



A K E R T O N P A R T N E R S

Informe de perspectivas económicas 2019

Estudio de tendencias en M&A en España



9 de mayo 2019

Situación macroeconómica en España 2019. Resumen ejecutivo

La economía española se encuentra en una **fase de desaceleración** producida por una **mala coyuntura económica internacional y un agotamiento del consumo debido al alto nivel endeudamiento**, tanto de familias como de empresas.

A nivel global tiene efecto la **guerra comercial entre China y Estados Unidos**, así como la desaceleración económica de ambas economías, la entrada en recesión de Italia, el estancamiento de Alemania y la incertidumbre sobre el desenlace del Brexit.

- La deuda pública representa el principal problema de España. Ha pasado de **439.771 millones de euros (39,5% sobre el PIB) en 2008 hasta 1.173.988 millones de euros (97,2% del PIB) en 2018**.
La velocidad del incremento de la deuda ha provocado que España haya **frenado la mayor parte de su ciclo expansivo** sin conseguir reducir su endeudamiento (deuda/PIB).
- El mercado de trabajo ya **da síntomas de agotamiento**. En 2018 **el número de parados se redujo en un 6,17%**, mientras que en 2017 lo hizo en un 7,84%. España aún mantiene 3,2 millones de desempleados y el empleo creado es de menor "calidad"¹, temporal y no se ha llegado al nivel salarial precrisis. El **Salario Mínimo Interprofesional (SMI)** ha subido, + 22,3%. Se trata de una medida contra la precariedad laboral, pero causará una **disminución de la competitividad**.
- El **precio del petróleo** se incrementó desde 53\$/barril de media en 2015 hasta 71\$/barril en 2018 lo que se traduce en una **menor renta disponible de las familias y empresas** para el consumo además de **reducir la capacidad exportadora del país**. Sin embargo, se espera una bajada de los precios en 2019.
- En cuanto a la **política monetaria**, aunque el BCE ha retrasado la necesaria subida de tipos de interés, se espera un aumento del mismo para los próximos años (Mario Dragui finaliza su mandato en octubre).

Ante esta situación, **el Banco de España estima un crecimiento del PIB del 2,2% en 2019, 1,9% en 2020 y 1,7% en 2021** confirmando de este modo la desaceleración de la economía española y una mayor debilidad fiscal ante una potencial recesión por la alta deuda pública.

¹ La OCDE define la calidad del empleo teniendo en cuenta tres variables; según los ingresos percibidos por los trabajadores, según la seguridad en el empleo y el tercero, el entorno (ambiente) en el que se desarrolla el trabajo.

Situación Macroeconómica en España 2019

1. Desaceleración económica y necesidad de reformas estructurales.

Actualmente la fase de expansión se ha acabado y nos encontramos ante un panorama de desaceleración que vendrá seguida de una reversión de la tendencia alcista.

En 2015 España tocó techo con un alza en el PIB del 3,4% y, desde entonces, la cifra ha caído año a año. 2017 ha sido el último año con un crecimiento del PIB superior al 3%. Para 2019 las previsiones son entre 2,2 al 2,6%.

Tabla 1: Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras.

Tasas de variación anual, salvo indicaciones en contrario.

	2018	2019 - E	2020 - E	2021 - E
Entorno Internacional				
Producto Mundial	3,5%	3,3%	3,4%	3,3%
Mercados de exportación de España	3,1%	2,7%	3,6%	3,3%
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	71,1	64,9	64,4	62,8
Condiciones monetarias y financieras				
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,18	1,14	1,14	1,14
Tipos de interés a corto plazo (euribor a tres meses)	-0,3%	-0,3%	-0,2%	0,0%
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	1,4%	1,3%	1,5%	1,8%

Fuente: Banco Central Europeo y Banco de España.

Notas: Fecha de cierre de elaboración de presupuestos: 7 de marzo de 2019. Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.

La ralentización económica no se debe exclusivamente a un componente cíclico sino también a factores externos comunes a toda la Unión Europea;

-Evolución de los precios del petróleo: la moderación del precio del petróleo supondría una mayor renta disponible para los hogares y una mejora en la capacidad exportadora del país. Según el BdE se espera dicha moderación en el futuro.

-Guerra comercial: las exportaciones bajarán en 2019 debido en parte a la guerra comercial entre China y Estados Unidos. Alemania sería el país más perjudicado por la capacidad exportadora de EE.UU., pero España se verá también afectada.

-Y otros motivos como la incertidumbre ante el **Brexit** o la **indisciplina presupuestaria de Italia**.

