  | 15,6%  |
| AUTONOMÍA:                       | -     | 0,16  | 0,23   | 0,22   |
| CONCENTRACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO: | 0,00% | 0,27% | 14,44% | 25,18% |

*Tabla 13.* Indicadores de endeudamiento fusión

|                                  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ENDEUDAMIENTO:                   | 45,3% | 58,5% | 71,3% | 70,0% | 69,0% | 61,7% | 51,8% | 40,3% | 29,2% | 20,2% | 13,0% |
| AUTONOMÍA:                       | 1,10  | 2,03  | 4,70  | 4,30  | 4,06  | 2,52  | 1,52  | 0,89  | 0,53  | 0,32  | 0,18  |
| CONCENTRACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO: | 11,2% | 11,1% | 4,1%  | 4,1%  | 7,8%  | 12,9% | 17,0% | 21,5% | 21,7% | 21,2% | 19,2% |

*Fuente:* elaboración propia.

El endeudamiento demuestra que la empresa requerirá de un considerable apalancamiento financiero hasta el año 2020, para sostener la inversión de los cultivos en su fase de desarrollo. De ahí en adelante disminuirá el grado de participación de las entidades financieras por cada peso que se invierta en activos.

La autonomía demuestra que la empresa no se financiará ni el mediano ni en el largo plazo con capital de los accionistas, evidenciando que el monto de los préstamos otorgados por los bancos representa un porcentaje alto del total del pasivo.

## **5.2. Valoración**

Como metodología para abordar la situación en estudio, es decir la valoración empresarial antes y después de la fusión de las empresas Palmar de los Llanos y Cacaos del Urabá, las cuales se dedican al cultivo, producción y comercialización de palma de aceite y cacao respectivamente, se realizará una investigación de tipo exploratorio con el ánimo de obtener un panorama del entorno y de la realidad del sector. Lo anterior teniendo en cuenta que sobre la materia existen poca literatura, documentos de investigación o reseñas bibliográficas que permitan estructurar una descripción o una comparación frente al tema por tratar en el sector agrario.

Para ello, se busca realizar un análisis cuantitativo, en cuanto a las variables que permitan determinar si el objetivo de la fusión genera o destruye valor económico, una vez realizado el proceso de reestructuración empresarial. Para lograr este objetivo se efectuarán visitas a las empresas objeto de estudio (Palmar de los Llanos y Cacaos del Urabá), donde se recolectará información financiera y contable de ambas sociedades, necesaria para proceder con los respectivos análisis y valoraciones. La anterior información será consultada y suministrada por los departamentos de planeación financiera y contabilidad de cada una de las empresas.

Si bien en una valoración de empresas es trascendental tanto la información cuantitativa como el análisis de los datos históricos de la contabilidad, que identifican y plasman los sucesos ocurridos dentro del ente económico a lo largo de su trayectoria, en una valoración de empresas tiene aún mayor trascendencia y relevancia la información cualitativa, la cual se encuentra representada en la estrategia de negocios que se tiene planteada para el corto, mediano y largo plazo, en la misión y la visión empresarial, que reflejan las expectativas futuras que tienen los administradores, los accionistas, los empleados y la comunidad en general.

Así mismo, dentro de la información cualitativa que permita desarrollar el proceso de reestructuración empresarial se encuentra toda aquella que contribuya a elaborar las respectivas proyecciones financieras, las cuales se convierten en la base para una buena y adecuada valoración que responda a la realidad del negocio y sus potencialidades a futuro.

Esta información cualitativa, será recolectada a través de entrevistas con los gerentes de las empresas, los empleados de cada una de ellas y las demás personas que, de una u otra manera, se encuentren involucrados en el proceso de fusión.

Para llevar a cabo tanto las valoraciones cuantitativas como las cualitativas que conlleven a darle respuesta al objetivo general planteado en este trabajo, es necesario hacer claridad acerca de los métodos de valoración que se utilizarán en el desarrollo y el contenido del presente trabajo, los cuales se encuentran representados en el flujo de caja descontado. Por tal motivo, en los siguientes párrafos se procederá a conceptuar sobre cada uno de los métodos de valoración que se pretende realizar en las empresas objeto de estudio.

