



**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y  
DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**Curso Académico 2015/2016**

**TRABAJO FIN DE GRADO**

Mención en Finanzas

**Fusiones y adquisiciones de empresas: En  
busca de la oportunidad**

**Mergers and acquisitions: Searching for the  
opportunity**

Autor: Daniel Sánchez Vela

Directora: Belén Díaz Díaz

Diciembre de 2015



# ÍNDICE

<b>RESUMEN</b>	<b>Pág. 4</b>
<b>ABSTRACT</b>	<b>Pág. 5</b>
<b>1. INTRODUCCIÓN Y CONTEXTUALIZACIÓN</b>	
<b>1.1. MOTIVACIONES E INTERÉS DEL TRABAJO</b>	<b>Pág. 6</b>
<b>1.2. EVOLUCIÓN DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS</b>	
1.2.1. Situación macroeconómica durante el periodo 2006 - 2015	<b>Pág. 6</b>
1.2.2. Situación de las fusiones y adquisiciones durante el periodo 2006 - 2015	<b>Pág. 10</b>
<b>1.3. OTRAS MOTIVACIONES EMPRESARIALES PARA REALIZAR UNA ADQUISICIÓN</b>	<b>Pág. 14</b>
<b>1.4. FACTORES QUE INFLUYEN EN EL ÉXITO O EL FRACASO DE UNA ADQUISICIÓN</b>	<b>Pág. 16</b>
<b>2. VALORACIÓN DE UNA ADQUISICIÓN: LA OPA ORANGE - JAZZTEL</b>	
2.1. LA SITUACIÓN DEL SECTOR DE LAS TELECOMUNICACIONES EN ESPAÑA	<b>Pág. 17</b>
2.2. ANÁLISIS DE LA OPA ORANGE - JAZZTEL	<b>Pág. 21</b>
2.3. VALORACIÓN DE JAZZTEL POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRES	<b>Pág. 23</b>
2.4. VALORACIÓN DE JAZZTEL POR MÚLTIPLOS	<b>Pág. 29</b>
<b>3. CONCLUSIONES</b>	<b>Pág. 32</b>
<b>4. BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>Pág. 33</b>

## RESUMEN

Cuando hablamos de adquisiciones de empresas nos podemos referir básicamente a dos tipos de transacciones diferenciadas; bien una adquisición al uso en la cual la compañía compradora adquiere una participación sustancial de otra empresa, o bien lo que se conoce como fusión donde una empresa se combina con otra dando lugar a una nueva compañía más grande.

Este es el tema del que hablaremos en el presente trabajo dividido en dos partes diferenciadas.

En la primera parte del trabajo, de carácter más teórico, realizaremos una contextualización sobre la variación en el volumen de operaciones y de dinero que han movido las adquisiciones de empresas durante los años 2006 a 2015 además de las motivaciones y causas que pueden influir a las empresas a realizar este tipo de acciones y cuales son algunas de las causas que pueden provocar su éxito o, por el contrario, su fracaso.

El objetivo en esta primera parte es conocer la importancia que tienen estas operaciones debido al enorme movimiento de capitales que producen y cómo la situación macroeconómica vivida debido a la reciente crisis ha influido en su número e importancia.

En la segunda parte, con un enfoque más práctico, veremos un caso concreto, la OPA de Orange sobre Jazztel. Para ello analizaremos las posibles motivaciones que han podido causar la adquisición de la empresa con un análisis del sector de las telecomunicaciones en España. Después veremos los datos de la OPA en sí para posteriormente realizar una valoración propia de la empresa Jazztel a través de varios métodos (por descuento de flujos de caja y por múltiplos) para llegar a una comparativa que nos permita confrontar los datos y llegar a una conclusión sobre el precio que efectivamente se pagó por la operación.

El objetivo en este caso es comprobar si, según nuestras valoraciones, Orange ha realizado una buena compra de Jazztel. ¿Ha ofrecido un precio adecuado? O ¿Está justificada la prima pagada? Serán algunas de las preguntas que contestaremos en esta parte.

## **ABSTRACT**

When we talk about acquisitions of other companies we can refer basically to two differentiated types of transactions; either an acquisition in which the acquiring company obtains a substantial share of another company or a merger where a company is combined with another creating a new and larger company.

This is the issue we will discuss in this paper divided into two main parts.

In the first part of the paper, with a more theoretical nature, we will make a contextualization of the variation in the volume of transactions and money which mergers and acquisitions have moved during the years 2006-2015 in addition to the motivations and causes which may influence the companies to perform such actions and what some of the causes which can lead the success or the failure are.

The goal in this first part is to know the importance of these operations because of the huge capital flow produced and how the macroeconomic situation, due to the recent crisis, has influenced their number and importance.

In the second part, with a more practical point of view, we will see a specific case, the takeover of Orange on Jazztel. We will analyze the possible reasons which may have caused the acquisition of the company with an analysis of the telecommunications sector in Spain. Later we will see the data of the bid and then we will make our own assessment of the company, Jazztel, through various methods (discounted cash flow and multiples) to reach a comparison which allows us to compare the data and get to a conclusion.

The goal, in this case, is to determine, according to our assessments, if Orange has completed a good purchase of Jazztel. Has the company offered a right price? Or is it justified the paid premium? They are some of the questions which we will answer in this part.

## **1. INTRODUCCIÓN Y CONTEXTUALIZACIÓN**

### **1.1. MOTIVACIONES E INTERÉS DEL TRABAJO**

La importancia de la realización de este trabajo sobre las adquisiciones de empresas radica en el enorme volumen de operaciones que este tipo de movimientos genera a nivel mundial.

Aunque, lógicamente, estas operaciones incrementan o disminuyen dependiendo de la coyuntura económica, tal y como veremos, las enormes cantidades de dinero que estos movimientos pueden generar las hacen especialmente relevantes para su estudio.

### **1.2. EVOLUCIÓN DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS**

Durante los últimos años, el mundo y especialmente los países desarrollados, han vivido una crisis económica de importantes consecuencias que, aún hoy, tienen efecto en los mercados. Nuestro objetivo en este punto del trabajo es ver la relación existente entre la situación macroeconómica (a través de diferentes variables) y el número de adquisiciones de empresas que ha habido durante este periodo y como esto ha influido en el volumen de estos movimientos.

#### **1.2.1. Situación macroeconómica durante el periodo 2006 – 2015**

La situación macroeconómica ha sufrido importantes variaciones durante este periodo, desde una época de bonanza económica del año 2006, a la llegada de la crisis con efectos desde 2007 y 2008, hasta ahora donde los países se recuperan poco a poco de la crisis sufrida.

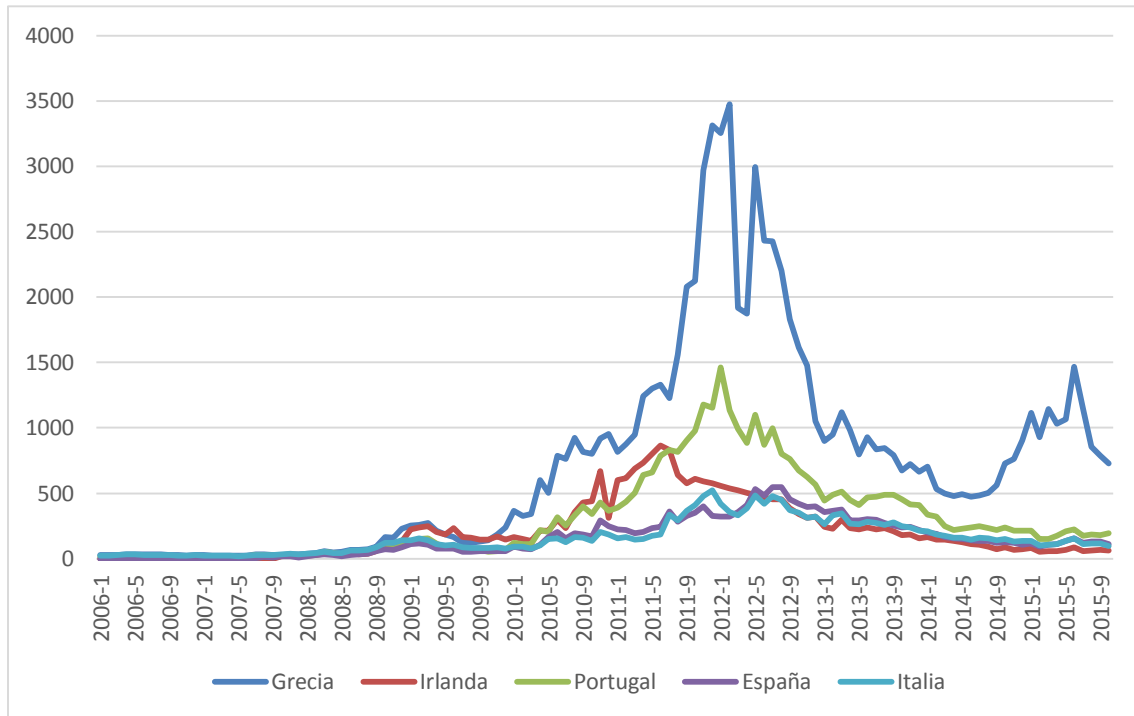
Esta situación ha afectado a toda la economía, a los Gobiernos de los países, a las entidades bancarias, a los ciudadanos y a todo tipo de empresas que han tenido que actuar realizando importantes recortes y reestructuraciones.