2. Principales magnitudes de la economía española.

- El **dinamismo de la actividad económica se moderará** a lo largo de los próximos años. En 2019, la desaceleración refleja el empeoramiento del contexto exterior, donde bajan las exportaciones desde 2018 y se debilita la demanda privada (en particular, la inversión empresarial).
- Aunque la **política monetaria** seguirá presentando un **carácter expansivo**, los efectos sobre el crecimiento de las medidas puestas en marcha en los últimos años se irán atenuando.
- Las **medidas fiscales** de carácter expansivo aprobadas desde mediados del año pasado apoyarán el crecimiento principalmente en el corto plazo.
- La proyección mantiene la situación actual de niveles relativamente elevados de incertidumbre y la **reducida capacidad de ahorro de los hogares** que bajará el gasto. Todo esto provocará un menor dinamismo en el consumo.

- En el ámbito de la **inflación**, debido a la fase expansiva de la economía, dará una brecha de producción positiva y, por tanto, a un repunte de la inflación subyacente, medida a través del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC).
- Los **tipos de interés** en el mercado interbancario y la rentabilidad de la deuda pública no se espera que suban en el corto y medio plazo.
- En el ámbito de la **política presupuestaria**, los cambios son escasos. El 1 de enero se prorrogaron a 2019 los Presupuestos Generales del Estado (PGE) de 2018, modificados con varios reales decretos (subida de las bases de cotización, aumento del Salario Mínimo Interprofesional (SMI), aumento de los salarios públicos o la actualización de las pensiones). Debido a la importancia de este aspecto en cuanto a la estabilidad financiera del país, se detalla a continuación la situación fruto de las políticas presupuestarias en España.
- El mercado de trabajo ya **da síntomas de agotamiento**. En 2018 **el número de parados se redujo en un 6,17%**, mientras que en 2017 lo hizo en un 7,84%. España aún mantiene todavía 3,2 millones de desempleados. La reducción prosigue a ritmo sostenido pero cada vez con menor fuerza.
En cuanto a los costes por trabajador, el Ejecutivo subió el SMI a 900 euros, lo que supone un alza del 22,3%. Se trata de una medida contra la precariedad laboral, pero, según expertos, causará una disminución de la competitividad.

Tabla 2: Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española.

	2018	2019 - E	2020 - E	2021 - E
PIB	2,5%	2,2%	1,9%	1,7%
Consumo privado	2,4%	2,0%	1,7%	1,4%
Consumo público	2,3%	1,8%	1,3%	1,2%
Formación bruta de capital fijo	5,2%	3,9%	3,8%	2,7%
Inversión en equipo, intangibles y resto	4,9%	3,2%	3,3%	2,1%
Inversión en construcción	5,5%	4,6%	4,3%	3,2%
Exportación de bienes y servicios	2,2%	3,3%	4,0%	3,8%
Importación de bienes y servicios	3,6%	3,6%	4,6%	3,9%
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9%	2,3%	2,0%	1,7%
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,4%	-0,1%	-0,1%	0,0%
PIB nominal	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%
Tasa de desempleo	14,5%	14,1%	12,9%	12,2%

Fuente: Banco de España. Estimaciones a marzo 2019.

a. La deuda pública y el déficit en España.

La deuda resultó en un 97,2% del PIB en 2018 (1.173.988 millones de euros). El Estado aumentó su deuda en unos 3.720 millones de euros, las autonomías la redujeron en 221 millones, las corporaciones locales en 381 millones y la Seguridad Social la mantuvo. La deuda de las administraciones públicas creció en 1.564 millones.

La mayor parte de la deuda del Estado se concentra en valores a largo plazo, con 947.014 millones de euros, el 80,9% del total.

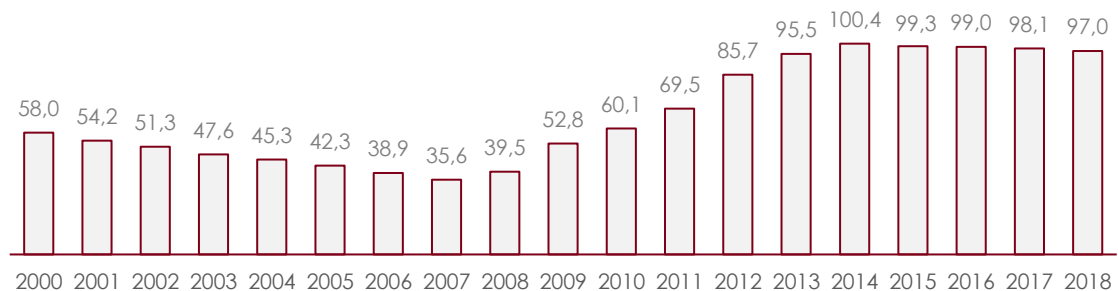
España tiene una posición de mucha debilidad en caso de que el BCE suba los tipos de interés, aunque actualmente se sigue una política monetaria expansiva. En general, la recuperación de la economía española se ha incentivado gracias al programa de compras del BCE. Dichas compras han sumado 260.000 de deuda (en bonos españoles) y queda

únicamente la reinversión de la deuda vencida que llegará en 2019 a 200.000 millones para toda la Eurozona.

