

Generar valor con la adquisición de empresas en el contexto actual

En un contexto económico recesivo como el actual, la fuerte caída del consumo doméstico y las mayores exigencias de las entidades financieras para la renovación de líneas de crédito y la refinanciación de préstamos están afectando negativamente a los resultados de las empresas españolas, reflejándose con mayor intensidad en aquellas cuyo grado de internacionalización es reducido.

A pesar de que las perspectivas de recuperación económica se aplazan cada vez más en el tiempo y las condiciones de acceso a financiación continúan endureciéndose, existen grandes oportunidades de generar valor mediante la adquisición de empresas en España. Las dificultades que atraviesan muchas empresas pueden ser determinantes para realizar adquisiciones a un precio por debajo del valor que reflejan los fundamentos de la compañía.

Javier Serrano

Antes de exponer algunas situaciones del panorama empresarial español en las que un potencial comprador podría beneficiarse del mayor poder de negociación que la situación actual le confiere, primero hay que entender el momento en que se encuentran las empresas y la trayectoria que han seguido en los últimos años.

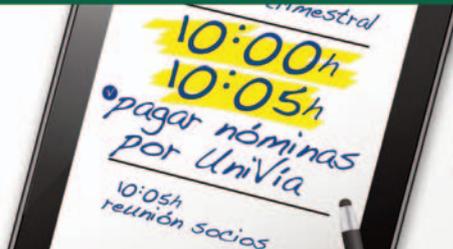
Para ello, se ha realizado un análisis de 73 empresas no financieras pertenecientes al Índice General de la Bolsa de Madrid, procediendo a realizar en cada caso los ajustes necesarios, eliminando aquellas empresas que por tener magnitudes negativas distorsionan el análisis. Se han excluido también las empresas que conforman el IBEX35, debido a que su fuerte presencia internacional y, por tanto, su me-



nor dependencia de la evolución de la economía española, no son elementos compartidos con el grueso del tejido empresarial de nuestro país.

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10,
12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga
Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja
MA-111580, Folio 1, Inscripción 1, C.I.F.
A93139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicajabanco.es 901 111 133 - 952 076 224



EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL.

2004-2008

Durante los años de expansión económica se produjo un crecimiento notable del tamaño medio de las empresas españolas. En el periodo 2004-2008, el crecimiento de las ventas a una tasa media anual del 11%, junto con el acceso a financiación bancaria a unos tipos de interés reducidos, permitió implementar estrategias de rápido crecimiento empresarial. El tamaño medio del balance de las empresas cotizadas españolas se incrementó desde los 1.394 millones € que suponía en 2004, hasta los 2.540 millones € en 2008.

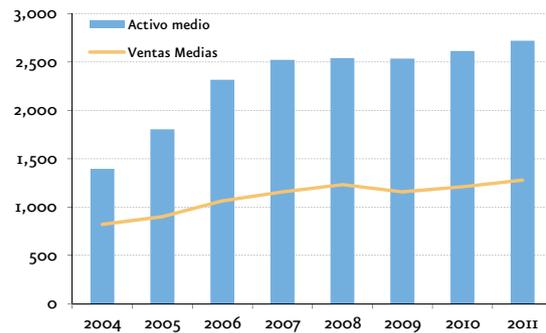
En muchas ocasiones, el crecimiento de la compañía no estuvo acompañado de la implantación de políticas de eficiencia en costes y procesos. La dirección adquiriría nuevas instalaciones y la plantilla aumentaba para dar respuesta a una demanda cada vez mayor. A pesar del incremento de los costes asociado a una mayor dimensión, las ventas crecían a tasas superiores, dando como resultado la obtención de unos márgenes operativos elevados. El margen EBITDA promedio de las empresas cotizadas se situó en niveles del 32% en el periodo 2004-2008, mientras que el margen neto estuvo en el entorno del 6%.

En este contexto era fácil encontrar la financiación necesaria para sostener el fuerte ritmo de crecimiento de las empresas, así el apalancamiento financiero -medido a través del ratio Deuda financiera neta/Activo total- aumentó desde el 13% que suponía en 2004, hasta el 23% que alcanzó en 2008.

Sin embargo, la rentabilidad obtenida sobre los activos (ROA) no creció, sino que se mantuvo en niveles cercanos al 5% entre 2004 y 2007, y cayó en 2008 hasta el 3%. En este periodo los inversores obtenían rentabilidades atractivas, registrándose una rentabilidad sobre recursos propios (ROE) promedio del 10% entre 2004 y 2007, gracias a los elevados niveles de apalancamiento con los que operaban las compañías.

