

08 de Septiembre de 2010

Análisis y Gestión
Tel.: 91 400 1400
analisisygestion@inversis.com

M&A en 2010

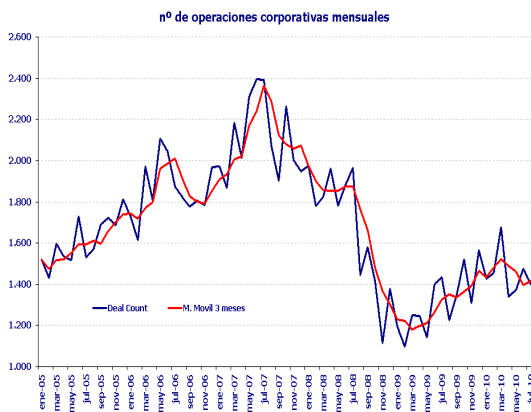
Vuelve la corriente

Análisis y Gestión

Durante este verano el número de operaciones corporativas han empezado a dar un signo de vuelta. Fue uno de los tópicos de principios de año que no ha terminado de despegar: **el miedo al doble suelo; y sobre todo, la crisis de los periféricos** paralizó un mercado que estaba en vías de recuperación.

Punto de partida

Los mínimos de mercado vistos en 2009 también han supuesto el mínimo en el número de operaciones corporativas. Hasta ese momento **el mercado exigía a las empresas un menor endeudamiento.**



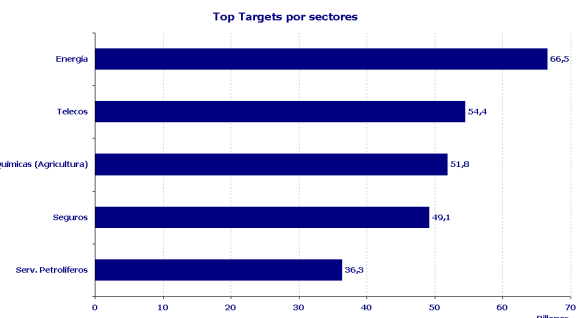
El incremento de riesgo por la crisis de los periféricos en Abril provocó un menor acceso al crédito, sin embargo el número de operaciones se mantuvo con un **crecimiento medio del 16,2%, frente al retroceso del -31,2%** durante el mismo periodo del año pasado, en pleno optimismo de los mercados.

En volúmenes el año también está siendo aceptable, tan sólo Junio y Enero han reflejado caídas respecto al año pasado.

¿Qué ha pasado en estos 8 meses?

Sectores con mucha caja y atomizados han sido los que más "pretendientes" han tenido. Como se puede observar, a nivel global, se corresponde con el sector energético (entra la venta de activos de BP).

Materiales básicos es en realidad casi una operación (BHP/Potash) y el sector de telecomunicaciones ha continuado con su integración, sobre todo en el mundo de las redes, destinando a este efecto la capacidad de generación de Flujos de Caja que tienen.



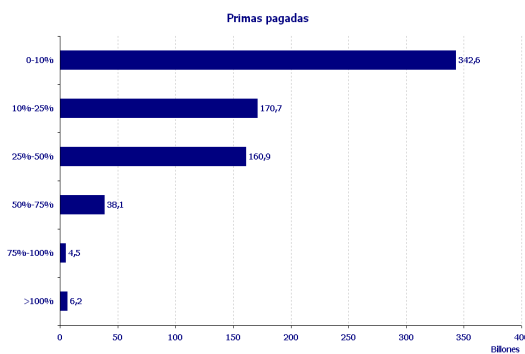
El objetivo de estas operaciones por el momento ha sido la integración vertical, compañías que aprovechando el momento de valoraciones atractivas han adquirido negocios comparables para incrementar cuota de mercado, o bien diversificar su negocio.

¿Qué podemos esperar a partir de ahora?

Las operaciones corporativas deberían continuar la senda alcista iniciada en 2009. Sí es cierto que **en el corto plazo podemos ver repuntes en el riesgo de países, pero no debería de afectar a la reactivación del crédito**. Además, existen razones para nuevas operaciones:

... Existe un exceso de capacidad y pocas inversiones en activos...

- ▶ Después de casi 2 años exigiendo poco endeudamiento a las empresas (DN/Ebitda < 2 x), **empiezan a tener un exceso de caja**.
- ▶ **Reactivación del crédito** y relativamente barato para grandes empresas.
- ▶ Es el momento de aprovechar las **valoraciones atractivas** y entrar en sectores con barreras de entrada altas o la integración vertical.



El 99,5% de las operaciones han sido amistosas, lo que refleja la búsqueda de sinergias y tamaño para mantenerse en el negocio. Además, en las operaciones cerradas hasta el momento tan sólo el 29% ha sido con una prima superior al 25% sobre el precio de la acción el día de su anuncio.

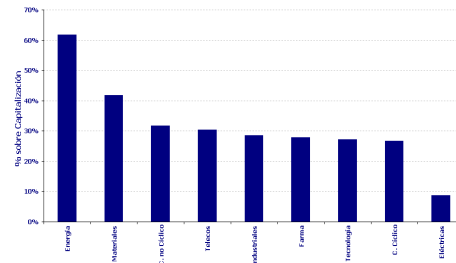
Las operaciones que se han dado hasta ahora **se han cerrado sin apoyo financiero**, ya que el acceso al crédito ha estado restringido, como se denota en los sectores que hemos visto mayor actividad, **sectores con fuerte posición de caja que permitiría un menor endeudamiento en la operación, como Energía o Telecomunicaciones**.