En una situación de incertidumbre internacional, se invertiría en activos de bajo riesgo (bono alemán), lo que a su vez llevaría a hacer ajustes en el gasto público. Teniendo una deuda y déficit altos, España es un país poco solvente, lo que genera dudas sobre la sostenibilidad de la estructura actual de deuda.

Si miramos la evolución de la deuda pública, en 2008 fue de 439.771 millones de euros y en porcentaje del PIB sólo suponía un 39,5%.

Gráfico 2: Deuda Pública en porcentaje sobre el PIB.



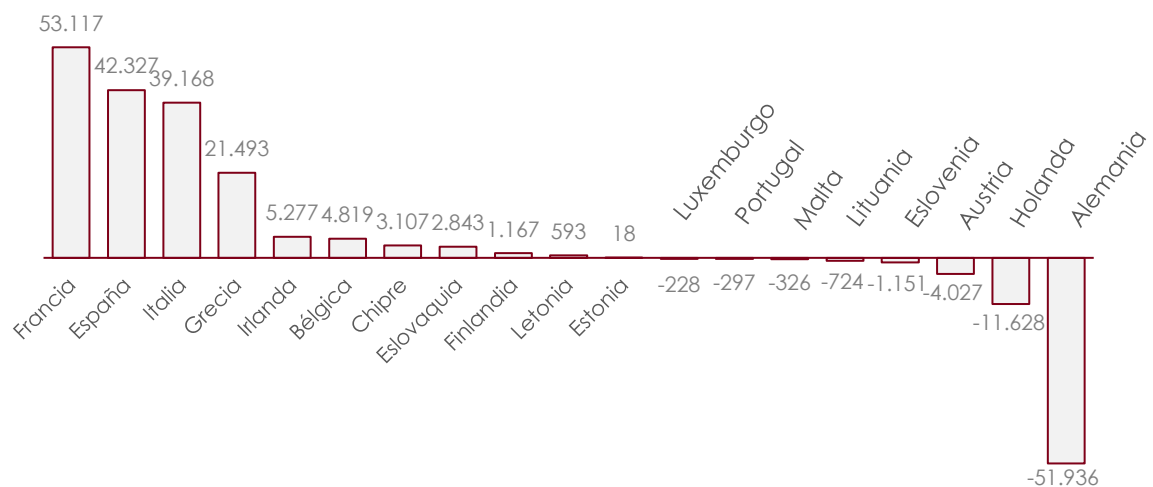
Fuente: Banco de España.

Bruselas ha alertado sobre los Presupuestos Generales del Estado ya que no los considera creíbles. Las previsiones del Gobierno son un déficit de 1,8% en 2019 (frente al 1,3% pactado con la Comisión Europea).

Situación de la deuda pública frente a Europa. Los datos de Eurostat muestran que el Gobierno español no está reduciendo **el déficit estructural**. Entre el tercer trimestre de 2017 y el de 2018, España elevó su deuda pública en **42.327 millones** de euros, siendo este el segundo peor dato de toda la eurozona, solo por detrás de Francia.

Gráfico 3: Evolución de la deuda pública en la Eurozona desde 3Q 2017 hasta 3Q 2018.

(datos en millones de euros)

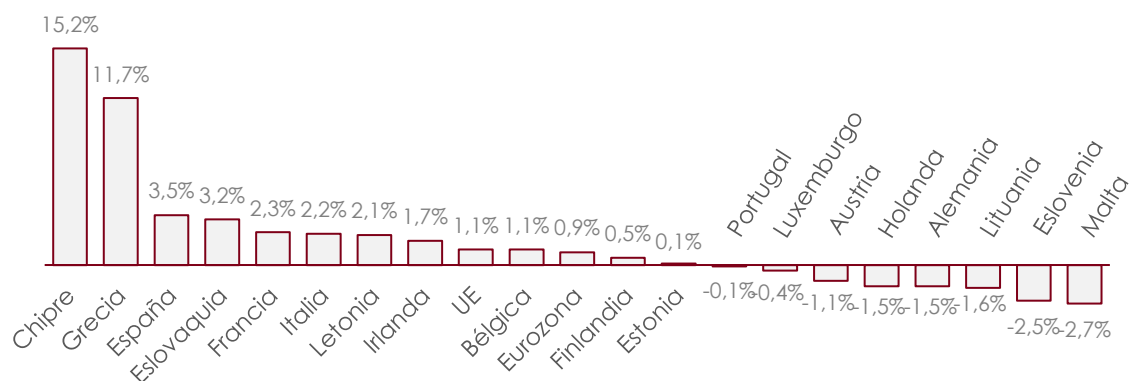


Fuente: Eurostat.

