

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, quiero hacer un agradecimiento a mi tutora, la profesora Belén Díaz Díaz, por la buena disposición con la que me recibió y contestó a todas mis dudas en todo momento. Gracias sus sugerencias, comentarios y ayudas, me hizo mucho más fácil el desarrollo y la elaboración de este trabajo.

A su vez, quiero agradecer a mi familia el darme la oportunidad de realizar estos estudios, y a mis amigos, compañeros y todas aquellas personas que me rodean y me han animado, ayudado y dado todo su apoyo en todo momento.

ÍNDICE

1. Resumen en español e inglés del trabajo.....	pág. 3
2. Introducción.....	pág. 4
3. Adquisiciones.....	pág. 5
3.1 Motivos para realizar una adquisición.....	pág. 5
3.2 Causas de éxito o fracaso en las adquisiciones.....	pág. 7
3.2.1 Factores que contribuyen al éxito.....	pág. 7
3.2.2 Factores que contribuyen al fracaso.....	pág. 9
3.3 Evolución de las adquisiciones.....	pág. 10
3.3.1 Evolución de las adquisiciones en el mundo.....	pág. 10
3.3.2 Evolución de las adquisiciones en España.....	pág. 12
4. Caso Real: XPO Logistics adquiere ND Gerposa.....	pág. 14
4.1 Norbert Dentressangle Gerposa.....	pág. 14
4.2 XPO Logistics.....	pág. 17
4.3 XPO Logistics compra Norbert Dentressangle Gerposa.....	pág. 18
4.4 Valoración de la operación.....	pág. 20
4.5 Expectativas de futuro.....	pág. 22
4.6 Caso práctico.....	pág. 22
5. Conclusiones.....	pág. 27
Bibliografía.....	pág. 28

ÍNDICE DE GRÁFICOS

1. Gráfico 1: Volumen mundial de adquisiciones.....	pág. 11
2. Gráfico 2. Perspectivas sobre la actividad inversora en 2015 en España.....	pág. 12
3. Gráfico 3: Evolución de la empresa Norbert Dentressangle Gerposa.....	pág. 15
4. Gráfico 4: Mapa de los países con centros de trabajo de XPO Logistics.....	pág. 20

ÍNDICE DE TABLAS

1. Tabla 1: Datos empresa Norbert Dentressangle Gerposa a 31/Diciembre/2014.....	pág. 16
2. Tabla 2: Datos empresa XPO Logistics a 31/Diciembre/2014.....	pág. 17
3. Tabla 3: Comparación de datos de las dos empresas y las expectativas tras la adquisición.....	pág. 21
4. Tabla 4: Free Cash Flow Diciembre 2014.....	pág. 23
5. Tabla 5: Free Cash FLOW Diciembre 2014 con hipótesis de inversión.....	pág. 23
6. Tabla 6: FCF esperado para finales del año 2015.....	pág. 23
7. Tabla 7: Ke datos mercado.....	pág. 24
8. Tabla 8: Ke según Market Risk.....	pág. 24
9. Tabla 9: Ke según la inversa del PER.....	pág. 24
10. Tabla 10: Coste de la deuda.....	pág. 24
11. Tabla 11: Precio acciones en escenario pesimista.....	pág. 25
12. Tabla 12: Precio acciones en escenario moderado.....	pág. 25
13. Tabla 13: Precio acciones en escenario optimista.....	pág. 25

1. RESUMEN

Este trabajo se centra en el análisis de las adquisiciones de empresas, ya que es un tema de especial importancia en las finanzas corporativas, y de la sociedad en general ya que todo el mundo se ve afectado de forma directa o indirecta.

En el mundo empresarial siempre ha habido adquisiciones de empresas, con el fin de aumentar tanto en tamaño, como en cuota de mercado y sobre todo los beneficios. Con la situación económica actual, muchas empresas trataron de aprovecharse de la situación y consideraron que era un buen momento para realizar adquisiciones, pero no todas ellas han tenido éxito, ya que en su intento de crecer, muchas han fracasado.

Este trabajo, tiene como objetivo poder estudiar las adquisiciones de empresas analizando el caso de una adquisición real.

La primera parte del trabajo, es un estudio del concepto de adquisición de empresas, por qué se producen, y los motivos que llevan a un empresario a adquirir una empresa.

La segunda parte corresponde al análisis de una adquisición real realizada recientemente. En esta parte, podremos ver la situación de cada empresa por separado, así como un análisis de la adquisición realizada y los motivos que llevaron a que se produjese. Finalmente, se puede ver si la adquisición fue una buena operación o no, así como unas expectativas de futuro para la empresa.

ABSTRACT

This paper focuses on analysis of acquisitions, being that it's an issue of particular importance in corporate finance, and in wider society because everyone is affected directly or indirectly.

Business world has always been acquisitions in order to enlarge the company, market share and specially the profits. By the current economic situation, many companies tried to draw on the situation and they considered that it was a good time to make acquisitions, but not all of them have been successful, as they attempt to grow, many of them have failed.

This paper aims to study company acquisitions while analyze a real case of an actual acquisition.

The first part of the paper is a study of the concept of acquiring companies, why they happen and the reasons that the manager has to acquire a company.

The second part it's an analysis of an actual acquisition made recently. In this part, we can see the situation of each company separately, as well as an analysis of the acquisition and the reasons for the operation. Finally, we can see if the acquisition was a good deal or not, as well as expectations of the future of the company.

2. INTRODUCCIÓN

Desde sus orígenes, las empresas han buscado métodos para posicionarse como empresas líderes en el sector y en el mercado, lo que las ha llevado a realizar agrupaciones que además les generasen beneficios económicos. De ahí que surgieran las fusiones y adquisiciones, que además de presentar una notoria relevancia en las finanzas corporativas, afectan también al contexto global de la economía, ya que los volúmenes de las transacciones son de gran envergadura tanto nacionalmente como internacionalmente.

A lo largo de la historia se han registrado millones de adquisiciones, pero con la crisis económica, estas operaciones habían descendido considerablemente. Sin embargo, el mercado de adquisiciones en España, ha tenido un notorio crecimiento, ya que durante el año 2014 registró un aumento del 54%, debido al crecimiento que está experimentando la economía española, así como el proceso de reestructuración de la banca española, el inicio de la recuperación del mercado inmobiliario y el desembolso realizado por inversores extranjeros.

Gracias a ello, España registró en 2014 el mayor número de adquisiciones desde el comienzo de la crisis, superando considerablemente los datos obtenidos en el mismo periodo el año anterior. A su vez, se espera que en 2015 siga creciendo el número de adquisiciones realizadas en España, debido a la liquidez del mercado y el atractivo que presenta el mercado español para los inversores extranjeros.

Este trabajo se abocará, a analizar las adquisiciones, para poder entender la importancia de realizar una correcta adquisición, así como los posibles fallos que puedan surgir en la operación. Además, trataremos de conocer los aspectos tácitos de los procesos de adquisición de empresas, así como la valoración final de la operación. Todo ello, se plasmará finalmente en el análisis de una adquisición real.

El trabajo se desarrollará de la siguiente manera: en primer lugar, se expondrá un marco teórico sobre las adquisiciones. En segundo lugar, me centraré en el análisis de las dos empresas por separado, para poder ver su situación y los motivos que llevaron a que se realizase la adquisición. Finalmente, pese a ser un caso diferente a lo comúnmente conocido, ya que la empresa pequeña es la que ha adquirido a la grande, analizaré los posibles beneficios o pérdidas que se hayan generado con la operación, para poder realizar unas expectativas de futuro para la empresa.

3. ADQUISICIONES

En el momento en que un empresario desea realizar una operación de crecimiento en su empresa, tiene que analizar si desea que sea un crecimiento interno, que le garantice un aumento empresarial, pero a largo plazo; o un crecimiento externo, que le permita aumentar rápidamente el volumen, los activos y las ventas, así como la cuota de mercado. En este último caso, una de las opciones que tiene el empresario para aumentar de tamaño su empresa son las adquisiciones. Las adquisiciones son operaciones financieras en las que la empresa adquirente compra la mayoría de acciones de la empresa objetivo. En estos casos, la empresa objetivo no perderá su personalidad jurídica, sino que únicamente será controlada por la empresa adquirente.

Este no será el único factor a tener en cuenta, ya que dentro de las adquisiciones, podemos encontrar adquisiciones de tipo horizontal, que implica que ambas empresas corresponden al mismo sector industrial e incluso al mismo mercado; y adquisiciones de tipo vertical, que son aquellas en las que la actividad de ambas empresas se complementa.

Estas operaciones suelen ser exitosas, pero el desarrollo y el carácter de la gestión en el proceso para realizar la adquisición son fundamentales para que la operación tenga un resultado positivo y grandes expectativas de futuro.