#### **Flujo de caja descontado:**

Según Vidarte (2009), el flujo de caja descontado es el método más utilizado y de mejores resultados para valorar empresas que no cotizan en Bolsa, y señala que es el único método de valoración conceptualmente correcto, pues considera la empresa como un ente generador de flujos de efectivo. Este método consiste en proyectar los flujos de caja futuros que obtendrá la empresa, y descontarlos a una tasa que permita obtener el valor presente de dichos flujos futuros.

#### **Cálculo del WACC Cacaos del Urabá**

A continuación, en las tablas 14 a la 19 se presenta la estructura de la deuda, la información financiera, el costo del patrimonio en porcentajes, el costo del patrimonio en pesos, el efecto fiscal de la deuda y la estructura de capital de Cacaos del Urabá.

Tabla 14. Estructura de la deuda Cacaos del Urabá

| DETALLE DE LA DEUDA CON CORTE A 2017 |                        |                         |  |
|--------------------------------------|------------------------|-------------------------|--|
| Entidad financiera                   | Valor del crédito [\$] | Tasa efectiva anual [%] | % participación sobre el total de la deuda |
| Cacaos del Urabá 1                   | 4.218.391.836          | 9,81%                   | 25%  |
| Cacaos del Urabá 2                   | 4.737.375.902          | 9,81%                   | 28%  |
| Cacaos del Urabá 3                   | 4.473.341.600          | 9,37%                   | 27%  |
| Cacaos del Urabá 4                   | 3.287.843.609          | 6,36%                   | 20%  |
| <b>TOTAL DEUDA</b>                   | <b>16.716.952.947</b>  |                         | <b>100%</b>                                |
| <i>Kd</i>                            |                        |                         | <b>9,01%</b>                               |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 15. Información financiera Cacaos del Urabá

| INFORMACIÓN FINANCIERA CON CORTE A DIC DE 2017 |                  |                   |
|--|------------------|-------------------|
| CONCEPTO                                       | VALOR TOTAL [\$] | PARTICIPACIÓN [%] |
| TOTAL ACTIVOS                                  | 21.710.451.055   | 100%              |
| TOTAL PASIVOS OPERATIVOS                       | 4.883.980.508    | 22%               |
| DEUDA NETA                                     | 18.313.321.846   | 84%               |
| TOTAL PATRIMONIO                               | 3.397.129.209    | 16%               |

|                   |                     |     |
|-------------------|---------------------|-----|
| \$ 21.710.451.055 | \$ 4.883.980.508    | 22% |
|                   | PASIVOS OPERATIVOS  |     |
| ACTIVOS           | \$ 18.313.321.846   | 84% |
|                   | PASIVOS FINANCIEROS |     |
|                   | \$ 3.397.129.209    | 16% |
|                   | PATRIMONIO          |     |

Tabla 16. Costo del patrimonio Cacaos del Urabá, en porcentajes

| Costo del patrimonio           | Unidad | 2018  |
|--------------------------------|--------|-------|
| a. Tasa libre de riesgo        | %      | 3,04% |
| b. Riesgo país                 | %      | 1,80% |
| c. Rendimiento de las acciones | %      | 4,94% |
| d. Beta desapalancado          | N.A.   | 0,52  |
| e. Beta apalancado             | N.A.   | 7,74  |
| f. Tarifa de impuestos         | %      | 34%   |
| g. Riesgo del negocio          | %      | 3,0%  |
| Costo del patrimonio en USD    |        | 22,5% |