La velocidad del incremento de la deuda ha provocado que España haya **agotado la mayor parte de su ciclo expansivo** sin conseguir reducir su endeudamiento (deuda/PIB). Si se miden los datos como porcentaje del PIB (para ajustar los datos al tamaño del país), España se sitúa con un 3,5% del PIB, **solo por detrás de Grecia y Chipre**.

Gráfico 4: Deuda pública/PIB en la Eurozona desde 3Q 2017 hasta 3Q 2018.

(datos en porcentaje)



Fuente: Eurostat.

En este periodo, la deuda del conjunto del euro aumentó un 0,9% del PIB, esto es, **cuatro veces menos que en España**. Países como Alemania han recortado 51.900 millones de su deuda en el último año.

Francia aumentó su deuda el equivalente al 2,3% de su PIB e Italia un 2,2%, un punto menos que España.

El crecimiento extraordinariamente alto de España (incrementos de PIB de casi un 4% anual) en los últimos años ha amortiguado el problema de la deuda. Las tasas de crecimiento pasadas no se podrán mantener en el futuro. El ajuste que venía por el denominador, no se mantendrá en el futuro según las previsiones del FMI y del Banco de España anteriormente expuestos.

Tendencias M&A 2018. Resumen ejecutivo

El volumen de inversión en operaciones de M&A a nivel global **ha alcanzado 4,1 billones de dólares en 2018, un 11% más que en 2017**. Los retos de la **disrupción industrial y la ralentización del crecimiento a nivel global**, unidos a los niveles existentes de consolidación en muchos sectores, ha llevado a que 2018 haya sido un año donde **ha habido más deals de ampliación de modelo de negocio/búsqueda de otras líneas** de crecimiento (*scope deals*) más que de aumentar cuota de mercado/escala (*scale deals*). Mientras que en 2015 los *scope deals* representaban un 41% de las operaciones de M&A, en 2018 representan un 51% del total.

- Este giro en el **tipo de operaciones** en respuesta a la **disrupción tecnológica** representa **el cambio más grande en las operaciones de M&A de la última década** y acarrea tremendas implicaciones para las compañías.
- Históricamente, con los *deals* de escala no hacía falta un rediseño del modelo de negocio debido a que la adquisición era entre dos empresas similares para ganar cuota de mercado, tamaño, etc. **Actualmente las integraciones de empresas presentan una mayor complejidad** debido a que la *target* tiene un modelo de negocio disruptivo y la integración además de ser más compleja, presenta una oportunidad para hacer cambios organizacionales.
- **Las empresas buscan targets que aporten algo complementario a su modelo operativo.**
- El número de operaciones de **M&A generadas por fondos de capital riesgo, ha mantenido una tendencia creciente en la última década** (llegando a 1.200 operaciones en 2018 a nivel global).
- Los sponsors financieros han comenzado a actuar como inversores estratégicos y resultan una alternativa cada vez más frecuente, por ejemplo, a la hora de **obtener liquidez al desinvertir en activos no estratégicos.**
- En cuanto a la **actividad de M&A en España en 2018 el número de operaciones creció casi un 7%** (1.393 frente a 1.302 en 2017). Sin embargo, **el volumen de inversión aumentó casi un 40%** en relación con el año anterior (113.000 millones de euros en 2018 frente a 81.000 millones de euros en 2017, (datos de Thomson Reuters).
- Los motivos para las operaciones son;
 - **El 63% de las operaciones han sido adquisiciones** para consolidar cuota de mercado o por motivos de expansión geográfica, etc.
 - **El 22% de las operaciones han sido Joint Ventures** para acceder a nuevos clientes o mercados.
 - **Un 15% de las operaciones de M&A se realizaron en 2018 para vender activos non-core**, por parte, sobre todo de energéticas, telecomos y constructoras.Otro motivo para una desinversión en el momento actual es **capitalizar los valores actuales de mercado** junto con la **obtención de liquidez.**

Tendencias en valoración de empresas y M&A en 2018.