3.1 MOTIVOS PARA REALIZAR UNA ADQUISICIÓN

Hay una serie de razones por la que los empresarios pueden decidirse a realizar una adquisición, como pueden ser los siguientes (Mascareñas, 2011; Pindado, 2012):

- **Sinergia operativa:** Es el principal objetivo en el caso de las fusiones horizontales, ya que en este caso, el empresario podrá optar entre economías de escala, donde además de aumentar el tamaño, la empresa mejorará su poder adquisitivo, podrá realizar más operaciones diarias y tendrá un mayor poder de negociación, lo que conllevará a una reducción en los costes; y por otra parte, podrá optar por economías de alcance, donde la empresa tendrá un aumento en los ingresos, al compartir ambas empresas el coste de los diferentes productos.
- **Integración vertical:** Son el principal objetivo de las fusiones verticales. En este caso la empresa realiza la adquisición con el fin de controlar su principal factor de producción, así como conseguir la eliminación de los costes contractuales y de transacciones. En este caso, cabe diferenciar entre integración vertical hacia delante, donde se adquiere a una empresa con el fin de tratar de acercarse al consumidor final, e integración vertical hacia atrás, donde con la adquisición, se persigue conseguir un aumento en las reservas de materias primas.
- **Mejoras en la gestión.** En este caso, muchos empresarios opinan que con una reestructuración en el equipo directivo de la empresa, conseguirán un aumento en los beneficios, así como aumentar la cuota de mercado y con ello, tratar de posicionarse dentro de las empresas líderes del sector.

- **Razones fiscales:** Se centran en el deseo del empresario de disminuir el pago de impuestos y la obtención de bonificaciones, así como tratar de compensar las pérdidas obtenidas, adquiriendo una empresa que estuviera en una mejor situación económica.
- **Know-how:** En muchas ocasiones, el objetivo de realizar una adquisición viene dado con el fin de aprovechar el personal cualificado de la empresa, ya que el conocimiento puede no ser revelado ni patentado, y la única manera de conseguir esa información, es transfiriendo a las personas que lo poseen.
- **Empleo de fondos excedentes:** Hay empresas que pese a tener muchos fondos, tienen pocas oportunidades para poder rentabilizarlos dentro de la empresa, por lo que utilizan ese exceso de tesorería para realizar una adquisición con el fin de generar un mayor valor para los accionistas. Esto es una manera de prevenir que alguna empresa pretenda realizar una adquisición hostil contra ellos, con el fin de quedarse con la liquidez y tomar el control de la misma
- **Recursos complementarios:** En este caso podemos ver que muchas empresas adquieren otras, ya que presentan elementos que se pueden complementar entre sí, ya que una puede tener la idea del producto o servicio pero sin embargo le falten los medios para desarrollarlo, y sea la otra empresa, quien sea capaz de aportarlos, mediante lo cual, ambas empresas obtienen un beneficio.
- **Diversificación y reducción del riesgo:** Las empresas pueden acudir a la diversificación mediante conglomerados, es decir, mediante la adquisición de empresas de diferente actividad o sector, con el fin de reducir el riesgo económico. Sin embargo, esta opción no es tan buena para los accionistas, ya que la diversificación conseguida con la adquisición no puede mejorar la diversificación que obtendrían los accionistas para su cartera actuando por sí mismos en el mercado de valores.
- **Sinergia financiera:** Hace referencia a la diversificación no relacionada, ya que las empresas tratan de valerse del mercado de capitales con el fin de reducir el riesgo económico y financiero. En estos casos se realizan adquisiciones debido a que de esta manera, las empresas consiguen un mayor apoyo financiero del resto de empresas, maximización en el ratio de endeudamiento con el menor coste o las facilidades crediticias.
- **Motivaciones de los directivos:** Los directivos en su ambición de poder, tratan de adquirir más empresas con el fin de llegar a ser directores de una gran empresa. A su vez, esto conllevará a un aumento del número de empleados a los que contratar, y por lo tanto, se generaran más ventas. Con todo ello, el directivo tratará de aumentar los beneficios de la empresa y la cuota de mercado, a la vez que trata de posicionarse dentro del grupo de empresas más competitivas y líderes del sector.

3.2 CAUSAS DE ÉXITO O FRACASO EN LAS ADQUISICIONES

Cuando una empresa se plantea realizar una adquisición, es porque espera obtener algún tipo de beneficio con esta operación, ya que el objetivo central de una adquisición se basa en que a través de esta unión poder alcanzar un mayor valor conjunto del que obtendría cada empresa por separado.

En la actualidad 2/3 de las adquisiciones que se realizan acaban en fracaso, por lo que para realizar este tipo de operaciones, las empresas debería analizar detenidamente la empresa a adquirir.

3.2.1 Factores que contribuyen al éxito

Antes de realizar una operación financiera de este tipo, donde el tomar una mala decisión puede acarrear graves consecuencias, las empresas tienen que analizar todos los factores que afecten a la empresa objetivo, con el fin de tomar una buena decisión que le genere beneficios en el futuro.

Para ello, vamos a ver los atributos que deberían analizar las empresas antes y después de la operación para que los resultados de esta, sean positivos (Mascareñas, 2011).

Antes de la operación:

- **Asegurarse de que la operación se ajusta a los objetivos de la empresa.** La empresa que realiza una adquisición, tiene que valorar cual es el objetivo que pretende conseguir con esta operación, para ver si la empresa a adquirir se adecua a esos objetivos o si debe replantearse la opción de adquirirla. A su vez, dos factores importantes a tener en cuenta, son la financiación de la que dispone y el tiempo que se dedicará a la operación ya que puede no ser rentable.
- **Valoración de las sinergias.** A la hora de valorar las sinergias, en primer lugar la empresa tendrá que analizar el valor actual del endeudamiento con el fin de obtener el valor actual de los fondos propios y ver la situación en que se encuentra la empresa. En segundo lugar, la empresa deberá realizar un reajuste del modelo de valoración para ver cuánto vale la empresa en el mercado, y por cuanto la hemos valorado. Seguido, habrá que realizar un valor de las sinergias, de manera que se considerarán más seguras, aquellas sinergias en las que predomine el ahorro en costes y el ahorro fiscal que las centradas en el aumento de los ingresos por ventas. Por último, habrá que valorar el valor de la adquisición para ver si con todo ello compensa realizar la operación.
- **Generar el equilibrio adecuado entre recursos tangibles y recursos intangibles.** Para realizar una buena adquisición habrá que tener en cuenta factores como el capital organizacional de la empresa a adquirir, ver con que directivos cuenta y de qué manera opera la empresa a adquirir. Además, habrá que contar también con el capital humano, además del capital racional, es decir, la forma en que la empresa trata con proveedores y clientes.
- **Determinar el rango de precios.** La empresa deberá realizar una correcta valoración de la empresa objetivo, y comparar esos resultados con el valor de

mercado, y con otras operaciones en adquisiciones recientes, para evitar pagar un precio inadecuado en la operación. A su vez, la empresa deberá evitar endeudarse demasiado con la operación, ya que en caso de no contar con una amplia liquidez, podría generar problemas financieros a corto plazo.

- **No precipitarse en la negociación.** Una rápida decisión en la adquisición de una empresa, sin haber tenido en cuenta los factores que posibilitan el éxito de la misma, puede conllevar a un fracaso futuro y que se deshaga esta operación llevando consigo una serie de pérdidas que perjudicarán considerablemente tanto a la empresa adquirente, como a la empresa objetivo.
- **Abandonar la operación cuando no se cumplan los requisitos deseados.** En muchas ocasiones, las empresa a adquirir no se ajusta a los objetivos deseados por la empresa adquirente, tratan de vender la empresa a un precio mucho más elevado de lo correspondiente en el mercado, o cambian las condiciones de la venta con el fin de aprovecharse de la empresa adquirente, por lo que ante esas situaciones, la empresa debe descartar la operación.

Después de la operación:

- **Formar una plantilla con los empleados de ambas empresas.** Una vez adquirida una empresa, hay que tener en cuenta a los trabajadores de ambas empresas y organizarles, de manera que los directivos de la empresa adquirente vayan indicando a los de la empresa adquirida el funcionamiento de la empresa, para que todos ellos puedan integrar a los equipos operarios, que son los que llevarán a cabo la integración de la producción de ambas empresas.
- **Eliminación de los recursos obsoletos.** Tras la operación, habrá que valorar los activos de ambas empresas, con el fin de deshacerse de aquellos cuyas funcionalidades se hayan quedado obsoletas, con el fin de aumentar la inversión en activos que generen mayor valor y poder aprovechar todas las oportunidades.
- **Velocidad de la operación.** Las empresas deberán aprovechar todas las oportunidades de mercado, como la creación de nuevos productos o servicios, de manera que se empiecen a generar beneficios de la operación realizada, mostrándose fuertes en el mercado y afianzándose con la nueva adquisición.
- **Determinación del tipo de adquisición.** Para conseguir aprovechar de la forma más eficiente todas las oportunidades que se le presenten, la empresa tendrá que diferenciar entre la adquisición de explotación, que se da cuando la empresa realiza una adquisición con una empresa del sector, con el fin de sus reforzar sus productos y cadenas productivas; y la adquisición de exploración, en cuyo caso la adquisición se realiza con una empresa de distinto sector, que le permita entrar en un nuevo negocio, y consiga introducirse en nuevos mercados geográficos, originando un aumento en la cuota de mercado.
- **Reorganización e integración de la empresa.** La empresa deberá integrar con la mayor rapidez posible al personal de ambas empresas, permitiendo que todas las personas recuperen el puesto y la posición que tenían antes de

producirse la adquisición para evitar posibles desavenencias. Por otra parte, la empresa deberá realizar una reorganización empresarial combinando la búsqueda de las mejores prácticas y oportunidades, que le permitan el buen funcionamiento a la empresa.