Tabla 17. Costo del patrimonio en pesos Cacaos del Urabá

| Método de inflaciones cruzadas | Unidad | 2018   |
|--------------------------------|--------|--------|
| h. inflación externa (USD)     | %      | 2,54%  |
| Costo de capital real (USD)    | %      | 19,48% |
| i. Inflación interna (COP)     | %      | 3,30%  |
| Costo del capital en COP       | %      | 23,43% |

| Metodo de devaluación       | Unidad | 2018   |
|-----------------------------|--------|--------|
| j. % devaluacion proyectada | %      | 0,07%  |
| Costo del patrimonio en COP | %      | 22,60% |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 18. Efecto fiscal de la deuda Cacaos del Urabá

| Efecto fiscal de la deuda              |   |       |
|--|---|-------|
| Costo de la deuda antes impuestos      | % | 9,01% |
| Costo de la deuda después de impuestos | % | 5,95% |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 19. Estructura de capital Cacaos del Urabá

| Estructura del capital |          |              |
|------------------------|----------|--------------|
| Deuda                  | %        | 84,4%        |
| Patrimonio             | %        | 15,6%        |
| <b>WACC EN COP</b>     | <b>%</b> | <b>8,68%</b> |

Fuente: elaboración propia.

## Cálculo del WACC Palmar de los Llanos

Tabla 20. Estructura de la deuda Palmar de los Llanos

| DETALLE DE LA DEUDA CON CORTE A 2017 |                        |                         |  |
|--------------------------------------|------------------------|-------------------------|--|
| Entidad financiera                   | Valor del crédito [\$] | Tasa efectiva anual [%] | % participación sobre el total de la deuda |
| Palmar de los Llanos 1               | 3.599.883.884          | 8,81%                   | 23%  |
| Palmar de los Llanos 2               | 12.000.000.000         | 8,35%                   | 76%  |
| Palmar de los Llanos 3               | 162.578.113            | 8,35%                   | 1%   |
| TOTAL DEUDA                          | 15.762.461.997         |                         | 100%                                       |
| <i>Kd</i>                            |                        |                         | 8,46%                                      |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 21. Información financiera Palmar de los Llanos

| INFORMACIÓN FINANCIERA CON CORTE A DIC DE 2017 |                     |                      |
|--|---------------------|----------------------|
| CONCEPTO                                       | VALOR TOTAL<br>[\$] | PARTICIPACIÓN<br>[%] |
| TOTAL ACTIVOS                                  | 51.401.117.786      | 100%                 |
| TOTAL PASIVOS OPERATIVOS                       | 4.091.561.680       | 8%                   |
| DEUDA NETA                                     | 24.758.656.029      | 48%                  |
| TOTAL PATRIMONIO                               | 26.642.461.757      | 52%                  |

|                   |                     |     |
|-------------------|---------------------|-----|
| \$ 51.401.117.786 | \$ 4.091.561.680    | 8%  |
|                   | PASIVOS OPERATIVOS  |     |
| ACTIVOS           | \$ 24.758.656.029   | 48% |
|                   | PASIVOS FINANCIEROS |     |
|                   | \$ 26.642.461.757   | 52% |
|                   | PATRIMONIO          |     |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 22. Costo del patrimonio Palmar de los Llanos

| Costo del patrimonio           | Unidad | 2018  |
|--------------------------------|--------|-------|
| a. Tasa libre de riesgo        | %      | 3,04% |
| b. Riesgo país                 | %      | 1,80% |
| c. Rendimiento de las acciones | %      | 4,94% |
| d. Beta desapalancado          | N.A.   | 0,52  |
| e. Beta apalancado             | N.A.   | 1,77  |
| f. Tarifa de impuestos         | %      | 34%   |
| g. Riesgo del negocio          | %      | 3,0%  |
| Costo del patrimonio en USD    |        | 11,2% |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 23. Costo del patrimonio en pesos Palmar de los Llanos

| Método de inflaciones cruzadas | Unidad | 2018   |
|--------------------------------|--------|--------|
| h. inflación externa (USD)     | %      | 2,54%  |
| Costo de capital real (USD)    | %      | 8,43%  |
| i. Inflación interna (COP)     | %      | 3,30%  |
| Costo del capital en COP       | %      | 12,01% |

| Metodo de devaluación       | Unidad | 2018   |
|-----------------------------|--------|--------|
| j. % devaluación proyectada | %      | 0,07%  |
| Costo del patrimonio en COP | %      | 11,26% |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 24. Efecto fiscal de la deuda Palmar de los Llanos

| Efecto fiscal de la deuda              |   |       |
|--|---|-------|
| Costo de la deuda antes impuestos      | % | 8,46% |
| Costo de la deuda después de impuestos | % | 5,58% |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 25. Estructura de capital Palmar de los Llanos

| Estructura del capital |          |              |
|------------------------|----------|--------------|
| Deuda                  | %        | 48,2%        |
| Patrimonio             | %        | 51,8%        |
| <b>WACC EN COP</b>     | <b>%</b> | <b>8,91%</b> |

Fuente: elaboración propia.