Por tanto, la economía afecta a las decisiones estratégicas que toman las empresas, entre ellas, a la posible adquisición de otras compañías.

Una de las variables más conocidas durante este periodo ha sido la prima de riesgo que nos indica el porcentaje de interés de diferencia que piden los inversores a un activo con respecto a otro al que se considera un activo sin riesgo.

En el gráfico siguiente podemos ver la evolución de las primas de riesgo correspondientes a las obligaciones a diez años de la deuda pública de diferentes países europeos.

**Gráfico 1.1. Evolución Mensual de las Primas de Riesgo con respecto al bono alemán**



*Elaboración propia. Datos extraídos de Datos Macro.*

En el gráfico podemos apreciar el aumento de las primas de riesgo de los países con la llegada de la crisis de deuda soberana desde principios del año 2010 con máximos a mediados del año 2012 y su posterior descenso hasta llegar a los niveles actuales.

A excepción de Grecia, que aún hoy continúa con planes de rescate, el resto de países se encuentran con unas primas de riesgo sobre los 140 puntos básicos.

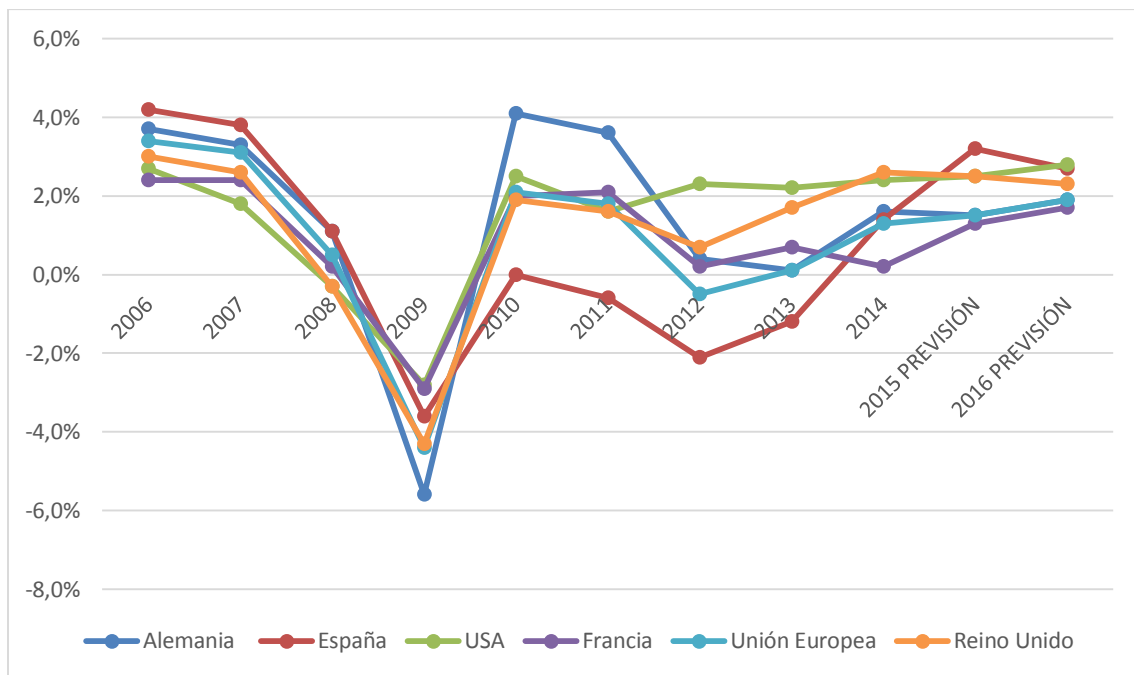
La importancia de esta situación de cara a posibles adquisiciones o fusiones empresariales es, que tal y como veremos en los gráficos de evolución de estas operaciones, en los años donde las primas de riesgo han sido más altas, existen menos operaciones de este tipo por la existencia de una gran incertidumbre económica que impedía la realización de estas operaciones que suponen un enorme desembolso económico (en muchos casos con elevadas primas sobre el valor de mercado)

Menores primas de riesgo permiten un abaratamiento de la financiación de las empresas, lo cual es fundamental debido al desembolso que supone una adquisición de otra empresa, ya no solo por el mero hecho de comprarla, sino por los gastos que supone en muchas ocasiones la integración de esta empresa en la estructura corporativa de la compañía adquirente.

Otra variable macroeconómica especialmente relevante es el crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB). El PIB es el valor monetario que tienen todos los productos y servicios finales producidos en un país durante un año.

Cuando el PIB decrece, es decir su tasa de crecimiento es inferior al 0%, se dice que el país se encuentra en recesión.

**Gráfico 1.2. Evolución del crecimiento del PIB (% anual)**



*Elaboración propia. Datos extraídos del Banco Mundial (años 2006 a 2014) y previsiones (2015 y 2016) de BBVA Research.*

En el gráfico vemos el descenso continuado del crecimiento del PIB hasta el año 2009, donde todos los países tocan fondo, con crecimientos negativos superiores al 2% y que, en el caso de Alemania llegaron al -5,6%. La media de la Unión Europea se encontró en este año en el -4,4 %. A partir de 2009 la situación se recupera poco a poco en casi todos los países, aunque entre los años 2011 y 2013, España sufrió una segunda recesión de menor impacto pero de mayor duración.

Las previsiones para los años 2015 y 2016 es que todos los países sigan creciendo con una tasa media en la Unión Europea del 1,5 % y del 1,9 % para los años 2015 y 2016, respectivamente.

Un mayor crecimiento del PIB, indicativo de una mejor situación económica, anima y fomenta la realización de operaciones de fusiones y adquisiciones.



**Gráfico 1.3. Evolución del IBEX 35 y del Dow Jones (base 2006)**



*Fuente: Yahoo! Finance*

Por último, vamos a evaluar la evolución de los principales índices de la bolsa española (IBEX 35) y de la bolsa estadounidense (DOW JONES).

En el gráfico podemos ver como desde 2008, la bolsa comenzó una trayectoria bajista en ambos índices tocando fondo en 2009. Aquí las bolsas toman dos caminos diferentes, lo que también muestra la evolución de ambos países.

Desde 2009, la bolsa estadounidense no ha dejado de subir y ya en 2013 superó la cotización máxima de finales de 2007 mientras que la bolsa española ha sufrido más la crisis con una breve recuperación hasta 2010 y un nuevo fondo en verano de 2012, durante la crisis de la prima de riesgo. Aún hoy, la bolsa española se encuentra en una cotización parecida a la de inicios de 2006, quedándole aún para alcanzar máximos de 2007.

La situación de los índices bursátiles es muy relevante para el estudio de las operaciones de adquisición, pues son un indicador de la evolución del mercado y están compuestos por las principales empresas de cada estado.

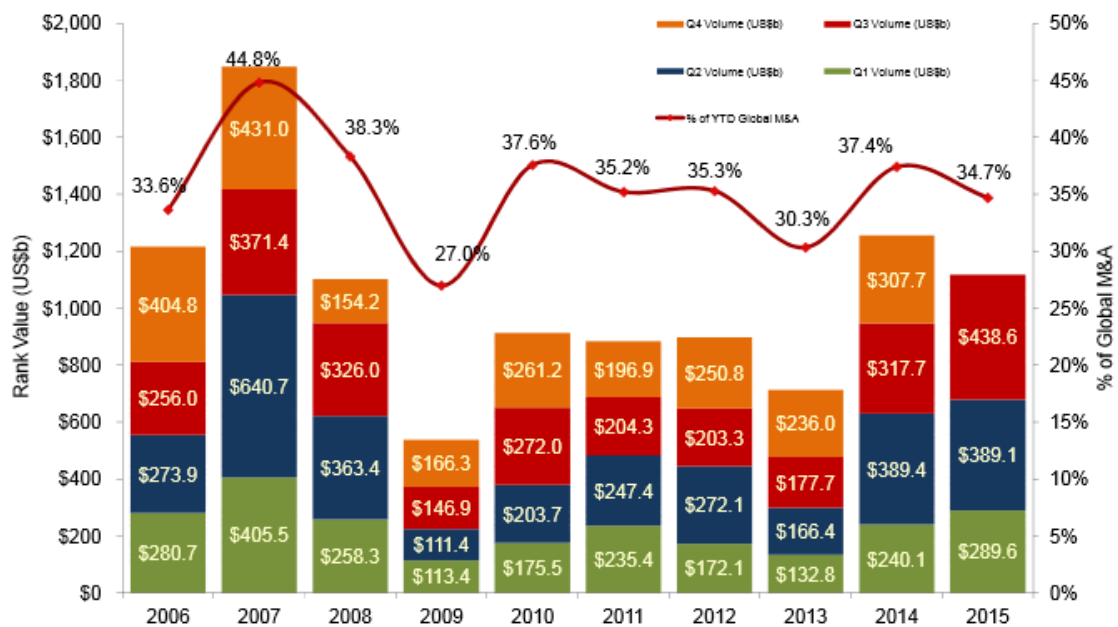
Más adelante veremos cómo en 2009 se produjo el menor volumen de adquisiciones y fusiones, ya que, cuando la bolsa sube, las empresas aumentan su valor e incrementan su capacidad de endeudamiento y su disponibilidad de efectivo, lo que les permite adquirir otras empresas. Además, si las empresas deciden comprar a otra a través de sus propias acciones, estas tendrán un mayor valor en momentos de bonanza económica.