- **Valoración regular de la operación.** Una vez finalizada la operación y realizados todos los ajustes pertinentes en la empresa, esta deberá realizar al menos una vez al año una valoración del funcionamiento de la misma, así como del rendimiento y del resultado obtenidos, para comprobar si la adquisición fue una buena operación financiera.

3.2.2 Factores que contribuyen al fracaso

Tal y como hemos podido ver en el apartado anterior, hay una serie de factores que permiten que el resultado de la adquisición sea positivo, pero sin embargo, también podemos encontrar una serie de elementos, que de no tenerlos en cuenta, pueden afectar a la operación y que fracase la adquisición.

- **Ignorar a clientes, proveedores y empleados.** Estos sujetos, parte muy importante dentro de la empresa, ya que constituyen el núcleo operativo, suelen tener desconcierto por lo que podrá ocurrir con su futuro dentro de la compañía una vez que se efectúe la adquisición, por lo que la empresa deberá tranquilizarles a la mayor brevedad.
- **No entender el negocio.** Antes de realizar la adquisición, el director de la empresa adquirente tiene que informarse de la actividad que realiza la empresa objetivo, así como su producción y el sector al que pertenece, ya que de lo contrario, puede que al realizar la adquisición se dé cuenta de que esa empresa no cumple con los objetivos que deseaba, o que no sea capaz de hacerse cargo de la empresa para sacarle el mayor rendimiento posible.
- **Precio inadecuado.** Al igual que en la mayoría de las transacciones económicas, en las adquisiciones, el comprador siempre trata de ofrecer un precio que considera adecuado, pero que en muchos casos no es suficiente, mientras que el vendedor siempre querrá obtener la mayor cantidad posible. De ahí, que lo más adecuado sea realizar un análisis que le permita valorar cuál sería el precio más adecuado y hacer una oferta objetiva sin dejarse influenciar por terceros.
- **La presencia de los altos directivos en la negociación.** En estos casos, podemos encontrar dos situaciones extremas, que pueden perjudicar la negociación. Por una parte, encontramos directivos que pretenden estar constantemente implicados en la negociación, pudiendo tomar decisiones precipitadas y erróneas. Por contraparte, están los directivos que no quieren formar parte de la negociación, en cuyos casos es más complicado llegar a un acuerdo, ya que es necesario que estén presentes en determinados momentos de la negociación.
- **Problemas de integración de la cultura empresarial en la empresa.** Cada empresa tiene una manera de enfocar la gestión empresarial, las oportunidades de mercado, la adaptación a los cambios o los problemas. De ahí, que cada empresa transmita a sus empleados sus propias creencias y

valores, y que por lo tanto, en muchas ocasiones, la cultura empresarial de la empresa adquirente y la empresa objetivo no concuerden y haya discrepancias en su funcionamiento.

- **Infravaloración de las acciones de la empresa adquirida.** En ocasiones, la empresa adquirente no transmite a la empresa adquirida la información tanto externa como interna necesaria para el correcto funcionamiento, y no valora su metodología de trabajo y logros empresariales, lo que termina creando discrepancias entre ambas.

3.3 EVOLUCIÓN DE LAS ADQUISICIONES

A continuación, vamos a realizar un análisis de cómo han evolucionado las adquisiciones tanto en España como en el resto del mundo, y cuál será la perspectiva de la misma en el 2015.

3.3.1. Evolución de las adquisiciones en el mundo

Durante el año 2014, se produjo uno de los mayores crecimientos en los mercados mundiales de adquisiciones tras la crisis financiera, produciéndose un total de 3.282 operaciones, un valor muy superior a las 2.685 operaciones que se registraron en el año 2013. Esto se ha debido a la confianza de los directivos, a la que vez que a la oportunidad de obtener una financiación barata y a los reducidos tipos de interés, que han permitido que las empresas reanudasen estas operaciones financieras.

En este año, se efectuaron 94 operaciones de gran importancia que llegaron a sumar más de 5.000 millones de dólares, lo que supone un incremento del 81% respecto al año 2013. A su vez, las opas hostiles aumentaron un 600%, por lo que todo ello propició a que este tipo de operaciones financieras alcanzaran valores cercanos a los del año 2007.

Los países que tuvieron un mayor crecimiento de adquisiciones en este año, fueron Europa Occidental y Estados Unidos. Entre ellos, cabe destacar que Estados Unidos abarcó el 34% de las operaciones realizadas en todo el mundo, y sólo en el año 2014 el número de operaciones efectuadas superó a todas las realizadas en el año 2004.

En cuanto a los sectores más destacables en la realización de adquisiciones en el año 2014, encontramos los de tecnología, telecomunicaciones y energético, a la vez que el farmacéutico, destacable este año ya que las adquisiciones en este sector alcanzaron los 530.000 millones de dólares.



Fuente: Afi, Bloomberg

Gráfico 1: Volumen mundial de adquisiciones

Tal y como podemos ver en gráfico superior, las adquisiciones han sufrido notables variaciones a lo largo de los años. Según los datos mostrados, las adquisiciones se encontraban en auge hasta llegar a los años 2006 y 2007, donde se alcanzaron cifras históricas a nivel mundial. Por entonces, se llegaron los 2.6 billones de euros invertidos en adquisiciones, cifra que supera a cualquiera en el pasado. A su vez, en el año 2006, el crecimiento fue muy notorio con respecto al año anterior, ya que el crecimiento que se produjo fue del 35%.

A partir del año 2007, y coincidiendo con el inicio de la crisis económica mundial, podemos ver como el volumen de adquisiciones realizadas por las empresas desciende notablemente, destacando el año 2009, que se distingue por la escasez de adquisiciones que se realizaron.

Desde el año 2009, este tipo de operaciones financieras se mantuvieron más o menos constantes, hasta el año 2014, cuyo crecimiento fue muy notable, ya que en ese año, se produjo uno de los mayores crecimientos en adquisiciones.

En lo referente al año 2015, se prevé que las adquisiciones sigan aumentando, y especialmente, será en el tercer trimestre del año cuando los acuerdos se verán fortalecidos. El crecimiento que pueda llegar a producirse en este periodo, dependerá de los tipos de interés aplicables en el momento de la operación, de los balances que presenten las empresas objetivo, y de que los mercados de renta variable se mantengan estables. Además, otros factores que habrá que tener en cuenta son el entorno macroeconómico y político, ya que pueden afectar directamente a las adquisiciones.

Se espera que dentro de la Unión Europea, Alemania sea el país que más adquisiciones realice, ya que tiene la posibilidad de continuar beneficiándose del interés de los inversores extranjeros. Pero este no será el único país que obtenga buenos resultados con la adquisición de empresas, ya que actualmente, Francia, España e Italia, en su momento de recuperación económica, presentan un fuerte repunte en estas operaciones, ya que están siendo nuevos focos de interés para inversores extranjeros.

Actualmente, el crecimiento interanual de la actividad de la adquisición de empresas, se sitúa alrededor del 11%, y se espera que este tipo de operaciones se eleven en torno al 6% durante el 2015 con respecto al año anterior.

Durante este año, se espera que los sectores que más destaquen en este tipo de operaciones sean el de las telecomunicaciones, el farmacéutico, de las comunicaciones, de productos de consumo, tecnología y manufacturero.

3.3.2. Evolución de las adquisiciones en España

En España, la adquisición de empresas tuvo un aumento considerable durante el año 2014, ya que el valor de estas operaciones consiguió un incremento del 54% durante este año. Esto es debido a que España es un nuevo foco de interés para los inversores extranjeros. Además, hay que tener en cuenta el crecimiento y reestructuración de la economía española, y el interés que presentan las grandes empresas por crecer tanto en España como a nivel global (KPMG, 2014).

Esta confianza que tienen los inversores extranjeros en el mercado español, se ha hecho notable en la subida del precio de las acciones, que ha aumentado un 17% respecto al año 2013, lo que demuestra, que además de otros factores, los precios de las acciones tienden a aumentar a medida que aumentan las expectativas de los inversores.

En lo referente a la capacidad para realizar adquisiciones en España, va a continuar en crecimiento, ya que gracias al descenso de la deuda neta sobre EBTIDA, las empresas presentan una mayor capacidad para hacer frente a nuevas transacciones.

Por último, los tres sectores más destacables en España sobre la previsión de adquisición de empresas, son en primer lugar la sanidad con un 24%, seguido por los productos industriales con un 23%, y por último, la tecnología con un 22%.



Fuente: ABC

Gráfico 2: Perspectivas sobre la actividad inversora en 2015 en España

Tal y como podemos ver en el gráfico 2, las previsiones de inversión durante el año 2015 son muy elevadas.