## CÁLCULO DEL WACC FUSIÓN

Tabla 26. Estructura de la deuda fusión

| DETALLE DE LA DEUDA CON CORTE A 2017 |                        |                         |  |
|--------------------------------------|------------------------|-------------------------|--|
| Entidad financiera                   | Valor del crédito [\$] | Tasa efectiva anual [%] | % participación sobre el total de la deuda |
| Palmar de los Llanos 1               | 3.599.883.884          | 8,81%                   | 11%  |
| Palmar de los Llanos 2               | 12.000.000.000         | 8,35%                   | 37%  |
| Palmar de los Llanos 3               | 162.578.113            | 8,35%                   | 1%   |
| Cacaos del Urabá 1                   | 4.218.391.836          | 9,81%                   | 13%  |
| Cacaos del Urabá 2                   | 4.737.375.902          | 9,81%                   | 15%  |
| Cacaos del Urabá 3                   | 4.473.341.600          | 9,37%                   | 14%  |
| Cacaos del Urabá 4                   | 3.287.843.609          | 6,36%                   | 10%  |
| TOTAL DEUDA                          | 32.479.414.944         |                         | 100%                                       |
| <i>Kd</i>                            |                        |                         | 8,74%                                      |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 27. Información financiera fusión

| INFORMACIÓN FINANCIERA CON CORTE A DIC DE 2017 |                     |                      |
|--|---------------------|----------------------|
| CONCEPTO                                       | VALOR TOTAL<br>[\$] | PARTICIPACIÓN<br>[%] |
| TOTAL ACTIVOS                                  | 73.111.568.842      | 100%                 |
| TOTAL PASIVOS OPERATIVOS                       | 8.975.542.188       | 12%                  |
| DEUDA NETA                                     | 43.071.977.875      | 59%                  |
| TOTAL PATRIMONIO                               | 30.039.590.967      | 41%                  |

|         |                |                     |     |
|---------|----------------|---------------------|-----|
| \$      | 73.111.568.842 | \$ 8.975.542.188    | 12% |
|         |                | PASIVOS OPERATIVOS  |     |
|         |                | \$ 43.071.977.875   | 59% |
|         |                | PASIVOS FINANCIEROS |     |
| ACTIVOS |                | \$ 30.039.590.967   | 41% |
|         |                | PATRIMONIO          |     |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 28. Costo del patrimonio fusión

| Costo del patrimonio           | Unidad | 2018  |
|--------------------------------|--------|-------|
| a. Tasa libre de riesgo        | %      | 3,04% |
| b. Riesgo país                 | %      | 1,80% |
| c. Rendimiento de las acciones | %      | 4,94% |
| d. Beta desapalancado          | N.A.   | 0,52  |
| e. Beta apalancado             | N.A.   | 2,44  |
| f. Tarifa de impuestos         | %      | 34%   |
| g. Riesgo del negocio          | %      | 3,0%  |
| Costo del patrimonio en USD    |        | 12,5% |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 29. Costo del patrimonio en pesos fusión

| Método de inflaciones cruzadas | Unidad | 2018   |
|--------------------------------|--------|--------|
| h. inflación externa (USD)     | %      | 2,54%  |
| Costo de capital real (USD)    | %      | 9,68%  |
| i. Inflación interna (COP)     | %      | 3,30%  |
| Costo del capital en COP       | %      | 13,30% |

| Metodo de devaluación       | Unidad | 2018   |
|-----------------------------|--------|--------|
| j. % devaluación proyectada | %      | 0,07%  |
| Costo del patrimonio en COP | %      | 12,54% |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 30. Efecto fiscal de la deuda fusión

| Efecto fiscal de la deuda              |   |       |
|--|---|-------|
| Costo de la deuda antes impuestos      | % | 8,74% |
| Costo de la deuda después de impuestos | % | 5,77% |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 31. Estructura de capital fusión

| Estructura del capital |          |              |
|------------------------|----------|--------------|
| Deuda                  | %        | 58,9%        |
| Patrimonio             | %        | 41,1%        |
| <b>WACC EN COP</b>     | <b>%</b> | <b>8,86%</b> |

Fuente: elaboración propia.