Hipótesis: Seguirán mejorando las condiciones de financiación

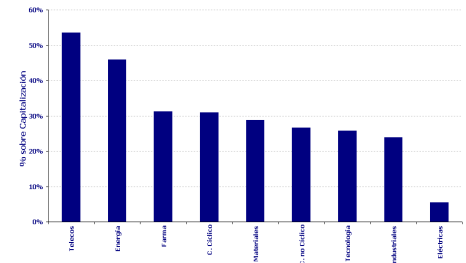
Es hora de fijarse en sectores con mayor capacidad de apalancamiento. Actualmente las empresas de gran capitalización están viendo abrirse el mercado de crédito, momento que aprovecharán para optimizar su estructura financiera.

...El sector energético se ha posicionado como un claro protagonista y todavía con capacidad para más ...

Capacidad de Apalancamiento en Europa



Capacidad de Apalancamiento en Estados Unidos



A nivel global las petroleras siguen teniendo suficiente generación de Flujos como para continuar con la concentración dentro del sector.

Otros sectores como Consumo Cíclico a ambos lados del Atlántico pueden tener movimientos, mientras que es en Estados Unidos donde las Farmacéuticas tienen mayor capacidad de cara a la búsqueda de nuevas patentes (biotecnológicas).

Posibles objetivos: nombres propios

Ahora toca ver el otro lado de la moneda, es decir, aquellas empresas que estando en los sectores que hemos comentado antes, puedan ser susceptibles de futuras operaciones corporativas. Para ello nos deberíamos de centrar en compañías que cumplan alguno de los siguientes requisitos:

... Valoraciones atractivas y búsqueda de sinergias, dos factores a tener en cuenta...

- ▶ **Empresas de pequeña o mediana capitalización** que sean líderes en el sector.
- ▶ **El endeudamiento deja de ser un tópico** ya que: el endeudamiento alto permite mejorar la estructura financiera después de la integración; el bajo permite un mayor apalancamiento de la empresa comprada.
- ▶ Sectores con **barreras de entrada altas**.
- ▶ **Fuerte generación de Flujos de Caja Libres**.

A continuación ponemos un listado de compañías que cumplen alguno o varios de estos requisitos:

	Sector	Market Cap.	Ev/EBITDA 12 meses	P/VL 12 meses	P/E 12 meses	FCF Yield	DN/Ebitda 12 meses
Umicore S.A.	Químicas	3.496 €	7,9x	2,1x	12,8x	4,2%	0,4x
Aceergy S.A.	Energía	19.729 NOK	6,1x	2,3x	14,7x	-0,1%	-0,3x
Teehnip S.A.	Energía	5.789 €	5,3x	1,9x	13,7x	3,9%	-1,8x
Aixtron AG	Tecnología	2.077 €	5,8x	3,0x	11,2x	7,1%	-1,5x
Stada Arzneimittel AG	Farma	1.437 €	7,3x	1,4x	11,3x	6,5%	2,7x
NH Hoteles S.A.	C. Cíelco	736 €	11,0x	0,6x		8,9%	6,3x
Shire PLC	Farma	£8.157	9,8x	4,0x	15,1x	6,0%	-0,2x
Etablissements Maurel & Prom	Energía	1.085 €	7,0x	1,0x	13,5x	-3,7%	1,0x
Burberry Group PLC	C. Cíelco	£3.805	10,7x	5,1x	19,8x	2,6%	-0,7x

En el **sector farmacéutico** la selección de compañías se convierte más en un “arte”, dónde las **valoraciones pierden peso** dejando el protagonismo a otros factores más importantes como es el *pipeline* de patentes.

Nuestra recomendación es la de incorporar a la cartera el ETF Ishares Nasdaq Biotech, teniendo así presencia en todo el sector.

Existe otro factor a tener en cuenta como son los genéricos, dónde podemos estar presente a través de:

Stada, es el tercer *player* en Alemania de genéricos y quinto a nivel mundial por lo que estamos presentes en el mercado de genéricos y además en una empresa que es un posible “objetivo”. El 71% de su negocio proviene de genéricos. Como se puede ver más abajo las valoraciones actuales son atractivas y con estabilidad en los márgenes:





El presente informe de análisis ha sido preparado por Banco Inversis, S.A., y se facilita sólo a efectos informativos. Todas las opiniones y estimaciones que figuran en el presente informe constituyen la opinión técnica personal del analista en la fecha de su emisión, y pueden ser modificadas sin previo aviso. El acierto por el analista en recomendaciones pasadas no garantiza el éxito de las futuras. Bajo ninguna circunstancia deberá entenderse que el presente informe constituye una oferta de compra, venta, suscripción o negociación de valores o de otros instrumentos. Cualquier decisión de compra o venta por parte del receptor sobre valores emitidos por la/s Compañía/s objeto de este informe de análisis, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto correspondiente a dichos valores registrado en la CNMV –disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras de los citados valores–. El inversor que acceda al presente documento deberá tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros. Banco Inversis, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de la información ofrecida en este informe. La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Banco Inversis, S.A., así como sus consejeros, directores o empleados, pueden (i) tener una relación comercial relevante con la Compañía a la que se refiere el presente documento; (ii) tener una posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por la Compañía; (iii) negociar con dichos valores o instrumentos por cuenta propia o ajena, incluso actuando como creador de mercado de los mismos u otorgando liquidez; (iv) disponer de derechos de cualquier tipo para la adquisición de valores emitidos por la Compañía analizada o vinculados directa y fundamentalmente a estos últimos; (v) proporcionar servicios de asesoramiento o servicios análogos dentro de su objeto social al emisor de los valores o instrumentos; (vi) tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los valores, ya sea con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe. Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco Inversis, S.A..