### 1.2.2. Situación de las fusiones y adquisiciones durante el periodo 2006 – 2015

La evolución de la situación económica es uno de los múltiples factores que las empresas tienen en cuenta a la hora de realizar fusiones o adquisiciones de empresas, pero quizás es una de las más importantes y relevantes.

En este apartado del trabajo veremos la evolución de estas operaciones desde 2006 y constataremos el efecto que la situación económica ha tenido durante estos años además de corroborar la relevancia de estas operaciones debido al enorme volumen de dinero que mueven. Para ello empezaremos viendo el volumen mundial de operaciones transfronterizas de fusiones y adquisiciones.

**Gráfico 1.4. Volumen mundial de operaciones transfronterizas**



*Fuente: Thomson Reuters. Datos de 2015 de los tres primeros trimestres.*

En esta perspectiva global, podemos ver como el año 2007 fue el año de más movimientos de la serie histórica tocando fondo en el año 2009 que, tal y como hemos podido ver en el apartado anterior, la crisis ya se encontraba afianzada y representó el año con crecimientos del PIB negativos en la gran mayoría de los países desarrollados.

En los años siguientes se aprecia un leve crecimiento en las operaciones y un posterior estancamiento no superando en ningún caso el volumen de 1.000 billones de dólares.

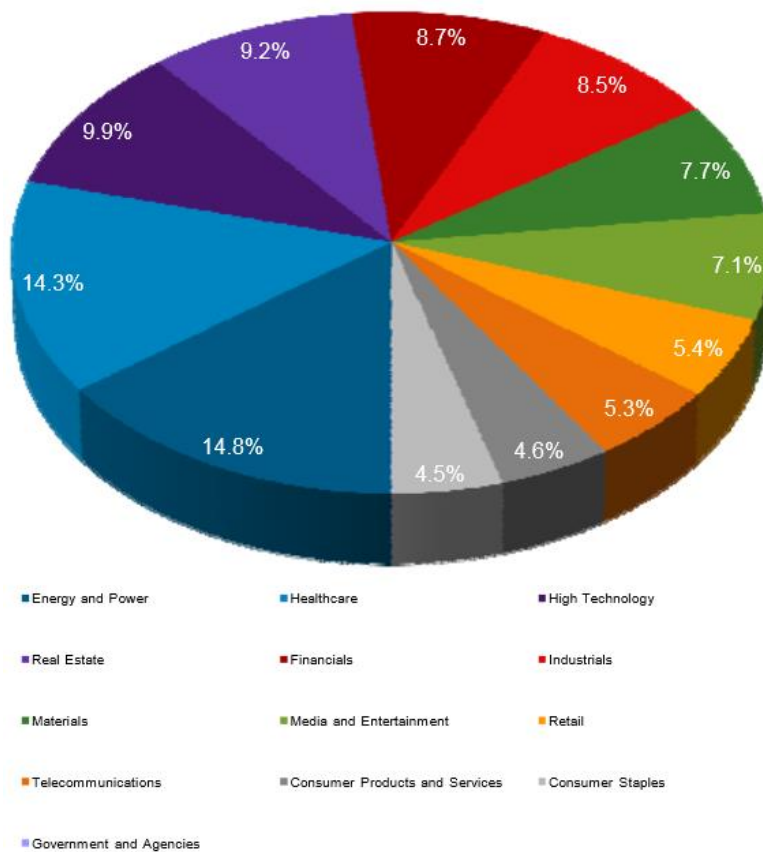
No es hasta 2014 cuando se recupera cotas superiores y se supera la cifra de 2008. El año 2014 representa ya un año de crecimiento económico y de salida paulatina de la crisis.

Del año 2015, aunque solo tengamos datos hasta el tercer trimestre apreciamos un importante aumento, llegando casi a igualar a la cifra de 2014 faltando aún los datos del último trimestre del año.

El año 2015 representa los nueve primeros meses más fuertes desde el 2007 y un aumento del 18 % con respecto a los valores de 2014. Estas cifras representan el 34,7% de las cifras globales de este tipo de operaciones hasta este momento.

Por tanto en este gráfico podemos ver, la importancia de este tipo de operaciones por el volumen de dinero que mueven (más de 1.100 billones de dólares en lo que llevamos de año) y como en los años de crisis económica mundial, este número de operaciones se ha visto disminuido.

**Gráfico 1.5. Fusiones y adquisiciones anunciadas por industria (% del valor monetario total)**



*Fuente: Thomson Reuters*

El 14,8 % del volumen total de operaciones corresponde a empresas del sector energético. En este sector se encuentra la mayor operación en lo que va de año, que es la compra del 100 % de BG Group PLC por parte de Royal Dutch Shell PLC por valor de 81.009 millones de dólares.

El menor porcentaje se encuentra en productos de consumo básico con un 4,5 % del total aunque curiosamente en este sector se encuentra el cuarto mayor movimiento de este año con la fusión de Kraft Foods Group Inc y de HJ Heinz Co actuando esta última como adquiriente en una operación de 54.716,5 millones de dólares.

**Tabla 1.1. Prima pagada por sectores (en %)**

	Mundial		América		USA		Canadá	
	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
Productos y servicios al consumidor	25.3	25.2	18.5	38.2	18.5	41.4	-	-
Productos de consumo básico	22.3	25.3	47.0	43.4	22.2	52.4	42.1	21.0
Energético	26.7	29.5	28.1	26.2	17.8	20.6	48.9	31.8
Financiero	26.5	26.5	31.1	32.1	32.9	34.4	10.9	10.9
Sanitario	32.0	26.2	42.5	28.9	43.8	25.9	43.9	35.4
Alta Tecnología	25.8	26.4	32.4	32.6	32.8	32.7	26.5	32.0
Industrial	25.2	21.6	30.2	33.4	32.1	28.1	-	72.6
Textil	26.6	31.5	29.7	33.5	22.8	26.7	33.6	36.0
Medios de comunicación	28.1	25.3	36.3	24.7	38.4	26.6	-	21.3
Inmobiliario	21.6	19.0	9.6	22.5	9.6	14.8	-	21.1
Minorista	26.7	22.6	40.1	35.1	41.2	32.3	-	-
Telecomunicaciones	21.2	25.4	40.6	20.3	40.6	22.6	-	-
<b>Media Total</b>	<b>26.0</b>	<b>25.7</b>	<b>32.5</b>	<b>31.5</b>	<b>31.5</b>	<b>30.9</b>	<b>36.8</b>	<b>32.3</b>

	EMEA*		Europa		Reino Unido		Asia (ex. Japón)		Japón	
	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
Productos y servicios al consumidor	30.1	23.5	32.5	26.5	30.5	-	16.4	23.5	24.5	21.1
Productos de consumo básico	20.9	19.3	21.8	14.3	45.0	-	17.2	22.1	14.6	35.1
Energético	25.4	30.2	23.5	30.2	42.0	25.9	22.0	25.9	24.3	24.3
Financiero	19.2	22.1	20.3	23.8	44.9	30.4	26.0	24.4	38.5	7.2
Sanitario	24.6	27.6	27.9	26.6	-	20.6	27.1	22.7	25.3	25.3
Alta Tecnología	25.5	29.1	23.3	29.6	32.0	48.1	22.1	22.7	30.4	32.5
Industrial	26.8	26.0	30.0	29.0	29.6	49.7	21.4	17.5	23.6	15.2
Textil	19.3	34.3	20.6	36.5	30.2	55.5	21.9	29.2	22.4	11.2
Medios de comunicación	27.7	31.3	27.7	31.3	28.2	33.9	22.8	24.3	-	21.6
Inmobiliario	15.9	18.0	13.2	20.8	1.6	-	28.3	21.9	21.3	10.0
Minorista	5.3	8.9	5.3	8.9	-	16.8	47.8	12.3	30.2	21.4
Telecomunicaciones	21.4	27.0	13.9	24.8	-	-	15.8	23.0	46.6	7.6
<b>Media Total</b>	<b>23.0</b>	<b>25.3</b>	<b>23.0</b>	<b>26.8</b>	<b>32.5</b>	<b>39.2</b>	<b>22.5</b>	<b>22.7</b>	<b>26.7</b>	<b>21.9</b>

Elaboración propia. Datos extraídos de Thomson Reuters.

\*EMEA: Europa, Oriente Medio y África.

En la tabla anterior podemos ver la prima pagada por sectores y zonas geográficas en fusiones y adquisiciones.

La prima no es más que el sobreprecio que la empresa adquirente debe de pagar con respecto al valor de mercado que tienen las acciones en bolsa (si esta empresa cotiza en bolsa). Esta prima puede estar fundamentada por varias razones:

- Cuando se compran grandes paquetes de acciones, como en el caso de una adquisición donde lo que se pretende es tomar el control de la empresa, el conseguir ese control tiene un 'precio'.
- Si la empresa cotiza en bolsa, para que los accionistas vendan es necesario que se ofrezca un precio superior al precio de mercado.
- Una mayor prima pagada puede ser indicativo del potencial de revalorización que puede tener la empresa tras la adquisición o fusión.
- Otros motivos no económicos que fundamenten una mayor prima pagada.

El país donde las primas son más elevadas es Canadá y donde destacan 3 sectores: productos de consumo básico, sanitario y energético, siendo este último donde las primas son más altas.

El país con primas más bajas es Asia (exceptuando a Japón), donde despunta el sector minorista, con primas que alcanzan el 47,8 %.