Gracias a factores como la recuperación económica en España o la caída de la prima de riesgo, las perspectivas para el año 2015 en las adquisiciones de empresas son muy buenas, y se espera que a lo largo del año se vayan viendo cada vez un mayor número de adquisiciones.

Esta tendencia afectará también a las empresas de mediana capitalización que se encuentran cada vez más involucradas en el proceso de las adquisiciones de empresas en el extranjero, así como interesadas en cotizar en mercados alternativos al español. Esto se debe, a que gracias a la caída de la prima de riesgo, las empresas de mediana capitalización han ganado facilidades de financiación.

Este crecimiento en el mercado de las adquisiciones, viene dado por el notorio interés de los inversores extranjeros por las empresas españolas, así como la inversión que estos mismos realizan en territorio español. Además, el proceso de reestructuración de la banca y las mejoras del mercado inmobiliario han sido factores que han beneficiado al crecimiento de las adquisiciones (KPMG, 2015).

Factores que posibilitan la mejora de las perspectivas del mercado de adquisiciones en España (PWC, 2015):

- **Las salidas a bolsa.** Actualmente hay muchas empresas, que aunque no sean de gran tamaño, se han decidido a salir en bolsa, lo que posibilita un aumento en el número de empresas realizando operaciones en el mercado de adquisiciones.
- **La liquidez del mercado.** La mejora tanto de la economía en general como de las empresas en particular, está originando nuevas oportunidades de inversión.
- **La mejora de la financiación.** La caída de la prima de riesgo, ha propiciado que las empresas de menor tamaño tengan más facilidades para la obtención de financiación y que por tanto puedan destinar fondos a nuevas inversiones.
- **La mejora en la economía.** La evolución de los indicadores macroeconómicos, así como la reestructuración de la banca española y el crecimiento en el mercado inmobiliario, aumentan la fiabilidad para invertir en España.
- **El atractivo de invertir en España.** En la actualidad, los inversores extranjeros ven a España como un país interesante y atractivo donde invertir para hacer crecer sus empresas.
- **Regreso de grandes operaciones.** Últimamente, está aumentando el volumen de las operaciones en el mercado de adquisiciones, lo que provoca un crecimiento del mismo. Por ejemplo, la compra de Talisman Energy por parte de Repsol, o la compra de Ono por parte de Vodafone.

4. CASO REAL: XPO LOGISTICS ADQUIERE NORBERT DENTRESSANGLE GERPOSA

Para poder profundizar en las adquisiciones, vamos a analizar un caso real, como es el reciente caso, en el que la empresa americana XPO Logistics, ha adquirido la empresa francesa Norbert Dentressangle Gerposa, siendo este un caso diferente al resto, ya que ha sido la empresa de menor tamaño la que ha adquirido la empresa de gran tamaño.

4.1 NORBERT DENTRESSANGLE GERPOSA

Norbert Dentressangle Gerposa es una empresa dedicada al transporte y logística tanto nacional como internacional. Es una compañía especializada en la gestión externa de las cadenas de suministro dentro del sector industrial y de consumo, que ofrece servicios logísticos como carga completa, paletería industrial, grupaje o almacenaje.

La empresa Norbert Dentressangle tiene sus orígenes en el año 1979 en Francia. Comenzó siendo una empresa familiar, pero su objetivo era llegar a posicionarse como una de las empresas líderes en transporte y logística entre Europa y Gran Bretaña. En 1990 la empresa, impulsada por el outsourcing, comenzó a ampliar su oferta de servicios, y tuvo un crecimiento notorio, por lo que rápidamente se posicionó dentro de las empresas más demandadas en este sector.

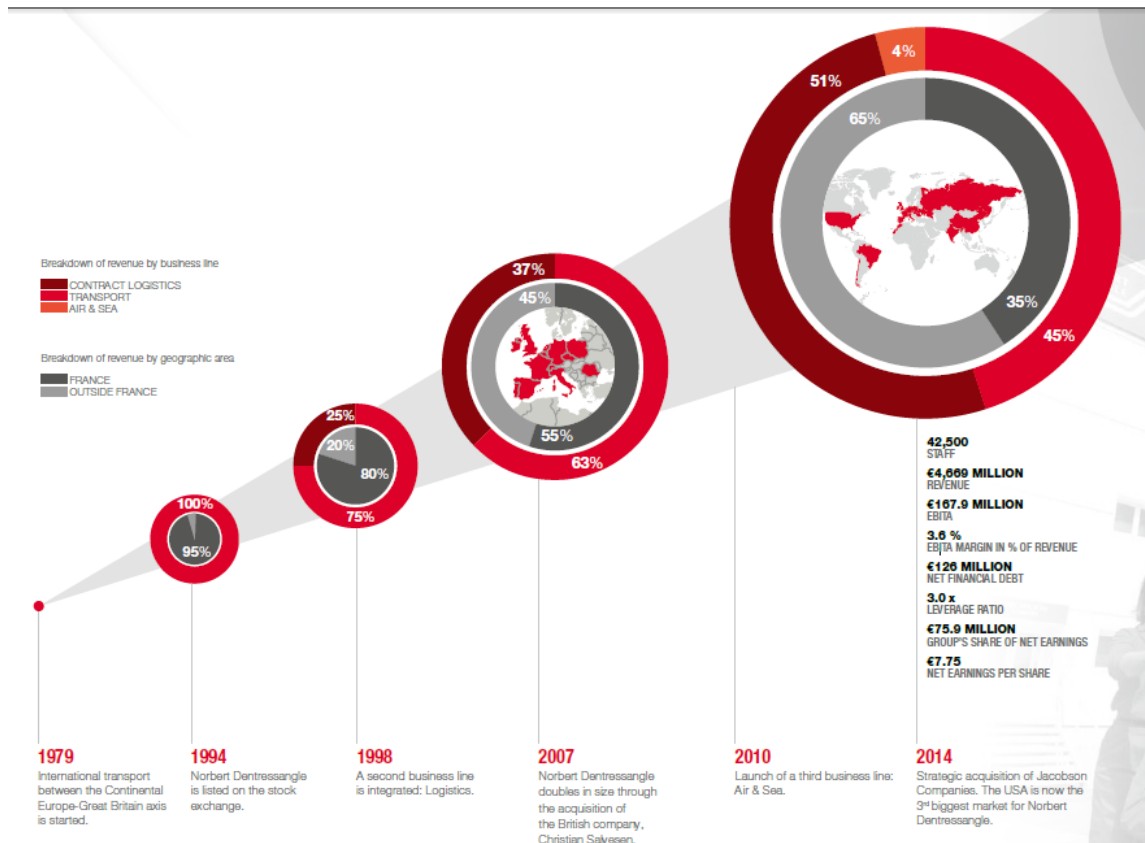
No fue hasta diciembre del 2007, cuando la empresa Norbert Dentressangle adquirió de manera amistosa la empresa de transportes y logística Christian Salvesen Gerposa, consiguiendo crear la reconocida empresa, Norbert Dentressangle Gerposa.

El Grupo Christian Salvesen Logística, había adquirido en 1999 a la empresa española, Transportes Gerposa, ubicada su sede en la ciudad de Santander, que por entonces, era una empresa centrada en logística para el sector de automoción, trabajando con marcas como Opel, Renault, Rover o Seat. Grupo Salvesen Logística, con esta operación incorporó la peletería industrial, que es en la actualidad el producto con mayor crecimiento dentro de la compañía. A su vez se creó una extensa red de conexiones no solo en España sino también en Francia y Portugal.

La adquisición de Norbert Dentressangle a Christian Salvesen Gerposa fue una operación estratégica, que permitió a la empresa duplicar su tamaño, y posicionarse como la empresa líder en transporte y logística en España, y el cuarto operador europeo en este sector en Europa.

En el año 2010, con el fin de aumentar la gama de servicios ofrecida y con el fin de brindar soluciones a sus clientes de continentes diferentes, la compañía inició un servicio "Air & Sea" para poder continuar con su servicio de transporte por mar y aire. Gracias a ello, pudo abrir más oficinas en Francia, y se empezó a introducir en Reino Unido, España y Hong-Kong.

En 2013, Norbert Dentressangle Gerposa, adquirió el Grupo Fiege en España, Italia y Portugal dedicado también al transporte y logística. Por último, en el año 2014, fue destacada la adquisición estratégica de Jacobson cuya sede principal se encuentra en Estados Unidos.



Fuente: Norbert Dentressangle Gerposa

Gráfico 3: Evolución de la empresa Norbert Dentressangle Gerposa

En el gráfico 3, podemos ver los hechos más importantes que han sucedido en la empresa hasta el año 2014. Además, se puede ver también como ha aumentado su presencia en diferentes países, ya que mientras que en el año 2007 su presencia era únicamente por Europa y Reino Unido, en el año 2014, podemos ver que su presencia internacional ha aumentado considerablemente teniendo presencia en casi todo el mundo.