Promedio de activo y ventas en empresas no financieras del IGBM*. 2004-2011

(millones de euros)



* Excluidas las empresas del IBEX35

Fuente: elaboración propia a partir de FactSet

EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL DURANTE LA CRISIS. 2008-2011

Una vez que estalla la crisis, la demanda de bienes y servicios se reduce, y con ello las ventas de las compañías. El exceso de capacidad instalada y los elevados costes de reestructuración impiden un rápido ajuste de muchas empresas a las nuevas condiciones del mercado. Además, el gran volumen de deuda en los balances supone una carga significativa de intereses. De esta forma, han sido muchas las compañías que han incurrido en pérdidas y que han dejado de ofrecer una rentabilidad aceptable para sus inversores en los últimos años.

Desde el 2008, la rentabilidad generada por los activos (ROA) promedio se sitúa en el 2%, siendo inferior al coste medio de la deuda. En consecuencia, durante este periodo el apalancamiento de las compañías ha destruido valor para el accionista, quedando reflejado en una rentabilidad sobre los recursos propios (ROE) promedio del -6%. La aparición de rentabilidades negativas para el inversor es un factor relevante a la hora de negociar el precio de adquisición de una compañía, ya que de mantenerse la tendencia, el accionista verá reducirse el valor de su inversión cada año.

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10,
12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga
Tomo 4952, Libro 3859, Sección 8, Hoja
MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F.
A93139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

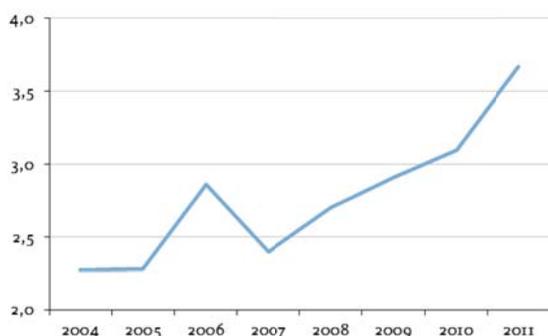
Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVia** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicajabanco.es 901 111 133 - 952 076 224



Deuda financiera neta/EBITDA en empresas no financiera IGBM*

(nº de veces)

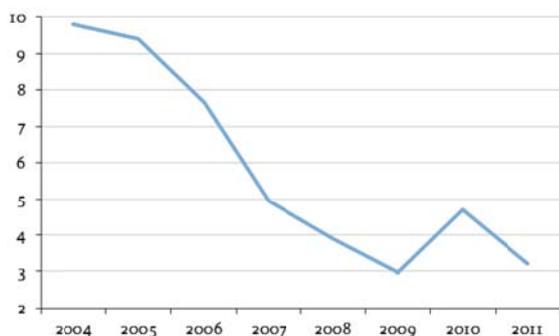


* Excluidas las empresas del IBEX35

Fuente: Elaboración propia a partir de FactSet

EBITDA/Gastos financieros en empresas no financiera IGBM*

(nº de veces)



* Excluidas las empresas del IBEX35

Fuente: Elaboración propia a partir de FactSet

SITUACIÓN ACTUAL, EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS Y LAS OPORTUNIDADES DE COMPRA

En relación con la posición financiera de las compañías españolas, en el análisis realizado se observa como se ha producido un severo deterioro en los últimos años. El ratio de cobertura de la deuda (Deuda Financiera Neta/EBITDA), que se mantuvo en torno a 2,5 veces hasta 2007, se sitúa actualmente en 3,8 veces.

En los próximos ejercicios, muchas empresas deberán hacer frente al vencimiento de préstamos bancarios y renovaciones de líneas de crédito con

entidades financieras. Actualmente, las condiciones de refinanciación son muy exigentes, tanto en términos de diferenciales como en covenants que cumplir, y las fuentes de financiación alternativa a la bancaria son prácticamente inexistentes.

Atendiendo a la capacidad de repago de la deuda, el EBITDA ha pasado de suponer 9,8 veces los gastos financieros de las compañías en 2004, a 3,2 veces en la actualidad. Si la empresa no genera flujos de caja suficientes para atender al servicio de la deuda y los términos de la refinanciación son difícilmente asumibles, la supervivencia de la compañía necesitará de nuevas aportaciones de capital por parte de los accionistas.

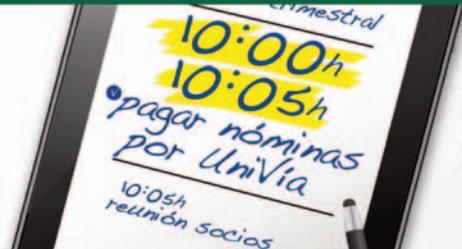
Ante la dificultad o la falta de voluntad para aportar nuevos fondos, las opciones del propietario pasan por declarar el concurso de acreedores o vender la empresa antes de que la situación sea insostenible. En este contexto, aparecen oportunidades de adquisición de empresas a unos precios atractivos y se multiplica el poder de negociación del comprador en el proceso.