A nivel mundial, el sector donde mayores son las primas se encuentran en el sector sanitario, especialmente en USA, un sector donde nos encontramos con empresas farmacéuticas, con un enorme potencial de rendimiento futuro debido a las altas inversiones de I+D que pueden justificar esas altas primas. Por el contrario, la prima más baja se encuentra en el sector de las telecomunicaciones, sin embargo, en Japón, es el sector donde más altas son las primas pagadas este año.

### 1.3. OTRAS MOTIVACIONES EMPRESARIALES PARA REALIZAR UNA ADQUISICIÓN

Aunque la situación económica es uno de los motivos más potentes a la hora de realizar este tipo de operaciones, debido a la alta relación existente entre la macroeconomía y el movimiento de dinero que estas operaciones genera, no son las únicas motivaciones que llevan a una empresa a adquirir o fusionarse con otras.

Una empresa puede ver interesante la compra de otra por estos otros motivos:

- **Obtención de sinergias operativas**

Es uno de los motivos principales en fusiones horizontales (aquellas producidas entre dos empresas del mismo sector).

Gracias a ellas se pueden conseguir economías de escala y de alcance, ante la posibilidad de poder compartir procesos y aumentar el volumen de producción así como la posibilidad de compartir costes.

- **Economías de integración vertical**

Principales ventajas en fusiones verticales (aquellas producidas entre empresas que mantienen una relación cliente-proveedor).

Existen dos tipos de fusiones verticales, las de integración hacia delante, con empresas que venden o distribuyen nuestros productos y las de integración hacia detrás, que persigue la compra de empresas que actúan como proveedores de alguna de las materias primas necesarias para el proceso productivo de la empresa compradora.

Los principales motivos proceden del aseguramiento y control (de una materia prima imprescindible para la empresa, por ejemplo) así como mejorar la administración y facilitar la coordinación (por ejemplo, de las ventas del producto en el mercado).

La principal ventaja procede de la eliminación de costes contractuales y de transacciones. Si por ejemplo antes comprábamos una determinada materia prima a un proveedor, ya no tendremos que pagar el beneficio que antes obtenía al ser una compañía de nuestra propiedad.

- **Mejoras en la gestión**

Esta motivación surge en empresas mal gestionadas y con problemas, donde el equipo directivo no está ejerciendo una buena administración de la empresa.

La compra por parte de otra empresa puede permitir, gracias a las mejoras en la gestión, reducir los costes o aumentar los beneficios, lo cual justificaría esa prima pagada a la hora de la adquisición de la compañía.

- **Empleo de fondos excedentes**

Uso de excedentes de tesorería en compra de empresas como parte de una inversión que pueda generar otro tipo de sinergias a la empresa adquirente.

- **Adquisición de recursos complementarios**

La fusión permite obtener componentes necesarios para el proceso productivo de la empresa adquirente.

- **Aumentar el poder de mercado**

Lógicamente, la compra de una empresa permitirá aumentar el poder y la presencia de esta en el mercado, aunque esta razón no es suficiente por sí sola, pues justificaría cualquier tipo de adquisición.

Además hay que tener en cuenta que en caso de existir adquisiciones entre dos grandes empresas, estas pueden ser impedidas por leyes de protección de la competencia.

- **Diversificación del riesgo**

Con el objetivo de reducir el riesgo económico global de la empresa, puesto que, cada sector tiene una exposición al riesgo diferente.

Sin embargo, no sirve como única motivación, puesto que los inversores ya tienen capacidad de diversificar su cartera ellos mismos.

- **Menores costes de financiación**

Al comprar otra empresa, se consigue aumentar su capacidad de endeudamiento y se reduce su riesgo financiero permitiéndole obtener capital a menores tipos de interés.

Este motivo no es suficiente de cara a los accionistas puesto que, la reducción del riesgo financiero es una simple adaptación a la nueva situación, es decir, no existe una 'ganancia neta' para ellos.

- **Motivaciones de los directivos**

Extender el ámbito de control, puesto que, a los directivos, les interesa más administrar grandes empresas que pequeñas.

Tampoco es motivo suficiente ya que, en todas las empresas, existen problemas de agencia entre lo que quieren los directivos y los accionistas. Los directivos no pueden únicamente pensar en su propio beneficio pues son los accionistas los que lo eligen y a los que debe de mirar de cara a una adquisición de otra compañía, es decir, deben de mirar que la compra cree valor para los accionistas y no solo perseguir motivaciones personales.

## **1.4. FACTORES QUE INFLUYEN EN EL ÉXITO O EL FRACASO DE UNA ADQUISICIÓN**

Lógicamente, cada operación de fusión y adquisición es diferente y cuenta con sus propias particularidades, sin embargo, si existen una serie de factores genéricos a tener en cuenta que pueden marcar el buen (o mal) devenir de la operación.

- **Antes de la operación**

Se hace imprescindible la correcta valoración económica de la empresa y de las sinergias que se pretenden conseguir con la adquisición, así como el correcto estudio de la legislación implicada en la operación. Al final, cuando una empresa quiere comprar a otra, se busca la oportunidad adecuada, habitualmente empresas infravaloradas que cuenten con un enorme potencial de revalorización y para ello se hace imprescindible encontrar ese potencial en otras empresas sin arriesgarse ni endeudarse en exceso, determinando un precio de compra adecuado, que cuente con una prima lo suficientemente atractiva para los accionistas, pero tampoco muy elevada para que se pueda aprovechar las sinergias previstas.

También es imprescindible cuidar la comunicación hacia todos los stakeholders de la empresa (clientes, empleados, accionistas, sindicatos...), negociar adecuadamente y saber cuándo parar, si la negociación no es fructífera.

- **Tras la operación**

Se resume en realizar una correcta y rápida integración y reorganización de las empresas. Para ello se suele crear un equipo con personal de ambas empresas para que se encargue de idear, ejecutar y controlar todo el proceso de unión, teniendo en cuenta las diferentes culturas empresariales existentes en las empresas.

Posteriormente habrá que analizar los activos de la empresa adquirida para decidir cuáles son necesarios y cuales no de cara a conseguir los objetivos de la operación, aunque centrarse en exceso en recortar costes puede también poner en peligro la posterior integración.

Por tanto, de lo anterior, se deduce que factores pueden influir en el fracaso de la operación. Lógicamente una incorrecta valoración de la empresa y de sus sinergias futuras puede provocar un precio de compra inadecuado que o bien nos impida comprar la empresa o bien una vez comprada, nos dé problemas de endeudamiento.

Ignorar a algunos stakeholders, no comprender el negocio adquirido, o no saber integrar correctamente las dos empresas, son factores de riesgo que pueden poner en peligro la correcta unión de las empresas.



## 2. VALORACIÓN DE UNA ADQUISICIÓN: LA OPA ORANGE - JAZZTEL

En esta segunda parte del trabajo analizaremos la Oferta Pública de Adquisición (OPA) de Orange sobre Jazztel que finalizó con éxito el pasado mes de Junio de 2015 y además realizaremos una valoración propia de la empresa Jazztel, a través de varios métodos y cogiendo como datos base las Cuentas Anuales 2014 de la empresa para comparar la OPA realizada con nuestra valoración de la empresa.

Previo a todo lo anterior, intentaremos explicar la importancia de esta operación y el porqué de la misma analizando la situación del sector de las telecomunicaciones en España durante los últimos años.

### 2.1. LA SITUACIÓN DEL SECTOR DE LAS TELECOMUNICACIONES EN ESPAÑA

Como ya hemos comentado, previo al análisis de la OPA de Orange sobre Jazztel, es necesario entender los antecedentes que expliquen las razones de esta importante operación dentro de este sector.

Hasta hace relativamente poco (Julio 2014), España contaba con seis grandes operadores de telecomunicaciones con línea propia que han acabado siendo cuatro un año después tal y como vemos en el siguiente cuadro.

**Cuadro 2.1. Fusiones y Adquisiciones de las principales empresas de telecomunicaciones**



Actualmente España cuenta con cuatro grandes operadores con infraestructura propia, aunque Yoigo es un operador muy pequeño comparado con Movistar, Vodafone y Orange que abarcan más del 80 % de los ingresos del mercado de la telefonía móvil y más del 90 % del mercado de la banda ancha fija de Internet, según datos del primer trimestre de 2015 ofrecidos por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC).

¿Qué ha provocado esta ola de fusiones en este sector?

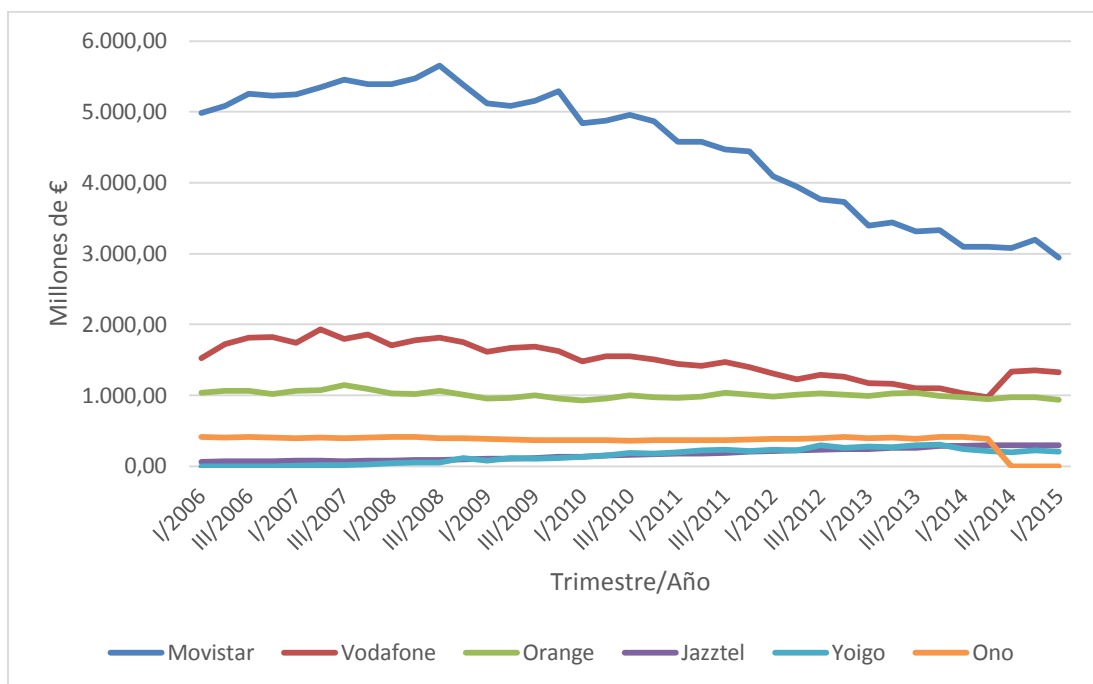
Quizás las causas principales sean el aumento de la competitividad y la necesidad de realizar importantes inversiones para extender nuevas tecnologías como la fibra óptica o las redes 4G.