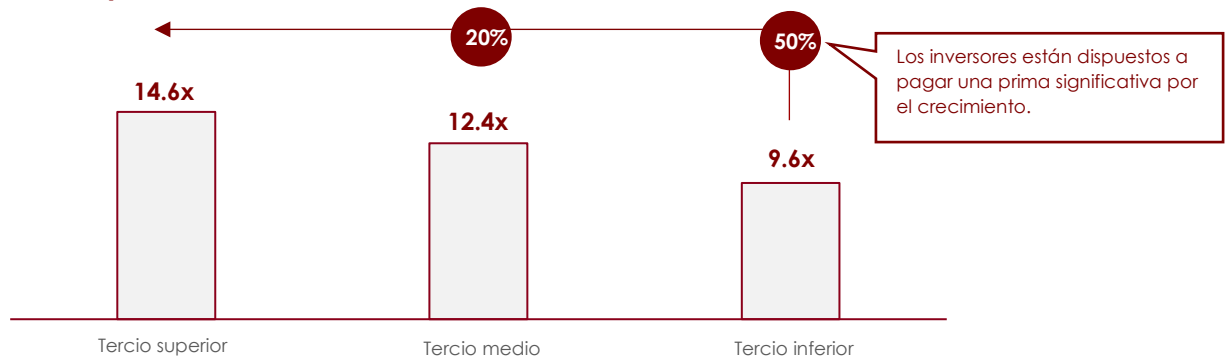
1) Retorno a los accionistas vía dividendos o reinversión para futuro crecimiento.

En las decisiones de "capital allocation" el precio y el valor siempre son considerados. En muchos casos el valor intrínseco de la firma es tan alto que excede el valor a precios de mercado y las recompras de acciones cobran sentido.

Para ver el retorno total para el accionista (*Total Shareholder Return -TSR-*), hay que analizar estos tres parámetros:

- 1) Para periodos mayores a los 5-7 años, el mayor TSR viene de inversiones constantes en la parte operativa del negocio, no de ingeniería financiera.
- 2) Para compañías que crecen más rápido que sus competidoras, generalmente si cotizan a una prima 20-50% sobre sus comparables. En estos casos las operaciones de M&A bien estructuradas tienen mucho recorrido para crear valor.
- 3) El mercado invierte en crecimiento, y no importa si este crecimiento viene de forma orgánica o con adquisiciones bien ejecutadas, como se muestra en el gráfico siguiente.

Gráfico 1. Media de EV/EBITDA vs. Crecimiento esperado. S&P 500 (excluyendo servicios financieros)



Nota: n=300 compañías excluyendo servicios financieros. EV/EBITDA con un múltiplo forward a 2019. Las compañías han sido agrupadas según el crecimiento histórico de 2016-2020E.
Fuente: Capital IQ y Bain Company.

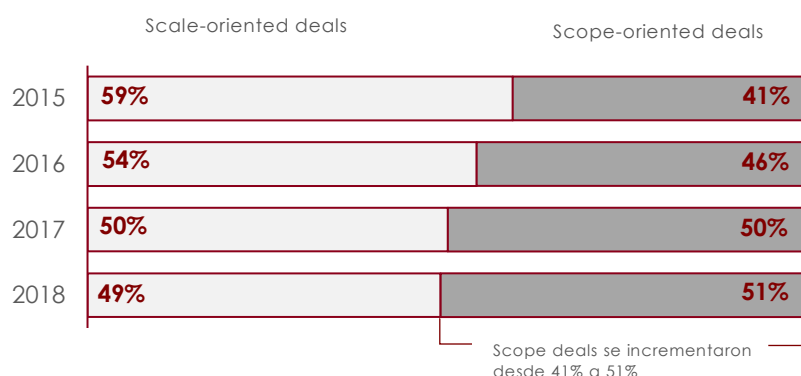
2) Cambio en el motivo de las operaciones de M&A.

Los retos de la disrupción industrial y la ralentización del crecimiento a nivel global, unidos a los niveles existentes de consolidación en todos los sectores y a la nueva intervención estatal, ha llevado a que 2018 haya sido un año donde ha habido más *deals* de ampliación de modelo de negocio/búsqueda de otras líneas de crecimiento más que de ganar escala. Este tipo de operaciones tiene dos posibles motivaciones: innovación en el producto o servicio, generalmente aportando a la digitalización de los mismos; y con adquisiciones en otros sectores para redefinir modelos de negocio.

Estos "**scope deals**" se han dado en diferentes industrias, pero tienen una característica común; no son *deals* tradicionales para ganar masa crítica generando poder de mercado y sinergias o "**scale deals**" sino que son *deals* para entrar en mercados de rápido crecimiento o nuevas geografías o para adquirir capacidades o conocimientos que potencien ventas futuras.

Este giro en el **tipo de operaciones** en respuesta a la **disrupción tecnológica** representa **el cambio más grande en las operaciones de M&A de la última década** y acarrea tremendas implicaciones para las compañías.