En muchas ocasiones, las empresas españolas son de origen familiar y las siguientes generaciones no están interesadas en la gestión del negocio, por lo que han dejado la dirección en manos de ejecutivos profesionales externos. Los problemas derivados del reparto de la propiedad entre descendientes del fundador son habituales en las pequeñas y medianas empresas. Mientras la empresa generó dividendos de forma recurrente, el problema fue menor, pero ahora que es necesario aportar nuevos fondos pueden surgir discrepancias entre los propietarios y alguna de las partes puede ser reticente a ello. Si bien los enfrentamientos entre propietarios pueden hacer fracasar una operación de adquisición, en algunas ocasiones un potencial comprador se podrá aprovechar del conflicto para obtener un precio de compra inferior al que se exigiría en circunstancias normales.

Otro abanico de oportunidades de adquisición surge a raíz del proceso de desapalancamiento de las

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10,
12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga
Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja
MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F.
A93139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVia** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicajabanco.es 901 111 133 - 952 076 224



grandes empresas nacionales y multinacionales. La venta de participaciones significativas, de activos no estratégicos o de filiales localizadas en el exterior son algunas de las estrategias a seguir para la amortización de deuda asociada a los mismos. En línea con esta política se encuentran las desinversiones que en los últimos años están realizando las grandes compañías cotizadas españolas.

El proceso de internacionalización y diversificación de negocios que muchas empresas llevaron a cabo en la última década ha derivado en estructuras organizativas demasiado complejas y costosas, donde existen líneas de negocio que nada tienen que ver con la actividad principal de la compañía. En ocasiones, existen unidades de negocio que no reciben las inversiones necesarias por parte de la matriz para ofrecer una rentabilidad adecuada o simplemente se gestionan de forma ineficiente al no disponer de directivos con la experiencia necesaria en ese segmento específico de negocio. En estos casos, un potencial comprador puede identificar estas ineficiencias y realizar la adquisición a un precio de compra reducido, en línea con la rentabilidad que actualmente ofrece la compañía. Una vez que obtenga el control, el nuevo propietario podrá solventar estos problemas y generar valor con la operación.

FUENTES DE CREACIÓN DE VALOR TRAS LA ADQUISICIÓN

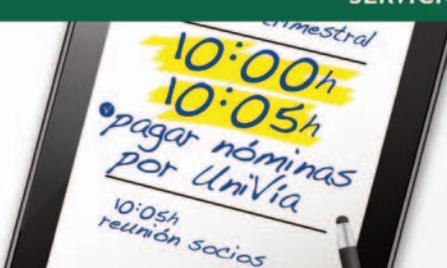
Si bien es cierto que la difícil situación actual de muchas empresas supone una oportunidad de generar valor para los potenciales compradores como consecuencia del mayor poder de negociación a la hora de establecer el precio, no hay que olvidar que la fuente principal de generación de valor procederá de las sinergias que se logren tras producirse la adquisición. En este sentido, una vez conocida la situación de las empresas españolas, se pueden identificar varias líneas de actuación para la consecución de sinergias tras una adquisición en el momento actual:

- Obtener economías de escala que reduzcan el coste por unidad producida mediante un mejor aprovechamiento de los recursos disponibles.
- Eliminar departamentos de apoyo o de servicios centrales duplicados tras la operación y, con ello, reducir los costes fijos de la compañía resultante.
- Alcanzar un tamaño óptimo que permita obtener mayor poder de negociación frente a proveedores, clientes y entidades financieras.
- Compartir tecnología, patentes e ingeniería de procesos produciendo mejoras en la eficiencia operativa.
- Vender los activos ajenos al negocio principal, ya que absorben recursos y no aportan valor a la actividad.
- Si la adquisición deriva en una integración vertical, es decir, se adquiere a un proveedor o un cliente directo, se consigue una mejor coordinación de los agentes implicados en la cadena de valor, reduciendo así los costes de aprovisionamiento y distribución.
- La adquisición de un competidor directo del sector conlleva una mejora de la posición competitiva de la compañía, ganando cuota de mercado y facilitando el acceso a otros canales de distribución.

En el contexto actual, donde numerosas empresas han incurrido en pérdidas durante varios ejercicios y existe cierta incertidumbre en cuanto a la posibilidad que tienen de recuperar el valor de los activos fiscales generados si continúan su actividad en solitario, merece llamar la atención sobre el aprovechamiento fiscal que puede resultar de estos activos si alguna de esas compañías es adquirida por otra que genera resultados positivos suficientes. En esa situación, al ser el comprador quien permite conceder valor a esos activos a través de sus resultados, el vendedor verá limitado su poder de negociación en la valoración de los mismos ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga Inscrita R.M. de Málaga Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1, C.I.F. A93139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVia** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicajabanco.es 901 111 133 - 952 076 224