En Norbert Dentressangle Gerposa podemos distinguir cuatro empresas del grupo (Norbert Dentressangle Gerposa, 2015):

- **Logística.** Se encarga de realizar los servicios de almacenamiento y distribución tanto dedicada como multicliente de los almacenes. Las tareas que componen la logística en Norbert Dentressangle Gerposa son:
 - Almacenamiento y gestión de stocks
 - Preparación de los productos antes de su venta
 - Preparación de pedidos
 - Distribución de las naves logísticas
 - Logística inversa
 - E-commerce
- **Transportes.** Se encarga de proporcionar los servicios de transporte tanto de ámbito nacional como de ámbito internacional, ya que la empresa cuenta con

una gran flota de camiones de gran tonelaje. Dentro de los transportes, los servicios que ofrece esta empresa son:

- Contrato de distribución
 - Grupaje internacional y distribución de palets por toda Europa
 - Distribución del palet doméstico
 - Transporte nacional de cargas completas
 - Transporte internacional de cargas completas
 - Soluciones de transporte
- **“Air & Sea”.** Se encargan de la organización del transporte de mercancías por todo el mundo, por carretera, mar y aire, a su vez que gestionan todos los temas relacionados con las aduanas. Los cometidos que se realizan en el grupo de “Air & Sea” son los siguientes:
 - Importación y exportación de carga aérea
 - Importación y exportación de carga marítima
 - Temas relacionados con las aduanas
- **Las empresas de servicios.** Se encargan de proporcionar los servicios a las empresas con las que operan, de manera que éstas puedan centrarse en las actividades básicas de la producción, de operaciones y de relaciones comerciales.

NORBERT DENTRESSANGLE GERPOSA	
INGRESOS ANUALES	5,5 BILLONES
CRECIMIENTO DE LOS INGRESOS ANUALES	16%
Nº EMPLEADOS	42.350
Nº CENTROS	662
CAMIONES PROPIOS	7.700
SUBCONTRATADOS	3.200

Tabla 1: Datos empresa Norbert Dentressangle Gerposa a 31-Diciembre-2014

La tabla superior, nos muestra los datos relevantes de la empresa Norbert Dentressangle Gerposa. Cabe destacar que es una gran empresa, posicionada dentro de las empresas líderes de su sector en Europa, cuyo crecimiento asciende al 16%, generando unos ingresos anuales de 5,5 billones de euros.

A su vez, podemos saber que cuenta con 42.350 empleados, repartidos en sus 662 centros por 30 países diferentes. Por último, vemos que cuenta con una importante flota, para poder cubrir todos los encargos, contando con 7.700 camiones propios, y 3.200 subcontratados.

4.2 XPO LOGISTICS

XPO Logistics, es una empresa americana dedicada al transporte y logística. Se encuentra entre las empresas líderes en su sector en América, gracias a que ofrece servicios como contratos de logística en carretera, el mejor servicio en transporte y la logística intermodal. Además algunos de sus clientes son en la fabricación, venta minorista o tecnología, que junto a que realiza alrededor de 37.000 entregas al día, la ha posicionado como una empresa fuerte.

Esta empresa es líder en proveedor de alta ingeniería, en dar soluciones a la cadena de suministros de tecnología, es la tercera firma en corretaje de marca, y el tercer mayor proveedor de servicios intermodales.

XPO Logistics en sus dos negocios, transporte y logística, utiliza relaciones tanto por tierra, como ferroviario, marítimo y aéreo.

XPO tiene sus orígenes en el año 1989. En sus inicios, se creó bajo el nombre de Express-1 Soluciones Aceleradas. Desde que se creó tuvo sus primeros años de menor crecimiento, pero en el año 2011 tras la inversión de capital dirigida por Jacobs Private Equity, y el cambio de nombre a XPO Logistics, la empresa empezó a crecer considerablemente.

En los años 2013 y 2014, se realizaron multitud de adquisiciones, como Kelron Logística, Turbo Logistics o UX Logística Especializados, aumentando su crecimiento y llegando a posicionarse entre las diez empresas líderes del sector. En la actualidad, las últimas adquisiciones que ha realizado son la de Norbert Dentressangle Gerposa, y la reciente de Con-Way, con las que aumenta su crecimiento y liderazgo.

Características de XPO Logistics (XPO Logistics, 2015):

- Un proveedor con experiencia en transporte marítimo y aéreo
- La mayor empresa de gestión de envíos urgentes en América
- La segunda mayor empresa de transportes en América
- El tercer proveedor de servicios intermodales en América
- Un proveedor de servicios de gestión de transportes en crecimiento
- El mayor proveedor de logística de entrega domiciliaria

XPO LOGISTICS	
INGRESOS ANUALES	2.600 MILLONES
CRECIMIENTO DE LOS INGRESOS ANUALES	236%
Nº EMPLEADOS	10.000
Nº CENTROS	203
CAMIONES PROPIOS	4.900

Tabla 2: Datos empresa XPO Logistics a 31-Diciembre-2014

La tabla 2, hace referencia a datos de interés de la empresa XPO Logistics. En ella, podemos comprobar que esta empresa, es de mucho menor tamaño que la empresa objetivo, Norbert Dentressangle Gerposa.

Podemos ver que los ingresos anuales de XPO Logistics, son menos de la mitad que los de Norbert Dentressangle Gerposa, siendo en este caso de 2.600 millones de

euros. Por otra parte XPO Logistics presenta un gran crecimiento, del 236%. Esto es debido, a que esta empresa se encuentra en continuo crecimiento, ya que actualmente, se encuentra realizando adquisiciones, con el fin de aumentar la empresa, y posicionarse como una de las empresas líderes dentro de su sector.

En este caso, la empresa cuenta con 10.000 empleados, repartidos en sus 203 centros en América del Norte. En cuanto a la flota que posee, es muy inferior a la de la empresa objetivo, ya que en este caso es de 4.900 camiones propios.

4.3 XPO LOGISTICS COMPRA NORBERT DENTRESSANGLE GERPOSA

El 28 de abril de 2015, se firmó un acuerdo definitivo mediante el cual se especificaba que la empresa XPO Logistics iba a realizar la adquisición de una participación mayoritaria de la empresa Norbert Dentressangle Gerposa, la cual se llevó a cabo el 8 de junio de 2015. Norbert Dentressangle Gerposa, es un proveedor global líder de logística de contratos, corretajes de carga y transporte, y servicios globales de expedición. El objetivo de esta adquisición por parte de la empresa americana XPO Logistics, radica en el deseo de posicionarse como empresa líder mundial de logística y transporte, y ser el principal proveedor de Europa.

XPO Logistics, ha realizado un acuerdo vinculante con el dueño de Norbert Dentressangle Gerposa, para adquirir la totalidad de sus acciones, que representan el 67% de las acciones en circulación. Una vez realizada esta operación, XPO Logistics lanzó una nueva oferta, mediante la cual adquirió el 17 de julio de 2015 otro 19.25% de las acciones.

El valor total de la adquisición ascendió a 3.240 millones de euros. Por otra parte, los accionistas de Norbert Dentressangle Gerposa, recibieron 217,50 €/acción ordinaria, con una exclusión del 1,80 € pertenecientes al dividendo por acción que fue pagado antes del cierre de la operación. Con el resultado final de esta operación, XPO Logistics ha conseguido hacerse con el 86.25% de las acciones ordinarias y derechos de voto de Norbert Dentressangle Gerposa, además de su intención de obtener el porcentaje restante hasta alcanzar el 100%.

El valor de mercado para los accionistas de Norbert Dentressangle Gerposa es de 2.170 millones de euros, siendo el valor total 3.240 millones de euros, incluyendo 1.080 millones de euros de deuda neta.

El precio de compra, ha representado 9,1 veces el EBTIDA de la empresa que ascendía a 357 millones de euros. El precio definitivo por acción, ha simbolizado una prima del 34% en comparación con el precio de cierre de las acciones de Norbert Dentressangle Gerposa en el momento de la compra.

Con esta operación, se prevé triplicar el EBTIDA de XPO Logistics, llegando a la cifra de 545 millones de euros. Asimismo espera aumentar los ingresos alcanzado 8.500 millones de euros, cifra que igualaría la perspectiva de beneficios para el año 2017, es decir, llegarán a obtener sus objetivos dos años antes de lo previsto.

XPO Logistics se ha comprometido a no reducir el número de empleados a tiempo completo al menos 18 meses desde el momento del cierre de la operación. Además, mantendrá la sede europea en Lyon, permitiendo que continúe su tarea como centro de toma de decisión del negocio de logística europea.

Tal y como hemos podido ver anteriormente, Norbert Dentressangle Gerposa presenta un tamaño mucho mayor que XPO Logistics, por lo que esta unión les permitirá tener una mayor flota que como resultado, les suponga un aumento en la cuota de mercado y por lo tanto, en los beneficios.

Sinergias Comerciales

Tras la operación, XPO Logistics controlará la actividad de los 42.350 empleados que tiene Norbert Dentressangle Gerposa, que sumado a los 10.400 propios, llegarán a alcanzar los 54.000 empleados. Por otra parte, mientras que XPO Logistics únicamente operaba en América, centrándose en 203 centros de trabajo, Norbert Dentressangle Gerposa, estaba presente en un mayor número de países, llegando a tener 662 centros de trabajo, lo que provoca, que con esta nueva alianza, tenga presencia en más de 30 países, y llegue a tener 887 centros de trabajo.