## VALORACIÓN (en millones de pesos)

Tabla 32. Valoración fusión

| FLUJO DE CAJA                   | 2017            | 2018           | 2019           | 2020         | 2021         | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          |
|---------------------------------|-----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ebitda                          | 2.323           | - 4.782        | - 533          | 6.122        | 8.393        | 12.190        | 15.997        | 20.173        | 20.286        | 20.072        | 20.052        |
| (-) Var KTNO                    | - 2.334         | 991            | - 491          | - 660        | - 186        | - 335         | - 390         | - 471         | - 114         | 33            | -             |
| (-) Impuestos                   | -               | -              | -              | -            | -            | -             | - 631         | - 2.184       | - 3.087       | - 3.771       | - 4.451       |
| (-) Inversiones                 | - 10.174        | - 3.749        | - 1.076        | - 400        | - 203        | - 979         | - 400         | -             | -             | -             | -             |
| <b>Flujo para pago de deuda</b> | <b>- 10.184</b> | <b>- 7.541</b> | <b>- 2.100</b> | <b>5.062</b> | <b>8.004</b> | <b>10.877</b> | <b>14.576</b> | <b>17.518</b> | <b>17.085</b> | <b>16.334</b> | <b>15.602</b> |
| Intereses                       | - 3.314         | - 4.056        | - 4.646        | - 4.464      | - 4.397      | - 3.952       | - 3.320       | - 2.599       | - 1.836       | - 1.235       | - 765         |
| Pago Deuda                      | - 2.975         | - 800          | - 2.441        | - 2.441      | - 4.536      | - 6.869       | - 7.957       | - 8.418       | - 6.715       | - 5.148       | - 3.668       |
| Deuda actual                    | 4.472           | -              | -              | -            | -            | -             | -             | -             | -             | -             | -             |
| Deuda a contratar               | 12.001          | 12.397         | 9.187          | 1.843        | 929          | -             | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>Flujo de caja neto</b>       | <b>-</b>        | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>56</b>     | <b>3.299</b>  | <b>6.502</b>  | <b>8.534</b>  | <b>9.951</b>  | <b>11.168</b> |

|                               |                |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
|-------------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>WACC</b>                   | <b>8,86%</b>   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| KTNO                          | 3.725          | 1.864         | 3.106         | 4.895         | 4.858         | 5.837         | 6.898         | 8.093         | 8.209         | 8.140         | 8.137         |
| INVERSION EN AF LARGO PLAZO   | 67.799         | 69.584        | 69.586        | 69.586        | 69.789        | 70.768        | 70.768        | 70.768        | 70.768        | 70.768        | 70.768        |
| CAPITAL INVERTIDO BRUTO       | 71.524         | 71.447        | 72.692        | 74.481        | 74.647        | 76.605        | 77.666        | 78.861        | 78.976        | 78.908        | 78.904        |
| DEPRECIACIÓN Y AMORT ACUM     | 6.817          | 8.704         | 10.729        | 11.629        | 12.675        | 13.769        | 14.847        | 15.922        | 18.046        | 20.167        | 22.276        |
| <b>CAPITAL INVERTIDO NETO</b> | <b>64.707</b>  | <b>62.743</b> | <b>61.963</b> | <b>62.852</b> | <b>61.972</b> | <b>62.836</b> | <b>62.819</b> | <b>62.939</b> | <b>60.930</b> | <b>58.741</b> | <b>56.628</b> |
| NOPLAT                        | -              | 3.156         | - 352         | 4.040         | 5.539         | 8.045         | 10.558        | 13.314        | 13.389        | 13.247        | 13.234        |
| ROIC                          |                | -4,88%        | -0,56%        | 6,52%         | 8,81%         | 12,98%        | 16,80%        | 21,19%        | 21,27%        | 21,74%        | 22,53%        |
| TASA DE REINVERSIÓN           |                | 62%           | 222%          | 22%           | -16%          | 11%           | 0%            | 1%            | -15%          | -17%          | -16%          |
| G                             |                | -3%           | -1%           | 1%            | -1%           | 1%            | 0%            | 0%            | -3%           | -4%           | -4%           |
| <b>VALOR TERMINAL</b>         | <b>86.411</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>VALOR PRESENTE</b>         | <b>19.344</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>VALOR OPERATIVO</b>        | <b>105.756</b> |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Activo                        | 4.266          |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Pasivo                        | (38.933)       |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>VALOR DE LA EMPRESA</b>    | <b>71.088</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 33. Valoración Cacaos del Urabá