Gráfico 2. Crecimiento de los “scope deals” en los últimos tres años a nivel global.

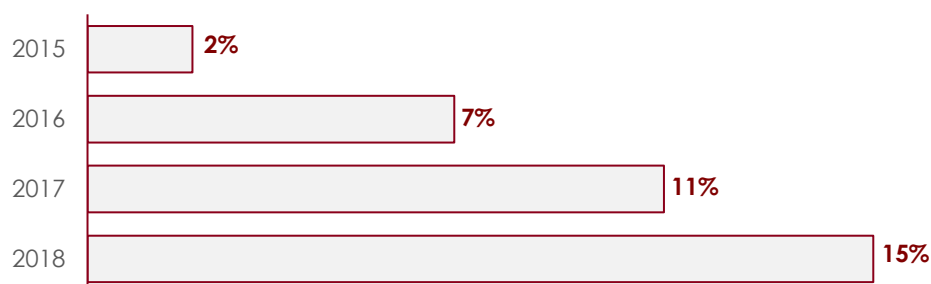


Nota: n=250 deals estratégicos (200 mayores por valor empresarial en 2018 hasta septiembre) identificados excluyendo las compras de activos o propiedades o inversiones financieras. Estudiando el racional de la operación en el anuncio público.

Fuente: Bain M&A base de datos (2018).

Gráfico 3. Evolución de las operaciones de M&A para adquirir nuevas capacidades desde 2015.

(Datos en porcentaje del total de operaciones consideradas como estratégicas)



Nota: n=250 deals estratégicos (200 mayores por valor empresarial en 2018 hasta septiembre) identificados excluyendo las compras de activos o propiedades o inversiones financieras. Estudiando el racional de la operación en el anuncio público.

Fuente: Bain M&A base de datos (2018).

3) Los sponsors financieros están actuando como inversores estratégicos.

Los sponsors financieros, entre los que se encuentran los fondos de capital riesgo, han comenzado a actuar como inversores estratégicos.

Pese a ello, los inversores estratégicos continúan representando un 83% del total de operaciones de M&A en 2018 (Bain & Company).

Los players industriales han tenido en cuenta a **los fondos de capital riesgo** en 2018 y esta tendencia continuará en 2019, **por ejemplo, a la hora de obtener liquidez al desinvertir activos no estratégicos.**

El número de operaciones de M&A generada por fondos de capital riesgo ha tenido una tendencia creciente en la última década llegando a 1.200 operaciones en 2018.

3.1 Deals para crear escala. Nuevo enfoque de las operaciones de fondos de inversión.

Los fondos de capital riesgo no consiguen encontrar todas las inversiones necesarias acorde con el nivel de capital que tienen para invertir. Debido a la búsqueda de

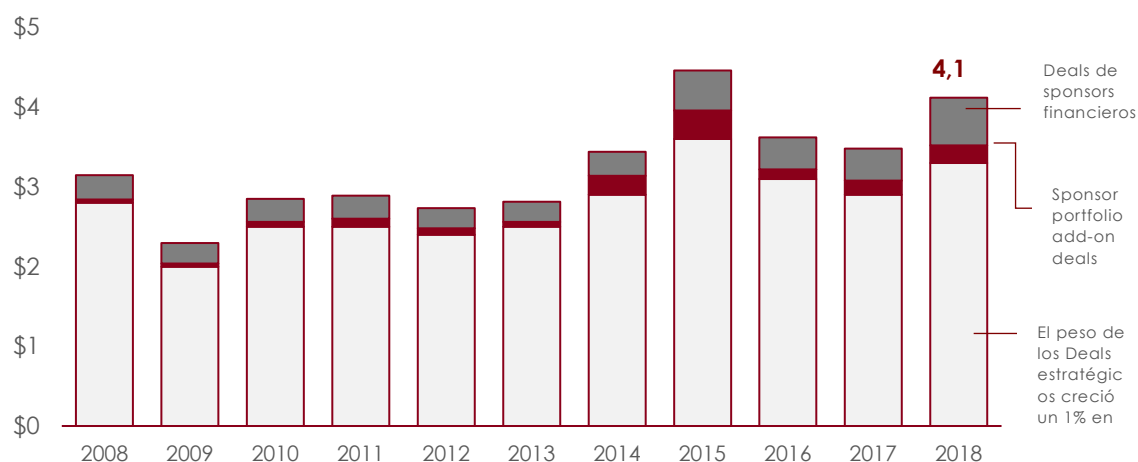
buenas inversiones, **estos actores están utilizando otros enfoques** como mantener inversiones durante más tiempo y **actuar como agentes consolidadores** de sectores típicamente fragmentados.