Vodafone tenía una buena base en el ámbito de la telefonía móvil con una buena cobertura 4G en toda España y 4G+ en las principales capitales de provincia del país, sin embargo, le faltaba estructura de cara a las conexiones fijas de casa. La compra de ONO atiende a esta necesidad. ONO (la primera cablera del país) ha permitido a Vodafone no solo una buena cartera de clientes inicial, sino una gran cobertura de cable por toda España.

La compra de Jazztel por parte de Orange no solo atiende a responder a la compra de ONO por parte de Vodafone sino que nuevamente nos encontramos con la necesidad de complementar sus servicios móviles con los servicios de red fija, es decir, ampliar la cobertura y por tanto, sus clientes potenciales.

Estas fusiones han creado tres grandes grupos en España lo cual puede provocar un oligopolio, por eso las fusiones han estado supeditadas a condiciones por parte de la CNMC. Las operadoras lejos de pensar que esto pueda atentar contra la competencia aseguran que la aumentará.

Esta competencia se ha visto incrementada en los últimos años debido a la crisis económica. La debilidad de la demanda ante la reducción del consumo, ha provocado una reducción de precios en el ámbito de las telecomunicaciones y por tanto de sus ingresos para intentar no solo aguantar a sus clientes sino atraer nuevos con mejores ofertas tal y como vemos en el siguiente gráfico.

**Gráfico 2.1. Ingresos totales por operador**

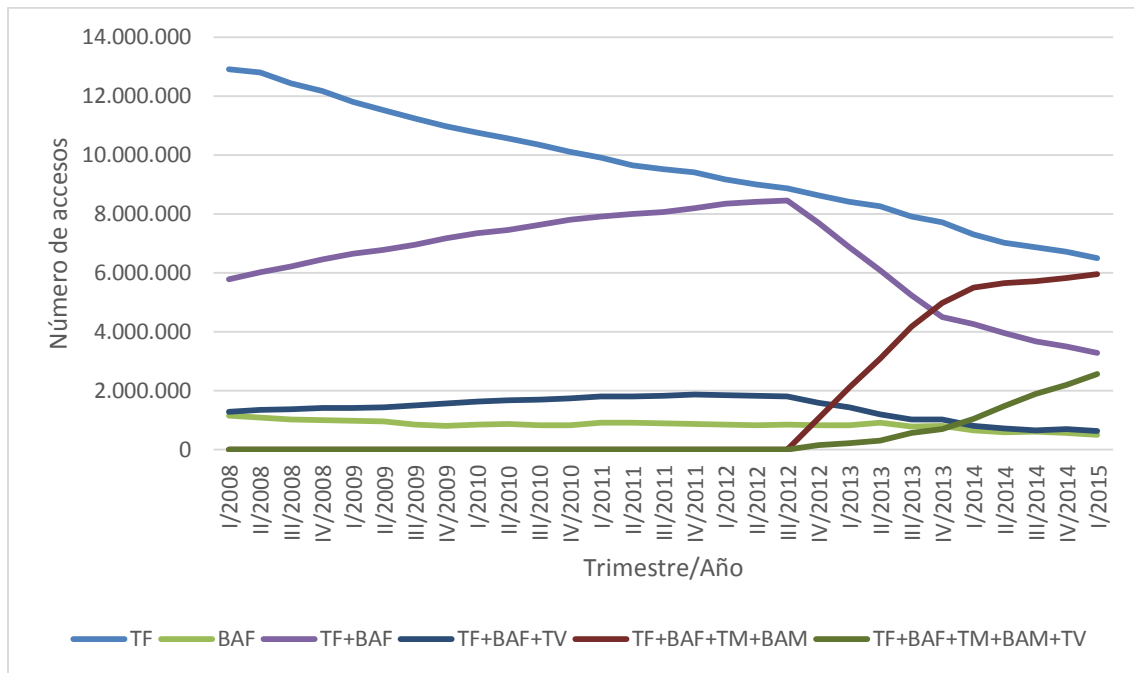
*Elaboración propia. Datos extraídos de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC).*

Este decrecimiento progresivo de los precios se ve claramente en Movistar al ser este el principal operador del país pero también en Vodafone se observa este decrecimiento de manera menos acusada. Orange y ONO se mantienen bastante durante este periodo con ingresos similares y Yoigo y Jazztel por el contrario aumentan poco a poco sus ingresos gracias al trasvase de cliente en busca de mejores ofertas.

Estas mejores ofertas en España han venido acompañadas de dos palabras: paquetes convergentes.

La llegada de Movistar Fusión en octubre de 2012 como la primera oferta que une en un solo precio y una sola factura todas las comunicaciones fijas y móviles de casa, además de la televisión de pago, provocó un importante seísmo que hizo reaccionar al resto de operadores. Quizá esa necesidad por otorgar ofertas similares ha provocado las fusiones vistas para poder complementar su infraestructura. Y es que los empaquetamientos de servicios no han hecho más que crecer en los últimos años tal y como vemos a continuación.

**Gráfico 2.2. Empaquetamiento de servicios finales**



*Elaboración propia. Datos extraídos de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC).*

**NOTA:** TF= Telefonía Fija  
 BAF= Banda Ancha Fija  
 TM= Telefonía Móvil  
 BAM= Banda Ancha Móvil  
 TV= Televisión de pago

Como muestra el gráfico, la llegada de Movistar Fusión en 2012 ha provocado un aumento muy acusado de este tipo de paquetes convergentes con mejores precios gracias a la unión de todos los servicios con un solo operador en una sola factura. Actualmente está aumentando además las ofertas que ofrecen todos los servicios móviles y fijos más la televisión de pago que en algunos casos, como en Movistar Fusión, ya viene incluido en todas sus ofertas gracias a la fusión de Movistar con Canal+.

Y es que todo parece indicar que, próximamente, la batalla estará en la televisión de pago. Con la llegada de unas mejores condiciones económicas, los consumidores pueden estar dispuestos a pagar por ver contenidos de televisión. De hecho la oferta de Canal+ con Movistar no estuvo libre de polémica debido a las duras condiciones impuestas por competencia y a las críticas por parte del resto de operadores que se han visto obligados a mejorar sus ofertas de televisión con nuevas alianzas como Vodafone con Netflix u Orange con Wuaki TV.

Por tanto, tal y como hemos comentado, en el sector existe una gran competencia actualmente, hasta ahora por el precio, debido a la situación económica y, con la mejora de la misma, de cara a una mejor oferta de servicios complementarios.

Con la mejora de la economía, los operadores esperan que esta disminución de precios se revierta con la filosofía de mejorar las condiciones o aumentar los servicios a cambio de un mayor precio, es decir, reducir el coste marginal de sus productos.

## 2.2. ANÁLISIS DE LA OPA ORANGE – JAZZTEL

Una vez analizado el entorno del sector en España que intenta explicar las razones que han llevado a Orange a la compra de Jazztel, a continuación vamos a analizar la OPA en sí con los datos que nos ofrece la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Bolsa de Madrid para posteriormente realizar nuestra propia valoración, comparar ambas compañías y llegar a unas conclusiones.

- **¿La OPA era hostil o amistosa?**

La OPA contaba con el informe positivo del consejo de administración de Jazztel, por tanto, la OPA es amistosa y cuenta con el beneplácito de la empresa opada.

- **¿La empresa compradora poseía ya acciones de la empresa?**

No, Orange no tenía ninguna presencia en el accionariado de Jazztel previa a la OPA.

- **¿Se defendió Jazztel de la compra de Orange con algún tipo de mecanismo de defensa?**

No, la OPA fue amistosa tras llegar a un acuerdo con el accionista mayoritario de la compañía.

- **¿Hubo ofertas competidoras?**

No, Orange fue la única empresa que mostro interés en comprar Jazztel.

- **Medio de Pago utilizado**

Las acciones se pagaron en metálico. Usar como medio de pago acciones (en lugar de pagar con dinero) manda al mercado un mensaje de que la sociedad oferente considera que sus acciones están sobrevaloradas y que por tanto van a disminuir en el futuro. En este caso, se paga en metálico, y podríamos considerar que la sociedad oferente quiere mandar un mensaje de que considera que sus acciones van a subir en el futuro. Sin embargo, el mercado puede captar este mensaje o no pues Orange, para comprar Jazztel, ha tenido que endeudarse y por tanto ha podido aumentar su riesgo financiero, lo cual puede hacer bajar las acciones en bolsa. Así que estos efectos de subida y bajada han podido compensarse no haciendo tan evidente esa subida de precio.