| FLUJO DE CAJA                   | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           | 2023           | 2024           | 2025           | 2026           | 2027           |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ebitda                          | - 614          | - 2.757        | - 1.148        | 2.899          | 4.326          | 4.029          | 4.650          | 4.650          | 4.650          | 4.650          | 4.650          |
| (-) Var KTNO                    | - 98           | 11             | - 134          | - 370          | - 119          | 48             | - 52           | -              | -              | -              | -              |
| (-) Impuestos                   | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 531            |
| (-) Inversiones                 | - 6.532        | - 940          | - 50           | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>Flujo para pago de deuda</b> | <b>- 7.244</b> | <b>- 3.686</b> | <b>- 1.332</b> | <b>- 2.529</b> | <b>- 4.207</b> | <b>- 4.077</b> | <b>- 4.598</b> | <b>- 4.650</b> | <b>- 4.650</b> | <b>- 4.650</b> | <b>- 4.119</b> |
| Intereses                       | - 1.985        | - 2.584        | - 2.946        | - 2.847        | - 2.865        | - 2.579        | - 2.163        | - 1.612        | - 1.020        | - 589          | - 290          |
| Pago Deuda                      | -              | -              | - 1.641        | - 1.641        | - 2.830        | - 4.398        | - 5.877        | - 6.338        | - 4.636        | - 3.068        | - 1.588        |
| Deuda actual                    | 4.472          |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Deuda a contratar               | 4.757          | 6.270          | 5.919          | 1.843          | 929            | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>Flujo de caja neto</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>- 116</b>   | <b>- 560</b>   | <b>- 2.900</b> | <b>- 3.442</b> | <b>- 3.300</b> | <b>- 1.006</b> | <b>992</b>     | <b>2.241</b>   |

|                            |                |
|----------------------------|----------------|
| WACC                       | 8,68%          |
| VALOR TERMINAL             | 17.593         |
| VALOR PRESENTE             | (5.408)        |
| VALOR OPERATIVO            | 12.185         |
| Activo                     | 124            |
| Pasivo                     | (17.257)       |
| <b>VALOR DE LA EMPRESA</b> | <b>(4.948)</b> |

Fuente: elaboración propia.