En lo referente a los ingresos, mientras que XPO Logistics presentó en 2014 unos ingresos de 2.600 millones de euros, la cifra en Norbert Dentressangle Gerposa ascendió a 5.500 millones de euros, por lo que se espera, que tras esta adquisición, puedan llegar a obtener unos ingresos de 8.500 millones de euros.

Norbert Dentressangle Gerposa, amplía considerablemente los servicios ofrecidos por XPO Logistics, como logística de contratos, corretaje de carga, expedición global, una red paletizada, o gestión de mercancías. Además, sirve una gran base de clientes entre los que destacan empresas muy importantes a nivel mundial. Con ello, XPO Logistics, pretende valerse de todos estos servicios, con el fin de aumentar la presencia en Europa, donde Norbert Dentressangle Gerposa cubre aproximadamente el 90% de las regiones.

Norbert Dentressangle Gerposa tiene unos ingresos de 250 millones de euros únicamente en transporte dedicado, algo que beneficiará considerablemente a XPO Logistics. A su vez, con esta unión aumentarán la flota de camiones llegando a tener 7.700 en propiedad, 3.200 subcontratados y otros 12.000 de transportistas independientes, que les permitan cubrir los envíos por todas las zonas geográficas.

Norbert Dentressangle Gerposa cuenta con una base de clientes blue chip de entre los que destacan empresas multinacionales de gran importancia, que en ocasiones también tenían trabajaban con XPO Logistics. Así, tras la adquisición, estos clientes tendrán la posibilidad de beneficiarse de esta cadena de suministro tratando con una única empresa. Por otra parte, Norbert Dentressangle Gerposa, atiende también al comercio minorista, fabricación, productos químicos, comercio y electrónica, por lo que XPO Logistics tratará de aprovechar todas estas nuevas oportunidades surgidas a raíz de la combinación de ambas empresas.

Estos no serán los únicos beneficios que obtenga XPO Logistics con la adquisición, ya que también aumentará su presencia a nivel mundial en corretaje de carga y transporte gestionado, pero aprovechando la nueva tecnología y metodología de la empresa objetivo, que actualmente genera más de 1.000 millones de ingresos por este servicio al año. Por otra parte, XPO Logistics, quiere ampliar sus servicios, ofreciendo su propia plataforma de optimización de mercancías en Europa con el fin de mejorar el servicio al cliente.

Otro servicio en el que Norbert Dentressangle Gerposa presenta un alto crecimiento es en logística inversa. De ahí que XPO Logistics, pueda utilizar su servicio de e-subcontratada en línea Red, donde presenta un crecimiento del 31%, y llegaron a obtener 242 millones de euros.

En cuanto a la presencia a nivel mundial, la combinación de estas dos empresas originará un aumento en los ingresos de 425 millones de dólares al año, a la vez que se realizará una ampliación de sus rutas comerciales por la zona Euro y Asia. Con todo ello, XPO Logistics, espera un aumento en el volumen agregado, que le permita reducir sus tasas de compra en transporte aéreo y marítimo, con el fin de aumentar el número de clientes en esos ámbitos.

Con todo lo mencionado anteriormente, podemos ver que la empresa americana XPO Logistics, ha sabido pasar las fronteras de América del Norte en el mejor momento, aprovechando el inicio de la recuperación económica en la zona Euro, además del tipo de cambio actual dólar-euro, y las oportunidades de adquisición de una empresa de su mismo sector, del transporte y la logística, en una zona donde Norbert Dentressangle Gerposa ocupa posiciones de liderazgo.



Fuente: XPO Logistics

Gráfico 4: Mapa de los países con centros de trabajo de XPO Logistics

Tal y como podemos ver en el gráfico 3, donde se muestra el mapa de las zonas donde la nueva XPO Logistics tiene centros de trabajo, nos indica que gracias a esta alianza, tienen centros de trabajo distribuidos estratégicamente por muchas zonas del mundo. A parte de estos centros de trabajo, la empresa cuenta con multitud de delegaciones, por lo que finalmente, presta sus servicios, por prácticamente todo el mundo.

4.4 VALORACIÓN DE LA OPERACIÓN

En caso de que en el futuro se llegasen a obtener los resultados previstos, se podría llegar a decir que esta operación fue un éxito. Además, al ser empresas que pertenecen al mismo sector, pero que operan en diferente ámbito geográfico, pueden complementarse para seguir creciendo.

Con esta operación XPO Logistics se ha convertido en una empresa con las siguientes características (XPO Logistics, 2015):

- Es una de las empresas de logística más grandes del mundo
- Contará con 54.000 empleados, 887 centros de trabajo y tiene una presencia en más de 30 países.
- Contará con 12.000 m2 de instalaciones de logística
- Número uno en correo urgente en Norte América
- Presencia cada vez mayor en tránsito internacional
- Cuenta con la flota más grande de Europa
- Atiende a más de 30.000 clientes
- Tendrá una flota alrededor de 15.000 camiones propios
- Presenta la mayor plataforma de Europa de tramitación electrónica externalizada

	NORBERT DENTRESSANGLE GERPOSA	XPO LOGISTICS	PREVISIONES TRAS ADQUISICIÓN
Nº EMPLEADOS	42.350	10.400	54.000
CENTROS DE TRABAJO	662	203	887
PAÍSES EN QUE OPERAN	30	1	MÁS DE 30
METROS CUADRADOS	6,5 MILLONES	3,5 MILLONES	12 MILLONES
Nº CAMIONES PROPIOS	7.700	4.900	ALREDEDOR DE 15.000
CAMIONES SUBCONTRATADOS	3.200	0	3.200

Tabla 3: Comparación de datos de las dos empresas y las expectativas tras la adquisición

A su vez, XPO Logistics, podrá aprovechar los recursos y servicios que utilizaba Norbert Dentressangle Gerposa para continuar creciendo. Por otro lado, el operar en diferente ámbito geográfico, es un beneficio, ya que seguirán contando con todo el personal de las dos empresas. Además, se podrán especializar y ofrecer nuevos servicios, con lo que podrán aumentar la cuota de mercado, e introducirse en aquellos países en que aún no tengan presencia directa.

Esta adquisición beneficia a ambas empresas, ya que con la tecnología de ambas, y con el mejor aprovechamiento de los recursos, podrán beneficiarse de todas las oportunidades que se les presenten y lograr sus objetivos.

Por último, al tratarse de una adquisición amistosa, no ha habido ninguna traba en el proceso, y eso ha facilitado la adquisición y la conversión de Norbert Dentressangle Gerposa en XPO Logistics.

4.5 EXPECTATIVAS DE FUTURO

En lo referente a las perspectivas de futuro de la nueva XPO Logistics, son muy alentadoras, ya que el dueño de la misma, tiene la intención de continuar creciendo realizando más adquisiciones de empresas, y en estos momentos, el día 9 de septiembre, ha realizado una nueva adquisición. En este caso, ha adquirido la empresa americana Con-Way también dedicada a transportes y logística, y líder en México.

Dentro de sus expectativas de futuro, podemos señalar que se espera que los ingresos anuales asciendan hasta los 8.500 millones € para este año, y que el EBITDA anual sea de, al menos, 545 millones €.

A su vez, se espera que aumenten en posiciones de liderazgo en transportes y logística, una ampliación significativa de la plataforma europea. Se espera también que aumente, el número de contratos, así como que su posición financiera quede consolidada.

Por último, los ingresos anuales de ambas empresas son muy elevados, por lo que se estima que las previsiones de futuro sean excelentes, llegando a alcanzar unos ingresos muy elevados, que les permita hacer frente a cualquier imprevisto, e invertirlos para crecer y crear nuevos servicios que se ajusten aún más a los diferentes tipos de consumidores, para así poder aumentar la cuota de mercado e introducirse en nuevos países. De esta manera, podrán llegar a ser la empresa líder del sector.

4.6 CASO PRÁCTICO

Con el objetivo de analizar si el precio pagado en la operación se adecúa a la valoración prevista para la empresa objetivo, se llevará a cabo una valoración de esta última partiendo del Free Cash Flow (FCF) que se prevé para finales de 2015. Asimismo, se generarán distintos escenarios en función del rendimiento exigido a la empresa o coste de capital (WACC), y distintas expectativas de crecimiento a futuro. Finalmente, se calculará el VAN de la fusión, teniendo en cuenta las sinergias y el coste de la misma, con el objetivo de analizar la viabilidad de la operación.

Para el cálculo del Free Cash Flow (FCF) partimos del EBIT de 2014 (último dato publicado disponible). Una vez descontado el efecto impositivo llegamos a un NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) de 130.377.017,39€. La suma de la amortización al NOPAT nos permite calcular el Cash Flow Operativo, es decir los flujos reales generados con la actividad operativa de la empresa, cuyo resultado es 252.235.017,39€.

Por último, para calcular el Free Cash Flow, debemos tener en cuenta las necesidades operativas de fondos y la inversión en activo fijo (CAPEX).