- **Precio ofrecido y prima pagada**

13 € por acción. Este precio ofertado supone una prima del 34 % sobre la cotización media ponderada de los 30 días antes del anuncio de la operación.

- **Porcentaje del capital sobre el que se dirigió la oferta y nº de títulos demandados**

Sobre el 100 % de las acciones de Jazztel que supone un total de títulos demandados de 257.408.582 acciones.

- **Plazo para acudir a la oferta**

Entre el 28 de mayo y el 24 de junio de 2015.

- **¿Existe una condición de porcentaje mínimo para que la OPA sea positiva?**

Sí, para que la OPA saliera adelante, Orange pedía que acudiera a la oferta, al menos, el 51,1 % del capital total de Jazztel.

- **Número de títulos y porcentaje adquirido**

Tras finalizar el periodo de aceptación, Orange obtuvo un total de 244.546.780 acciones, que representa el 94,75 % del accionariado total de la empresa.

Además, tal y como describían las condiciones de la oferta, el 5,25 % restante se ve obligado a vender por la cláusula de venta forzosa por la cual Orange tiene el derecho de comprar el porcentaje que no ha acudido a la OPA si, del 100 % de las acciones, el porcentaje que no ha acudido fuera del 10 % o inferior.

Por tanto, aunque la intención inicial de Orange no fuera excluir a Jazztel de bolsa, la compra de todas sus acciones ha provocado finalmente la exclusión de la empresa de la bolsa española.

### **2.3. VALORACIÓN DE JAZZTEL POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRES**

A continuación se calculará el precio objetivo de la empresa que se pretende comprar (en este caso Jazztel) utilizando diferentes métodos.

Este precio objetivo es el que sirve de base para la negociación y de él surge el precio a pagar. Lógicamente al existir varios métodos, existen varios precios objetivos.

El primer método que veremos en este apartado en la valoración por descuento de flujos de caja libre y para ello usaremos los datos de las Cuentas Anuales a 31 de diciembre de 2014 de la empresa.

Entendemos por flujo de caja libre aquel que se espera que produzcan los activos de la empresa y que puede ser distribuido entre los accionistas y los acreedores de la misma.

El Free Cash Flow (FCF) de Jazztel en 2014 ha sido de -268.879 miles de €, lo que nos indica que no se está generando flujo de caja libre dada las altas inversiones realizadas.

Por un lado, la inversión en capital circulante se calcula teniendo en cuenta la variación de los saldos de proveedores, clientes y existencias. En el caso de Jazztel, existe una necesidad de financiación debido a la disminución de proveedores y al aumento de los deudores y aunque la disminución de existencias nos permitiría tener una menor necesidad de financiación esta es muy pequeña comparado con los otros dos conceptos. Esto produce un menor FCF.

Por otro lado la inversión en capital fijo (o CAPEX), se halla con la variación de los saldos contables de inmovilizado y con la amortización anual. Este apartado es la principal razón que provoca que en el ejercicio 2014 el FCF sea negativo. Jazztel se encuentra en este ejercicio invirtiendo fuertemente en inmovilizado, especialmente en inmovilizado material.

Tabla 2.1. Cálculo del Free Cash Flow (datos en miles de €)

	2014	2013
<b>EBIT</b>	<b>92.253</b>	<b>80.148</b>
- Impuestos *	0	0
<b>= NOPAT</b>	<b>92.253</b>	<b>80.148</b>
+ Amortización	123.689	103.896
<b>= CF Operativo</b>	<b>215.942</b>	<b>184.044</b>
- Inversiones en Capital Circulante (1)	55.268	
- Inversiones en Activo Fijo (2)	429.553	
<b>= FCF</b>	<b>-268.879</b>	

<b>(1) Inversiones en Capital Circulante</b>				
	2014	2013	Variación 2014 - 2013	
<b>Deudores</b>	195.281	171.694	23.587	<b>+ Necesidad de Financiación</b>
<b>+ Existencias</b>	458	1.154	-696	<b>- Necesidad de Financiación</b>
<b>- Proveedores</b>	255.896	288.273	-32.377	<b>+ Necesidad de Financiación</b>
<b>= Fondo Maniobra</b>	-60.157	-115.425		
<b>Variación en el capital circulante</b>	<b>55.268</b>			<b>Aumenta el capital circulante, y por lo tanto la necesidad de financiación. Esto disminuirá el FCF</b>

<b>(2) Inversiones en Activo Fijo</b>					
	2014	2013	Variación 2014 - 2013		
CAPEX de crecimiento	<b>Inmovilizado Inmaterial</b>	43.316	37.828	5.488	<b>Se está invirtiendo</b>
	<b>Inmovilizado Material</b>	968.080	667.704	300.376	<b>Se está invirtiendo</b>
CAPEX de mantenimiento	<b>Dotación Amortización del Inmovilizado</b>	123.689			
	<b>Variación Inmo. + Amortización</b>	<b>429.553</b>			<b>La variación es positiva y esto disminuirá el FCF</b>

\*: En este caso el impuesto no afecta al cálculo pues no existe un gasto por impuesto sino un ingreso.

Para poder corregir el impacto que tienen las inversiones en el FCF, se ha estimado un FCF basado en necesidades de inversión a futuro. La corrección se basa en que la inversión en capital circulante tiende a cero a lo largo del tiempo y en que la inversión en activo fijo se acota al CAPEX de mantenimiento, ya que no se puede estar invirtiendo a lo largo del tiempo al ritmo actual. Estos cambios de criterio nos dan como solución un FCF sostenible a largo plazo de 92.253 miles de €.



**Tabla 2.2. Cálculo del Free Cash Flow a largo plazo (datos en miles de €)**

	2014
<b>EBIT</b>	<b>92.253</b>
- Impuestos	0
<b>= NOPAT</b>	<b>92.253</b>
+ Amortización	123.689
<b>= CF Operativo</b>	<b>215.942</b>
- Inversiones en Capital Circulante	0
- Inversiones en Activo Fijo	123.689
<b>= FCF a largo plazo</b>	<b>92.253</b>

Lo siguiente que necesitamos para conocer el valor de la empresa es calcular el periodo explícito. En negocios estables se suelen utilizar los 5 años como periodo, sin embargo estimamos que Jazztel es una empresa que se encuentra en crecimiento (un 15% más de EBIT de 2013 a 2014) por lo que vamos a ampliar ese periodo a 6 años.

Una vez tenemos el free cash flow a largo plazo y el periodo explícito necesitamos calcular el WACC o coste medio ponderado de capital, que es el coste de financiación de los activos de la compañía.

El WACC combina el coste de la financiación de los fondos propios o rentabilidad exigida por los accionistas y el coste de la financiación ajena, teniendo en cuenta la proporción en la que la empresa se financia (% de Deuda ajena; % de Equity o fondos propios).

#### **a) Coste de las acciones o Ke**

Para calcular el Ke o rentabilidad exigida por los accionistas, se tendrá en cuenta la beta de la empresa, la rentabilidad libre de riesgo y la rentabilidad del mercado.

La beta de esta empresa, según investing.com, es de 0,47, lo que califica los títulos de esta empresa como defensivos, es decir, que varían menos que lo que varía el mercado al ser esta beta menor que la unidad. La razón de que la beta sea tan baja ha sido provocada, entre otras razones, por los continuos rumores de compra meses antes que estancaron el precio de la acción sobre los 12,5 €. Para determinar la rentabilidad libre de riesgo tomamos como dato la rentabilidad de las obligaciones a diez años en España a noviembre de 2015 (país donde cotizaba la empresa). Por último, para determinar la rentabilidad del mercado hallamos la media de las rentabilidades ofrecidas por el IBEX 35 en los últimos diez años (hacemos una media histórica para calcular el rendimiento del mercado a lo largo de un ciclo económico con subidas y bajadas y evitar que el valor utilizado para el rendimiento del mercado o  $R_m$  sea menor que la rentabilidad que ofrecen emisiones de renta fijas tanto privadas como públicas, lo cual desde el punto de vista teórico sería una incoherencia).

Con todos estos datos, y hallada la prima de riesgo que no es más que la diferencia entre la rentabilidad del mercado y la libre de riesgo, obtenemos una rentabilidad exigida por los accionistas (Ke) de 4,58%.

**b) Coste de la deuda o Kd**

Para hallar el coste de la financiación ajena partimos de las cuentas anuales, de donde se obtienen los gastos financieros del último año y se dividen entre la deuda ajena total de la empresa. Sin embargo, no se puede aplicar este tipo de interés directamente pues hay que tener en cuenta que el impuesto de sociedades (28 %) reduce el coste de la deuda.

Hechos todos los cálculos, obtenemos un coste de la deuda ajena de 4,73%.

Teniendo en cuenta la estructura de financiación de la empresa (%Equity/%Deuda ajena), obtenemos un WACC del 4,59%. Este será el menor a tener en cuenta a la hora de hallar el valor residual, ya que se supondrá un aumento del WACC de 0,25 % para compensar las variaciones en el coste de la deuda y la rentabilidad exigida por los accionistas para los diferentes escenarios, siendo el WACC más alto considerado de 5,59 %.