Esto ayuda a **crear un player relevante en un sector determinado** -creando prima por tamaño- por la fusión de compañías pequeñas a menores múltiplos. En este tipo de transacciones se respalda la creación de valor futuro con un precio bajo “*up-front*” de las compañías objeto de “*buy and build*”.

Independientemente de la participación en los *deals* de los sponsors financieros, la gran mayoría de operaciones de M&A las siguen liderando los inversores industriales.

Gráfico 4. Valor global de las operaciones de M&A, 2008-2018. (billones de dólares)

(Indicando el peso de los fondos de capital riesgo)



Nota: Valor empresarial añadido al año en el que la operación corporativa se anuncia, por lo que se incluyen deals donde el proceso de consolidación está pendiente incluyendo compañías que cotizan y compañías que no cotizan en bolsa e incluyendo cualquier operación corporativa hecha por un sponsor financiero (LBO, financiación, etc. sólo excluyendo recompra de acciones o autocartera).

Fuente: Bain M&A base de datos (2018). Dealogic.

Las **empresas con un tamaño relevante son escasas** y el proceso de compra es actualmente muy competitivo, lo que se traduce en que los **múltiplos pagados son altos**.

El hecho de entender las reglas del juego de cada industria (lo que incluye a los fondos de capital riesgo y la creación de listas de potenciales compras para constituir economías de escala y masa crítica), constituye un punto clave para la creación de valor en el contexto actual.

3.2 Los fondos de capital riesgo son una fuente de liquidez para la desinversión de activos no estratégicos de grandes compañías.

Los sponsors financieros están siendo una fuente de liquidez para la venta de activos no estratégicos de compañías que podrían tener menos encaje con inversores industriales.

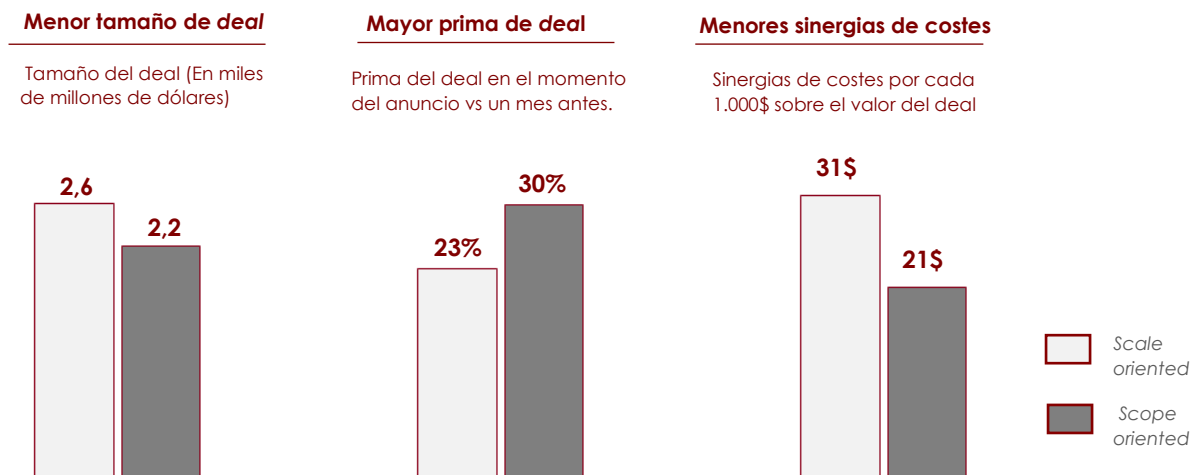
4) Los “scope deals” tienen menor valor empresarial, con mayores primas y menos sinergias.

El estudio de las operaciones que aportan algo complementario a una empresa significa un estudio del modelo de negocio de la *target*, del sector y de la capacidad del equipo

directivo. Además de ello, requieren un estudio a más largo plazo sobre la complementariedad o el impulso que podría suponer para las ventas y el valor futuro que esto supondría.

Las sinergias típicas en ventas incluyen la venta cruzada de productos, desarrollo conjunto de productos, mayor cobertura en *go-to-market*, optimización de canales de venta existentes o apertura de nuevos canales.

Gráfico 5. Tamaño, primas y sinergias de costes de los deals en 2018 a nivel global.



Nota: Basado en el análisis de 250 compras estratégicas (las 200 mayores en 2018 hasta octubre). El análisis excluye la venta de activos no estratégicos o activos de bienes raíces, inversiones financieras, adquisiciones por parte de Estados o compra de minoritarios.
Fuente: Bain Company M&A Database. 2018.

5) Las operaciones de M&A actualmente requieren una mayor transformación de los modelos de negocio tradicionales para hacer aflorar el valor de las compras.