Como podemos ver, esta empresa ha realizado inversiones muy destacadas en activo fijo, que ascendieron en 2014 a 122.7779.146.000€ (derivados de las política de adquisiciones que esta empresa ha venido desarrollando). Con estos datos, el FCF de 2014 resultaría negativo, - 122.572.125.982,61€. Sin embargo, para poder proyectar un FCF a largo plazo se parte de dos hipótesis: inversión en capital circulante nula e inversión en CAPEX igual al CAPEX de mantenimiento. Asimismo, se aplicará una tasa de crecimiento para poder calcular el FCF a finales de 2015 (dato inicial necesario para poder valorar a principios de 2015) del 10%, crecimiento que parece sostenible para este ejercicio dado el crecimiento experimentado en el último año que ascendió al 15,70%. El Free Cash Flow previsto para diciembre de 2015 es de 143.414.719,1€.

	Último año-2014
EBIT	156.339.000,00
(Impuestos)	25.961.982,61
NOPAT	130.377.017,39
Amortización	121.858.000,00
CFOperativo	252.235.017,39
(Inversiones en Capital Circulante)	45.215.000,00
(Inversiones en Activo Fijo)	122.779.146.000,00
FCF	-122.572.125.982,61

Tabla 4: Free Cash FLOW Diciembre 2014

CFOperativo	252.235.017,39
(Inversiones en Capital Circulante)	0
(Inversiones en Activo Fijo)	121.858.000,00
FCF sostenible	130.377.017,39

Tabla 5: Free Cash FLOW Diciembre 2014 con hipótesis de inversión

Conversión del FCF de 2014 al FCF de 2015	143.414.719,1
--	----------------------

Tabla 6: FCF esperado para final del año 2015

Considerando previsiones para los próximos 5 años (periodo explícito), vamos a considerar tres situaciones diferentes en cuanto al ritmo de crecimiento, para poder ver como evolucionaría la empresa en cada situación:

Escenario pesimista	2%
Escenario moderado	6%
Escenario optimista	10%

Para la valoración será necesario el cálculo del coste de capital o WACC.

En primer lugar, se ha calculado lo que le cuesta financiarse con acciones o el rendimiento exigido por los inversores (K_e). En este caso, primero se calculó un valor teniendo en cuenta la evolución del índice CAC-40 (indicador de la bolsa de Francia que ascendió a 2,48%) en los últimos 5 años y la evolución de la deuda pública francesa a 10 años (0,98%). Con estos valores, K_e resulta 2,17%.

A continuación, dado que este rendimiento resulta muy reducido, tomamos el dato de prima por el riesgo del mercado obtenido por los profesores Pablo Fernández, Javier Aguirreamalloa y Luis Corrales en 2013, del IESE Business School, obteniendo una K_e de 5,64 %.

Finalmente, se realizó un tercer cálculo del K_e , a través de la fórmula de la inversa del PER, obteniendo en este caso un K_e del 7%. Será con este último valor con el que se realizará el análisis manteniendo de esta manera una valoración más conservadora y no excesivamente optimista.

Cálculo del coste de las acciones (K_e), con datos de mercado	
K_e	2,17%
Beta	0,79
R_f	0,98%
R_m (CAC-40)	2,48%
$(R_m - R_f)$	1,50%

Tabla 7: K_e datos mercado

Cálculo del coste de las acciones (K_e), con la prima por el riesgo de la bolsa francesa (Fernandez et al., 2013)	
K_e	5,64%
Beta	0,79
R_f	0,98%
$(R_m - R_f)$ (Fernandez, el al., 2013)	5,90%

Tabla 8: K_e según Market Risk

Cálculo del coste de las acciones (K_e)	
K_e	7,00%
PER	14,78

Tabla 9: K_e según la inversa del PER

Después hemos calculado el coste de la deuda o coste del rendimiento exigido por los acreedores (K_d), el cual nos da un resultado del 0,49% (dividiendo gastos financieros entre deuda financiera), pero dado que este coste no es realista, dado que en la actualidad ninguna empresa adquiere financiación a un coste tan irrelevante, hemos supuesto un K_d del 4% más acorde con los datos de mercado.

Cálculo del coste de la Deuda (K_d)	
Gastos financieros	11001000
Deuda Financiera	2233756000
$K_d = \text{gastos/deuda}$	0,49
K_d previsto	4,00%
Tasa Impositiva	30,00%
K_d'	2,80%

Tabla 10: Coste de la deuda

En cuanto al porcentaje de fondos propios, 46,32%, y al porcentaje de Deuda, 53,68%, podemos ver que Norbert Dentressangle Gerposa se financia en una proporción similar con deuda y fondos propios. Con estos datos hemos calculado el Coste Medio Ponderado de Capital (WACC), el cual nos ha dado un resultado de 4,75%, lo que significa que el rendimiento exigido por accionistas y acreedores es de 4,75 o lo que le cuesta a la empresa financiarse es de 4,75%.

Por último hemos planteado los tres escenarios, a través de los crecimientos del periodo mencionados anteriormente. Teniendo en cuenta que en los tres escenarios

tenemos el mismo número de acciones, y que en el escenario pesimista tenemos un crecimiento del periodo del 2%, vemos que el rango de precios en este escenario se encuentra entre los 167,56€/acción y 261,17€/acción, siendo 167,56€/acción el precio más bajo que vamos a encontrar entre los tres escenarios.

WACC	1,20%	1,40%	1,60%	1,80%	2,00%
1,76%	261,17 €	224,35 €	224,35 €	224,35 €	224,35 €
1,96%	243,39 €	206,87 €	206,87 €	206,87 €	206,87 €
2,16%	228,11 €	191,89 €	191,89 €	191,89 €	191,89 €
2,36%	214,84 €	178,91 €	178,91 €	178,91 €	178,91 €
2,56%	203,19 €	167,56 €	167,56 €	167,56 €	167,56 €

Tabla 11: Precio acciones en escenario pesimista

En cuanto al escenario moderado, el crecimiento del periodo en este caso es del 6%, siendo su rango de precios de 198,18€/acción y 307,54€/acción.

WACC	1,20%	1,40%	1,60%	1,80%	2,00%
1,76%	307,54 €	267,02 €	267,02 €	267,02 €	267,02 €
1,96%	286,02 €	245,83 €	245,83 €	245,83 €	245,83 €
2,16%	267,52 €	227,67 €	227,67 €	227,67 €	227,67 €
2,36%	251,45 €	211,94 €	211,94 €	211,94 €	211,94 €
2,56%	237,36 €	198,18 €	198,18 €	198,18 €	198,18 €

Tabla 12: Precio acciones en escenario moderado

Por último, en el escenario optimista, el crecimiento del periodo esperado es del 10%, obteniendo en este caso un rango de precios entre 233,79€/acción y 361,26€/acción, siendo 361,26€ el precio máximo que vamos a encontrar en estos tres escenarios.

WACC	1,20%	1,40%	1,60%	1,80%	2,00%
1,76%	361,26 €	316,63 €	316,63 €	316,63 €	316,63 €
1,96%	335,38 €	291,14 €	291,14 €	291,14 €	291,14 €
2,16%	313,14 €	269,29 €	269,29 €	269,29 €	269,29 €
2,36%	293,83 €	250,35 €	250,35 €	250,35 €	250,35 €
2,56%	276,89 €	233,79 €	233,79 €	233,79 €	233,79 €

Tabla 13: Precio acciones en escenario optimista

Una vez realizado este análisis de sensibilidad, y teniendo que el precio pagado en la compra era de 217,50€/acción, podemos concluir que, excepto en el escenario más pesimista (y algunos casos del escenario moderado) y en el caso en que se prevean menores tasas de crecimiento a perpetuidad y mayores costes de capital, la operación resultaría rentable, al estar pagando un precio inferior al valor objetivo calculado.

Para concluir con este análisis, se ha realizado un cálculo del VAN esperado de la fusión. Para ello, hemos analizado el EBTIDA de las dos empresas, y sabiendo que el EBTIDA antes de la operación de XPO Logistics era de 81.400.000€ y el de Norbert Dentressangle Gerposa de 288.532.000€, el EBTIDA conjunto sería de 369.532.000€. Sin embargo, sabiendo que el EBTIDA que se espera tener tras la adquisición es de 545.000.000€, obtenemos unas sinergias de 175.468.000€.

Por su parte, el coste (calculado como la prima pagada en la operación, que ascendió al 34% del valor en bolsa) asciende a 822.090.000€.

Con todo ello, y tomando como referencia el WACC del análisis anterior, el cálculo del VAN es el siguiente:

$$VAN = \frac{\text{Sinergias}}{\text{WACC}} - \text{Coste} = \frac{175468000}{0,0475} - 822090000 = 2.871.973.158€$$

Con ello, se puede concluir que el Valor Actual Neto de la operación resulta elevado, 2.871 millones €, por lo que se puede afirmar que la decisión de realizar la adquisición ha sido acertada.

5. CONCLUSIONES

Las adquisiciones son operaciones financieras de gran importancia dentro de la economía, no sólo para los empresarios que las realizan, sino para todas personas de manera bien directamente o bien indirectamente.