**Tabla 2.3. Cálculo del WACC (datos en % y en miles de €)**

<b>Cálculo del coste de las acciones (Ke)</b>	
<b>Ke</b>	<b>4,58%</b>
Beta	0,47
Rf	1,746%
Rm	7,77%
(Rm-Rf)	6,02%
<b>Cálculo del coste de la Deuda (Kd)</b>	
Gastos financieros	26.979
Deuda Financiera	410.644
<b>Kd</b>	<b>6,57%</b>
Tasa Impositiva	28,00%
<b>Kd'</b>	<b>4,73%</b>
<b>Estructura Financiera óptima</b>	
Capitalización	3.219.967
Deuda Financiera	410.644
% Equity	88,69%
% Deuda	11,31%
<b>Cálculo del WACC</b>	
<b>WACC</b>	<b>4,59%</b>

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

$$Kd' = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda financiera}} * (1 - \text{tasa impositiva})$$

$$WACC = Ke * \frac{\text{Equity}}{\text{Equity} + \text{Deuda}} + Kd(1 - \text{tasa impositiva}) * \frac{\text{Deuda}}{\text{Equity} + \text{Deuda}}$$

Por tanto, hallado el WACC, y el FCF, suponemos dos escenarios:

- **Escenario 1:** se supone una tasa de crecimiento 'g' del 9,8%. Este crecimiento ha sido calculando teniendo en cuenta la ROE de Jazztel (15,16 %) y una tasa de reparto pay-out del 35,37 %. Jazztel nunca ha repartido dividendos, por tanto, esta tasa de reparto se ha obtenido a través de la media de tasas de reparto de una empresa comparable (Telefónica) durante los últimos cinco ejercicios.
- **Escenario 2:** se supone una g del 3,2 %, que es el crecimiento esperado del PIB de la economía española para el año 2015.

Determinados los diferentes escenarios, procedemos a calcular el valor de la empresa con la siguiente fórmula:

$$\text{Valor Empresa} = \frac{FCF 1}{1 + WACC} + \frac{FCF 2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCF 6}{(1 + WACC)^6} + \frac{\text{Valor Residual 6}}{(1 + WACC)^6}$$

Donde,

$$\text{Valor Residual del año 6} = \frac{FCF 7}{WACC - g}$$

Siendo  $g$  el crecimiento a perpetuidad que varía según los escenarios que hemos estimado anteriormente (9,8 % y 3,2 %)

Una vez calculado el valor de la empresa se calcula el valor de sus acciones de la siguiente forma:

$$V. \text{ acciones} = V. \text{ empresa} - \text{Deuda Financiera Neta}$$

Siendo la deuda financiera neta,

$$DFN = \text{Deuda financiera} - \text{Efectivo e IFT}$$

Por último se calcula el precio objetivo dividiendo el valor de las acciones entre el número de acciones.

Después de haber realizado toda la parte de los cálculos y habiendo obtenido unos resultados definidos, llega la parte del análisis.

Como bien dijimos anteriormente teníamos dos escenarios diferentes, y el peor precio obtenido, obviamente en el escenario dos, es de 8,80 €, y por el contrario, la mejor posibilidad del escenario uno es de 22,71 €. En esos valores está nuestro rango de opciones de valoración de la empresa Jazztel.

Como vemos es un rango de precios muy amplio. Sin embargo plantear un crecimiento de casi el 10 % quizás es demasiado elevado pues, aunque la empresa ha crecido mucho durante estos años, es lógico pensar que este crecimiento tendera a la estabilización en los próximos años. Es por eso por lo que vamos a centrarnos en un escenario de crecimiento similar al crecimiento del PIB español, es decir, el escenario dos que habíamos planteado.

En el siguiente gráfico podemos ver el rango de precios de nuestra valoración en este escenario.

**Tabla 2.4. Valoración del precio por acción de Jazztel en un escenario de crecimiento del 3,2 %**

<b>WACC</b>	<b>4,59%</b>	11,57 €	12,40 €	13,40 €	14,60 €	<b>16,10 €</b>
	<b>4,84%</b>	10,73 €	11,43 €	12,25 €	13,24 €	14,43 €
	<b>5,09%</b>	10,00 €	10,59 €	11,28 €	12,10 €	13,06 €
	<b>5,34%</b>	9,36 €	9,87 €	10,46 €	11,14 €	11,94 €
	<b>5,59%</b>	<b>8,80 €</b>	9,24 €	9,75 €	10,32 €	11,00 €

Como vemos en este escenario tenemos un rango de precios más cerrado y adecuado que varía entre los 8,80 € la acción y los 16,10 € la acción.

Recordamos que Orange pagó por Jazztel 13 € por acción, por tanto, y según nuestra valoración, el precio pagado por Jazztel se acerca más al precio optimista de este escenario que al pesimista de los que nosotros hemos valorado y por tanto se ajusta a los rangos que hemos estimado.

La razón por la cual Orange pago 13 € por acción acercándose más al precio optimista puede deberse no solo a causas económicas. Recordamos que, tal y como analizamos anteriormente, las empresas no solo buscan razones económicas cuando adquieren a otra empresa, también pueden buscar aumentar su cuota de mercado, conseguir tecnologías complementarias de las que no se dispone o la obtención de sinergias que justifiquen un determinado precio.

Al analizar el sector en España ya comentamos que Orange compro Jazztel no solo para reaccionar a la compra de ONO por Vodafone y así poder igualar las cuotas de mercado de sus competidores, sino que necesitaban un buen despliegue de fibra óptica, de la que Orange carecía y de la que Jazztel ya disponía.

En cuanto a las sinergias, Orange comunicaba que esperan obtener 1.300 millones de euros en valor actual, gracias a ahorros en costes de operación e inversiones en la red, que supone otra importante razón para justificar la prima pagada.

Por tanto, y según nuestros resultados, Orange ha realizado una correcta valoración de Jazztel pagando un precio por acción adecuado según el rango de precios que hemos calculado.

## 2.4. VALORACIÓN DE JAZZTEL POR MÚLTIPLOS

Una vez que hemos valorado la empresa Jazztel a través de la estimación de sus flujos de caja libre, a continuación, vamos a valorar la empresa a través de distintos múltiplos y ratios. Para ello vamos a comparar los ratios de Jazztel con los ratios de una empresa comparable en el mercado español, en este caso, Telefónica. Con esta comparación podemos llegar a la conclusión de si Jazztel era una empresa infravalorada y, por tanto, una buena posibilidad de compra.

**Tabla 2.5. Datos de Pérdidas y ganancias, balance y cotización bursátil de Jazztel y Telefónica (valores en millones de euros)**

		Datos de Jazztel a 31/12/2014	Datos de Telefónica a 31/12/2014
Pérdidas y ganancias	Ventas	1093,244	8727
	EBITDA	215,942	4588
	Amortizaciones	123,689	64
	EBIT	92,3	4524
	Bº neto	75,8	2604
Balance	Deuda Financiera Neta	410,644	5694
	Fondos propios	494,886	24232
	CAPEX: Inversiones en Activos Fijos	55,268	27
	NOF: Inversiones Netas en Circulante	429,553	-91
Datos Bursátiles	Nº de acciones (millones de acciones)	256	4.657
	Precio por acción (a 31/12/2014)	12,55 €	11,92 €
	Capitalización Bursátil (a 31/12/2014)	3215,95	55513

**Tabla 2.6. Ratios de Jazztel y Telefónica**

	Jazztel	Telefónica
PER – Price Earnings Ratio	42,4	21,3
P/CF – Price to Cash Flow	16,11932	20,80639
P/BV – Price to Book Value	6,5	2,3
Valor Empresa /Ventas	3,3	7,0
Valor Empresa /EBITDA	16,8	13,3
Valor Empresa /EBIT	39,3	13,5

Una vez tenemos los diferentes ratios vamos a explicarlos uno por uno, indicando sus diferentes peculiaridades para finalmente hacer una conclusión final del análisis de todos ellos.

- **PER (Price Earnings Ratio)**

Es quizás uno de los ratios más utilizados por su sencillez y relaciona el precio entre el beneficio por acción de la empresa.

Hablando a nivel general, decimos que una empresa cuyo PER es inferior a otra, esta es más barata (infravalorada) y por tanto, una empresa adecuada para su adquisición, sin embargo, nos encontramos que Jazztel tiene un PER muy superior al de Telefónica (42,4 frente a 21,3). A simple vista podríamos pensar que Jazztel es una empresa muy cara para su compra, pero hay una razón que justifique esta diferencia y se encuentra en su dotación de amortización.

A pesar de que Jazztel es una empresa casi ocho veces más pequeña que Telefónica, basándonos en su cifra de negocios, esta tiene casi el doble de amortizaciones que Telefónica.

Esto produce una disminución considerable del beneficio de Jazztel lo que reduce el denominador del ratio y hace que este, globalmente, aumente.

El efecto de estas amortizaciones hace que los resultados de este ratio no sean comparables en este caso, haciendo más realistas y creíbles los resultados de otros ratios que no tengan en cuenta el efecto disminución de estas amortizaciones, como por ejemplo en el siguiente ratio que analizamos.

- **P/CF (Price to Cash Flow)**

Este ratio relaciona el precio de la acción y el Cash flow ( $B^0$  neto + amortizaciones).

En este caso, al sumar las amortizaciones, eliminamos ese efecto disminución haciendo de este ratio más adecuado para su análisis.

Con este ratio ya podemos ver como Jazztel, con respecto a Telefónica, es una empresa infravalorada ya que tiene un ratio menor (16,11 frente a 20,8).