Tabla 34. Valoración Palmar de los Llanos

| FLUJO DE CAJA                   | 2017           | 2018           | 2019         | 2020           | 2021           | 2022           | 2023           | 2024            | 2025            | 2026            | 2027            |
|---------------------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Ebitda                          | 2.938          | - 2.025        | 615          | 3.223          | 4.067          | 8.161          | 11.347         | 15.523          | 15.636          | 15.422          | 15.402          |
| (-) Var KTNO                    | - 2.236        | 980            | - 356        | - 290          | - 67           | - 383          | - 339          | - 471           | - 114           | 33              | -               |
| (-) Impuestos                   | -              | -              | -            | 162            | 118            | 1.320          | 2.651          | 4.172           | 3.904           | 3.889           | 3.943           |
| (-) Inversiones                 | - 3.642        | - 2.809        | - 1.026      | - 400          | - 203          | - 979          | - 400          | -               | -               | -               | -               |
| <b>Flujo para pago de deuda</b> | <b>- 2.940</b> | <b>- 3.855</b> | <b>- 768</b> | <b>- 2.371</b> | <b>- 3.680</b> | <b>- 5.480</b> | <b>- 7.958</b> | <b>- 10.880</b> | <b>- 11.618</b> | <b>- 11.566</b> | <b>- 11.459</b> |
| Intereses                       | - 1.328        | - 1.472        | - 1.700      | - 1.616        | - 1.532        | - 1.373        | - 1.157        | - 987           | - 816           | - 646           | - 475           |
| Pago Deuda                      | - 2.975        | - 800          | - 800        | - 800          | - 1.705        | - 2.471        | - 2.080        | - 2.080         | - 2.080         | - 2.080         | - 2.080         |
| Deuda a contratar               | 7.244          | 6.127          | 3.268        | -              |                |                |                |                 |                 |                 |                 |
| <b>Flujo de caja neto</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>     | <b>45</b>      | <b>443</b>     | <b>1.636</b>   | <b>4.721</b>   | <b>7.814</b>    | <b>8.723</b>    | <b>8.840</b>    | <b>8.904</b>    |

|                            |               |
|----------------------------|---------------|
| WACC                       | 8,91%         |
| VALOR TERMINAL             | 68.895        |
| VALOR PRESENTE             | 20.773        |
| VALOR OPERATIVO            | 89.668        |
| Activo                     | 4.266         |
| Pasivo                     | (38.933)      |
| <b>VALOR DE LA EMPRESA</b> | <b>55.001</b> |

Fuente: elaboración propia.

## 6. Conclusiones

- La empresa Cacaos del Urabá fue absorbida por Palmar de los Llanos, organización con mayor capacidad financiera y trayectoria en el mercado.
- El futuro de Cacaos del Urabá antes de la fusión indicaba su desaparición del mercado, ya que se encontraba en causal de liquidación por sus pérdidas acumuladas. Cabe aclarar que la composición accionaria de cada una de las sociedades es la misma; por lo tanto, la fusión fue dada principalmente por una estrategia de permanencia en el mercado.

- Los indicadores financieros calculados demuestran a futuro una mejora significativa de los resultados de la compañía fusionada. Esto teniendo en cuenta que se trata de cultivos en etapa de desarrollo, los cuales en sus primeros años solo requieren inversión sin flujos de caja inmediatos. Se puede evidenciar que en los próximos años los ingresos aumentarán progresivamente de acuerdo con las etapas productivas de los cultivos, generando un mejor margen bruto de rentabilidad progresivo, hasta alcanzar un esperado de 43,9 % en 2027, que generarán además mejores indicadores de liquidez y rentabilidad.
- Las empresas del sector cacao y aceite requieren de una alta inversión en cuanto al establecimiento de los cultivos y a su mantenimiento y operación.
- La renovación de las plantaciones se hace aproximadamente cada 25 a 30 años, y Palmar de los Llanos cuenta con siembras de todas las edades. Se pretende entonces no renovar en palma sino ir sustituyendo por cacao. Mientras tanto, Cacaos del Urabá tiene ya terreno de plantaciones nuevas de cacao (3 años aproximadamente), cosecha en la que pretende enfocarse la fusión.
- Para realizar estas inversiones la empresa fusionada requiere acudir al mercado financiero por alto endeudamiento a largo plazo, el cual en los primeros años proyectados asciende hasta el 70 %, con un decrecimiento gradual, y un aumento gradual de capacidad de pago.
- En cuanto al valor de las empresas, evidenciamos un valor futuro de la fusión muy por encima de lo esperado con las empresas separadas: Cacaos del Urabá, que presenta valor de empresa negativo, y Palmar de los Llanos, que presenta un valor positivo que se incrementará considerablemente al absorber a Cacaos del Urabá. Esto demuestra que a futuro la decisión de fusión genera valor para los accionistas.
- Durante los primeros 5 años proyectados no se tendrán retornos de flujos de caja, ya que se requiere acudir a endeudamiento para solventar la operación, y a las altas inversiones de renovación y establecimiento de los nuevos cultivos, que en principio generarán cero flujos de caja. Esto mejorará gradualmente a partir del año 7 de proyección (2022).