Este tipo de operaciones financieras, forman parte de la evolución operativa del negocio, y por lo general las empresas que tienen un plan programado para realizar adquisiciones generan más valor a medio plazo que las empresas que adquieren compañías de forma más arriesgada. Además, hay empresas que ya incluyen dentro de sus presupuestos anuales partidas destinadas a financiar adquisiciones u operaciones similares.

Las empresas realizan este tipo de operaciones con el fin de efectuar un cambio estructural y poder aumentar el tamaño de la misma en un intervalo de tiempo corto. Además, las adquisiciones permiten a la empresa reforzarse en su país, y posibilitan que aumenten la cuota de mercado, así como que se introduzcan en nuevos mercados y países donde no tenían aún presencia.

Este tipo de operaciones, también beneficia a la empresa, ya que la permite aprovechar oportunidades para alcanzar bien un aumento del beneficio mediante economías de alcance, o bien, un ahorro en costes, mediante economías de escala.

Como hemos podido ver, las adquisiciones se encuentran en pleno crecimiento tanto en España como en el resto del mundo. Desde el año 2007, el mercado de las adquisiciones había descendido considerablemente, ya que a raíz de la crisis económica mundial los empresarios no realizaban tantas operaciones de este tipo. Sin embargo, el año 2014 presento uno de los mayores crecimientos en la historia del mercado de adquisiciones.

En España, este crecimiento en el mercado de las adquisiciones viene dado por el crecimiento de la economía y el mercado inmobiliario, la reestructuración de la banca, y especialmente, por el interés que presentan los inversores extranjeros en ampliar y reforzar sus empresas realizando adquisiciones de empresas españolas.

La adquisición de XPO Logistics a Norbert Dentressangle Gerposa, ha supuesto un gran desembolso, pero este, puede ser recuperado en un corto plazo. Esta adquisición, puede ser beneficiosa para ambas empresas, ya que al pertenecer al mismo sector, pueden aprovechar los recursos que tenían por separado para generar un mayor beneficio conjunto.

Por otra parte, esta alianza les origina un crecimiento tanto en personal, como en centros de trabajo, camiones con los que trabajar, o presencia en países, lo que permitirá que esta empresa pueda aprovechar todas las oportunidades que se le presenten, así como también podrán tener un ahorro en costes conjunto, creando economías de escala, y podrán llegar a tener un aumento de los ingresos, generando economías de alcance.

Tras el análisis realizado, se puede concluir que según los datos obtenidos, la adquisición fue adecuada, ya que el precio que se pagó por las acciones se encuentra por debajo de los valores objetivo que hemos obtenido en la mayoría de los escenarios, y además el VAN de la operación resulta elevado.

Las adquisiciones, siempre y cuando sean amistosas, suponen un beneficio tanto para la empresa como para la sociedad, por lo que puede considerarse una suerte, que en estos momentos se encuentre en continuo crecimiento el mercado de adquisiciones.

BIBLIOGRAFÍA:

- Abirl, I., (2015) "La actividad en fusiones y adquisiciones con foco en empresas españolas se dispara a niveles precrisis" [En línea]
Available at:
<http://www.expansion.com/empresas/2015/09/07/55eddcef46163f9b668b459e.html>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.norbert-dentressangle.com [En línea]
Available at: <http://www.norbert-dentressangle.com/>
- Anon., s.f. es.xpo.com [En línea]
Available at: <http://es.xpo.com/>
- Anon., s.f. www.investinspain.com [En línea]
Available at: <http://www.investinspain.org/>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.kpmg.com [En línea]
Available at:
<http://www.kpmg.com/ES/es/ActualidadNovedades/ArticulosyPublicaciones/NotasdePrensa/Paginas/NP-El-mercado-de-fusiones-adquisiciones-crecio-54-por-ciento-en-Espa%C3%B1a.aspx>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.abc.com (2015) [En línea]
Available at: <http://www.abc.es/economia/20150103/abci-mercado-fusiones-adquisiciones-espana-201501022120.html>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.europapress.com (2015) [En línea]
Available at: <http://www.europapress.es/economia/noticia-economia-empresas-espana-registro-3282-fusiones-adquisiciones-2014-mayor-cifra-crisis-20150116151326.html>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.pwc.com [En línea]
Available at:
http://www.pwc.es/es_ES/es/publicaciones/transacciones/assets/perspectivas-mercado-transacciones-2015.pdf
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.haygroup.com [En línea]
Available at: <http://www.haygroup.com/co/services/index.aspx?id=14622>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]

- Anon., s.f. www.europapress.com [En línea]
Available at: <http://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-mercado-fusiones-adquisiciones-resurge-espana-kpmg-20150316183707.html>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f www.kpmg.com(2015) [En línea]
Available at:
<http://www.kpmg.com/es/es/actualidadynovedades/articulosypublicaciones/notasdeprensa/paginas/np-ma-predictor-enero-2014.aspx>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f.[www. Invertia.com](http://www.invertia.com) [En línea]
Available at: <http://www.invertia.com/noticias/mercado-prepara-aluvion-fusiones-adquisiciones-3005024.htm>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.americaeconomia.com [En línea]
Available at: <http://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/fusiones-adquisiciones/mercados-de-fusiones-y-adquisiciones-en-el-mundo-seguiran>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.forbes.com [En línea]
Available at: <http://www.forbes.com.mx/aumentara-7-apetito-de-empresas-por-fusiones-y-adquisiciones-kpmg/>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.elfinanciero.com (2015)[En línea]
Available at: <http://www.elfinanciero.com.mx/empresas/preven-volumen-record-de-fusiones-y-adquisiciones-para-2015.html>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.intralinks.com [En línea]
Available at: https://www.intralinks.com/sites/default/files/file_attach/intralinks-deal-flow-predictor-q1-2015_0.pdf
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.dealogic.com(2015) [En línea]
Available at: <http://www.dealogic.com/media/market-insights/ma-statshot/>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.europapress.com[En línea]
Available at: <http://www.europapress.es/economia/noticia-economia-empresas-numero-fusiones-adquisiciones-alcanza-3282-2014-todo-mundo-20150116155209.html>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.lawyerpress.com [En línea]
Available at: http://www.lawyerpress.com/news/2015_01/1901_15_004.html

[Último acceso: 12 Septiembre 2015]

- Anon., s.f. [www.globalfindconsulting.com](http://globalfindconsulting.com) [En línea]
Available at: <http://globalfindconsulting.com/2015/04/14/aceleron-de-fusiones-en-el-primer-trimestre-2015-suman-890-000-millones-e-a-nivel-mundial/>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.euronext.com [En línea]
Available at: <https://www.euronext.com/products/equities/FR0000052870-XPAR>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.londonstockexchange.com [En línea]
Available at: <http://www.londonstockexchange.com/exchange/prices-and-markets/stocks/exchange-insight/trade-data.html?fourWayKey=FR0000052870ZZEURITR>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.bolsasymercados.es [En línea]
Available at:
<http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2014/Infmercado.htm>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. "Market Risk Premium used in 82 countries in 2012" [En línea]
Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2084213
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Anon., s.f. www.datosmacro.com [En línea]
Available at: www.datosmacro.com
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Casado, R., (2015) "Las empresas que más adquisiciones harán en 2015" [En línea]
Available at:
<http://www.expansion.com/empresas/2015/03/23/5510754422601d0f758b458a.html>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Díaz Díaz, Belén. "El Flujo de Caja Libre". Valoración y Adquisición de Empresas. Universidad de Cantabria. Septiembre de 2015.
- Díaz Díaz, Belén. "Razones económicas de las fusiones y adquisiciones". Valoración y Adquisición de Empresas. Universidad de Cantabria. Septiembre de 2015.
- Mascareñas, J., (2011). Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Quinta Edición. Madrid. Editorial del Economista.

- Mascareñas, J., (2011) *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas* [En línea]
Available at:
https://books.google.es/books?id=LfOpU3ZcXQwC&pg=PA36&lpg=PA36&dq=problemas+de+integraci%C3%B3n+cultural+entre+las+compa%C3%B1%C3%ADas+participantes&source=bl&ots=g1jPlpiTvC&sig=GRd8JWV-kaT5dMZyXSzBWZpy29s&hl=es&sa=X&ved=0CEEQ6AEwBWovChMln4LRve7vxlVxIYaCh0y-A_4#v=onepage&q=problemas%20de%20integraci%C3%B3n%20cultural%20entre%20las%20compa%C3%B1%C3%ADas%20participantes&f=false
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Navas, I.,. "Fusiones, Adquisiciones y Coaching Ejecutivo" [En línea]
Available at: <http://portalcoach.com/columna/fusiones-adquisiciones-y-coaching-ejecutivo/>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]
- Pindado García, J., (2012). *Finanzas internacionales*. 1ª edición. Madrid. Ediciones Paraninfo
- Redaccion DM (2015), "La empresa americana XPO compra Norbert Dentressangle" [En línea]
Available at: <http://www.eldiariomontanes.es/economia/201504/29/empresa-americana-compra-norbert-20150429200405.html>
[Último acceso: 12 Septiembre 2015]