Históricamente con los *deals* de escala no hacía falta un rediseño del modelo de negocio debido a que la adquisición era entre dos empresas similares para ganar cuota de mercado, tamaño, etc. Actualmente las **integraciones de empresas presentan una mayor complejidad** debido a que la *target* en muchos casos tiene un modelo de negocio disruptivo. En estos casos, la integración presenta una oportunidad para hacer **cambios organizacionales**.

Gráfico 6. Tamaño de las operaciones de M&A vs. complementariedad con el modelo de negocio



Fuente: Bain M&A 2018 analysis.

Tendencias en fusiones y adquisiciones en España.

En España, nos encontramos a niveles precrisis en cuanto a número de operaciones de M&A, siendo el importe de las mismas mucho menor en 2017. En cambio, en 2018, el tamaño de las operaciones de M&A se ha incrementado en media.

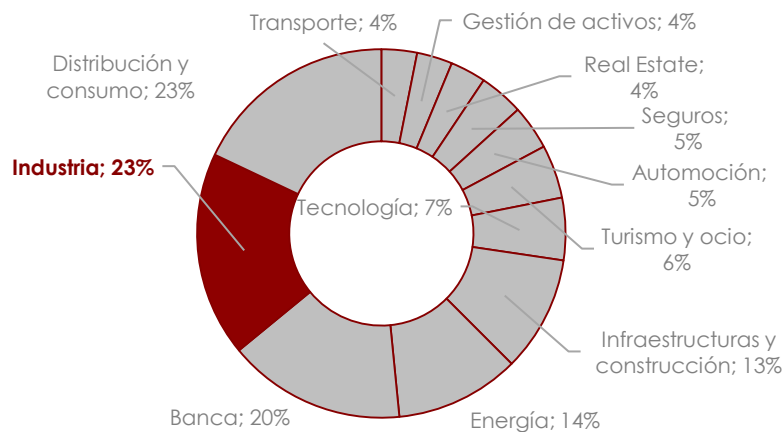
Las operaciones en *low-mid market* están en auge, ya que los múltiplos permiten la creación de valor. El sector industrial junto con distribución y consumo es donde más operaciones de M&A se han realizado en 2018 y esta tendencia continuará en 2019.

Tabla 1. Volumen de inversión en España.

Año	Número de operaciones	Volumen de inversión (millones de euros)
2000	1.202	106.420
2001	978	43.912
2002	859	35.258
2003	1.039	29.486
2004	754	47.853
2005	770	89.783
2006	1.199	149.108
2007	1.377	165.699
2008	1.625	83.487
2009	1.034	38.588
2010	1.247	85.781
2011	1.316	58.621
2012	1.081	98.417
2013	957	50.842
2014	1.179	65.676
2015	1.204	51.599
2016	1.212	49.229
2017	1.302	80.688
2018	1.393	112.963
Total	21.728	1.443.410

Fuente: Thomsons Reuters.

Gráfico 2. Sectores más activos en M&A en España.

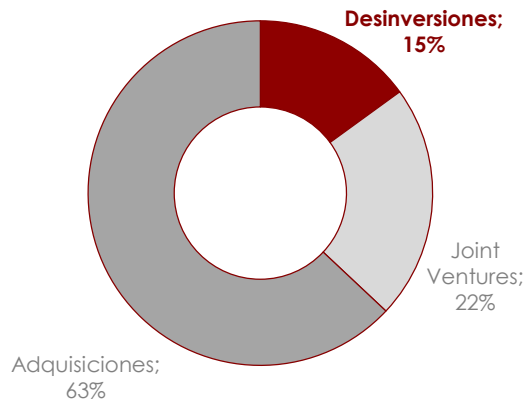


Fuente: KPMG. Consolidación de las fusiones y adquisiciones en España en 2018.

Motivos para las operaciones de M&A

Un 15% de las operaciones de M&A se realizaron en 2018 para vender activos *non-core*, por parte, sobre todo de energéticas, telecos y constructoras. Otro motivo para una desinversión en el momento actual es capitalizar los valores actuales de mercado junto con la obtención de liquidez.

Gráfico 3. Motivos para las operaciones de M&A en España.



Fuente: KPMG 2018.

El 63% son **adquisiciones**:

- Para consolidar cuota de mercado
- Seguidas por motivos de expansión geográfica
- Y por último para aprovechar una buena oportunidad en cuanto a precio

El 22% son **Joint Ventures**:

- 7 de cada 10 empresas utilizan esta fórmula para acceder a nuevos clientes o mercados

15% son **desinversiones**:

- De los cuales el 83% es para vender activos no estratégicos