## 7. Referencias bibliográficas

- Barón, J. (2016). El cultivo del cacao; un negocio rentable, competitivo y ambientalmente sostenible en Colombia. Fondo Nacional del Cacao [presentación en PowerPoint]. Disponible en <https://bit.ly/2i9hagX>
- Barrientos, P. (2015). La cadena de valor del cacao en Perú y su oportunidad en el mercado mundial. *Semestre Económico*, 18(37), 129-156. Recuperado de DOI: <https://doi.org/10.22395/seec.v18n37a5>
- Chamorro, N., y Martínez, D. (2012). *Valoración agraria: estudio de caso de una finca cafetera* [tesis de grado]. Universidad Eafit, Medellín. Disponible en [https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/608/NicolasEsteban\\_ChamorroSanchez\\_2012.pdf?sequence=1](https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/608/NicolasEsteban_ChamorroSanchez_2012.pdf?sequence=1)
- DANE (2011). *Documento Metodológico de Cacao*. Recuperado de [https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/agropecuario/enda/ena/doc\\_met\\_cacao.pdf](https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/agropecuario/enda/ena/doc_met_cacao.pdf)
- Diario La Economía (3 de mayo, 2017). *En 29% creció producción de cacao en el primer trimestre*. Recuperado el 25 de agosto de 2017, de <http://diariolaeconomia.com/notas-de-la-finca/item/3129-en-29-crecio-produccion-de-cacao-en-el-primer-trimestre.html>
- El Heraldo (2016). *Siembra de cacao, una actividad rentable*. Recuperado el 25 de agosto de 2017, de <https://www.elheraldo.co/cordoba/siembra-de-cacao-una-actividad-rentable-310935>
- Fedepalma (2007). Éxito en los eventos gremiales palmeros. *El Palmicultor*, 424, 11-12. Disponible en <https://publicaciones.fedepalma.org/index.php/palmicultor/article/view/8765/8756>
- Federación Nacional de Cacaoteros (2017). *Economía Internacional*. Recuperado el 25 de agosto de 2017, de <http://www.fedecacao.com.co/portal/index.php/es/2015-02-12-17-20-59/internacionales>

- Montoya-Restrepo, I., Montoya-Restrepo, L., y Lowy-Ceron, P. (2015). Oportunidades para la actividad cacaotera en el municipio de Tumaco, Nariño, Colombia. *Entramado*, 11(1), 48-59. <https://doi.org/10.18041/entramado.2015v11n1.21107>
- Ocampo, J. (2001). *Un futuro económico para Colombia*. Recuperado de <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/4/6194/colombiafuturo2.pdf>
- Portafolio (7 de febrero, 2017). *Producción de cacao en Colombia creció 3,6 % en 2016*. Recuperado el 25 de agosto de 2017, de <http://www.portafolio.co/economia/produccion-de-cacao-en-colombia-2016-503220>
- Quevedo, C., y Vega, M. (2015). *Valoración financiera de una empresa exportadora de cacao* [tesis de Maestría]. Escuela Superior Politécnica del Litoral, Guayaquil. Disponible en <https://www.dspace.espol.edu.ec/retrieve/96490/D-CD199.pdf>
- Ribal, J., Blasco, A., y Segura, B. (27 de junio, 2017). Valoración de empresas agrarias mediante múltiplos. VI Congreso Ibérico de Ciencias Hortícolas. XII Congreso Nacional de Ciencias Hortícolas. Actas SECH. *Acta 54*, 1008-1014. Recuperado de <https://bit.ly/2MpXH7n>
- Ross, S., Westerfield, R., y Jaffe, J. (2013). *Finanzas corporativas* (9ª. ed.). México D.F.: McGraw-Hill.
- Vidarte, J. (2009). El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa. *Gestión & Desarrollo*, 6(2), 103-110. Recuperado de [http://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/flujo-de-caja\\_josevidarte.pdf](http://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/flujo-de-caja_josevidarte.pdf)