En este ratio el uso del cash flow en lugar del beneficio neto permite una menor manipulación contable.

- **P/BV (Price to Book Value)**

Relaciona el precio de la acción con el valor contable de la acción.

Los resultados que obtenemos son que Jazztel con un valor de 6,5 está por encima de Telefónica con un valor de 2,3 en este ratio.

La conclusión a la que podíamos llegar es que Jazztel está sobrevalorada, aunque en este caso, la razón por la que este ratio es superior en Jazztel se puede encontrar en los fondos propios de la empresa, que en el caso de Jazztel son inferiores debido a unas reservas en su balance de menos 443 millones de euros provocado porque Jazztel ha tenido beneficios negativos durante gran parte de sus ejercicios.

- **Valor Empresa/Ventas**

Con este ratio podemos ver como Jazztel se encuentra infravalorada con respecto a Telefónica con EV/Ventas de 3,3 frente a 7.

- **Valor Empresa/EBITDA**

En este ratio nos encontramos que Jazztel tiene un valor ligeramente superior al de Telefónica (16,8 contra 13,3).

La razón principal que sustenta este hecho es que este ratio presta especial atención a la gestión operativa de la compañía.

En este caso, Jazztel se encuentra ligeramente por encima por tener unos costes elevados (aprovisionamientos, personal etc...) por lo que, podríamos pensar que la gestión de la empresa es mejorable.

Esto sin duda es una oportunidad para la empresa compradora de aprovechar las sinergias que la unión provocará para mejorar la gestión y reducir los costes.

De hecho, tal y como comentábamos anteriormente, Orange espera obtener 1.300 millones de euros en valor actual de sinergias procedentes de la fusión.

- **Valor Empresa/EBIT**

Por último nos encontramos con el ratio EV/EBIT donde nuevamente Jazztel vuelve a estar por encima de Telefónica con un valor de 39,3 y 13,5 respectivamente.

Sin embargo, con este ratio, nos volvemos a encontrar con el mismo problema que distorsionaba el ratio PER, la amortización.

Por eso no es totalmente fiable el dato que obtenemos con este ratio y por ello es mejor fijarse en el ratio P/CF ya que elimina este efecto, tal y como vimos.

Una vez analizados los ratios uno a uno, podemos llegar a una conclusión global.

Aunque hay varios ratios que son superiores a los de Telefónica y que, aparentemente, podrían llevarnos a una conclusión de que Jazztel es una empresa sobrevalorada, analizando más detenidamente las cuentas anuales de Jazztel, vemos como estos ratios se encuentran distorsionados por varias razones y que aquellos ratios que no están afectados por estos valores muestran, efectivamente, que la empresa se encuentra infravalorada con respecto a su comparable.

Por tanto, podemos concluir, que Jazztel es una empresa con gran futuro, con capacidad de crecimiento y que se encuentra infravalorada en bolsa. Esto junto con las otras razones que tiene Orange para comprarla (sinergias, complementar su infraestructura, mejorar su cuota de mercado...) hace de Jazztel una empresa adecuada para su compra.

### 3. CONCLUSIONES

Tras realizar todo el análisis tanto de las adquisiciones y fusiones a nivel mundial, como del sector de las telecomunicaciones en España y realizar nuestra valoración de la empresa Jazztel, llega la hora de llegar a unas conclusiones globales.

En primer lugar podemos decir, tal y como indicamos al inicio de este trabajo, es que las adquisiciones y fusiones de empresas tienen una gran importancia a nivel mundial porque mueven una enorme cantidad de dinero y que estas están aumentando considerablemente tras la época de crisis que hemos vivido. Y es que todo parece indicar que este 2015, el número de operaciones superará el dato de 2014 y se acercará al dato más alto de la serie histórica producido en 2007.

En segundo lugar podemos concluir que el sector de las telecomunicaciones en España se encuentra en un periodo de mucho movimiento. En los últimos meses hemos visto dos grandes fusiones en este sector que han creado cuatro grandes grupos de telecomunicaciones lo que ampliará la competencia entre ellos por ofrecer un buen servicio al mejor precio.

Asimismo hemos podido ver la importancia que los paquetes convergentes han tenido en este periodo por ofrecer todas las telecomunicaciones que los clientes necesitan en una sola factura con un precio más bajo y la necesidad de las empresas de fusionarse con otras para complementar y reforzar su infraestructura, necesario para ofrecer estos paquetes convergentes tan populares.

En tercer lugar hemos visto como, con la mejora de la situación económica, la nueva batalla en el sector se encontrará en la televisión de pago y en los servicios complementarios. De hecho ya existen múltiples acuerdos para mejorar los contenidos audiovisuales como Vodafone con Netflix u Orange con Wuaki TV, movimientos provocados por la fusión de Movistar con Canal +. La mejora de la economía permitirá a las empresas aumentar el coste de las facturas a cambio de ofrecer más servicios con el objetivo de reducir el coste marginal de los productos (por ejemplo, aumentar de 1GB a 1,5GB nuestra tarifa de datos móviles aumentando nuestra factura 1 € al mes)

Y por último, hemos analizado la OPA de Orange sobre Jazztel y hemos comprobado que el precio pagado por Orange (13 € por acción) para comprar Jazztel es adecuado y se encuentra dentro de nuestra horquilla de precios tras la valoración que hemos realizado de la empresa a través del descuento de flujos de caja libres y como valorando los ratios de Jazztel con Telefónica hemos visto que Jazztel era una empresa infravalorada con gran potencial de revalorización y que junto con las necesidades de Orange de complementar su infraestructura y de mejorar su gestión para conseguir sinergias, hacían de Jazztel una empresa adecuada para su compra.



## 4. BIBLIOGRAFÍA

MASCAREÑAS, J. 2005. *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. 4ª ed. Madrid. McGraw Hill.

ZOZAYA GONZÁLEZ, N. 2007. *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*. Madrid. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa. Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

THOMSON REUTERS [sitio web] 2015. *Mergers & Acquisitions review. Financial advisors. First nine months 2015*. [Consulta: 3 Noviembre 2015]. Disponible en: <http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-3Q15-%28E%29.pdf>

DATOSMACRO [sitio web]. 2015. Datosmacro, *Prima de riesgo de los países* [Consulta: 5 Noviembre 2015]. Disponible en: <http://www.datosmacro.com/prima-riesgo>

BANCO MUNDIAL [sitio web]. 2014. World DataBank, *Crecimiento del PIB (% anual)*. [Consulta: 5 Noviembre 2015]. Disponible en: <http://databank.bancomundial.org/data/home.aspx>

BBVA RESEARCH [sitio web]. 2015. BBVA Research, *Previsión del crecimiento del PIB (% anual)*. [Consulta: 5 Noviembre 2015]. Disponible en: <https://www.bbvaresearch.com/previsiones/>

YAHOO FINANCE. [Sitio web]. 2015. [Consulta: 5 noviembre 2015]. Disponible en: <https://es.finance.yahoo.com/>

COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA [sitio web]. 2015. CNMC Data, *Ingresos totales del sector por operador (millones de euros)*. [Consulta: 8 noviembre 2015]. Disponible en: [http://data.cnmc.es/datagraph/jsp/inf\\_trim.jsp](http://data.cnmc.es/datagraph/jsp/inf_trim.jsp)

COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA [sitio web]. 2015. CNMC Data, *Empaquetamiento de servicios finales (número de accesos)*. [Consulta: 8 noviembre 2015]. Disponible en: [http://data.cnmc.es/datagraph/jsp/inf\\_trim.jsp](http://data.cnmc.es/datagraph/jsp/inf_trim.jsp)

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES [sitio web]. 2015. *Consultas a registros oficiales, OPA Jazztel*. [Consulta: 8 noviembre 2015]. Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folletos/OPA.aspx?numreg=372>

BOLSA DE MADRID [sitio web]. 2015. *Operaciones financieras, OPAs*. [Consulta: 8 noviembre 2015]. Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Operaciones/OperFinancieras/OPAs.aspx>

ORANGE [sitio web]. 2014. *Comunicado de prensa: Orange lanza una oferta por el operador español Jazztel* [Consulta: 8 noviembre 2015]. Disponible en: [http://acercadeorange.orange.es/UplImages/files/3555/np\\_orangejazztel\\_sept\\_8cacfa33d3693ac450707912b.pdf](http://acercadeorange.orange.es/UplImages/files/3555/np_orangejazztel_sept_8cacfa33d3693ac450707912b.pdf)

TESORO PÚBLICO. [Sitio web]. 2015. [Consulta: 10 noviembre 2015]. Disponible en: <http://www.tesoro.es/>

BOLSA DE MADRID [sitio web]. 2015. *Ficha Telefónica S.A.* [Consulta: 12 noviembre 2015]. Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Operaciones/FichaValor.aspx?ISIN=ES0178430E18&ClvEmis=78430>

BOLSA DE MADRID [sitio web]. 2015. *Ficha Jazztel p.l.c.* [Consulta: 12 noviembre 2015]. Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=GB00B5TMSP21&ClvEmis=57933>

INVESTING. [Sitio web]. 2015. [Consulta: 12 noviembre 2015]. Disponible en: <http://es.investing.com/>

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES [Sitio web]. 2015. *Cuentas Anuales 2014 de Jazztel plc.* [Consulta: 15 noviembre 2015]. Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=N0067816I>

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES [Sitio web]. 2015. *Cuentas Anuales 2014 de Telefónica S.A.* [Consulta: 15 noviembre 2015]. Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A-28015865>