



knowsquare .

OFELIA MARÍN-LOZANO

12 DE OCTUBRE DE 2016

ANÁLISIS ECONÓMICO SEPTIEMBRE 2016

INFORME

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa de la
Autora y Know Square S.L.

Tipos bajos y operaciones corporativas

El escenario de tipos de interés excepcionalmente bajos, que llegan a situarse incluso en terreno negativo en los plazos cortos, constituye un aliciente indudable para las operaciones corporativas. Las grandes empresas europeas, con buen *rating* crediticio, tienen acceso a financiación a largo plazo a tipos fijos muy inferiores a las rentabilidades que pueden obtener invirtiendo en la compra de acciones de sus propios competidores. La rentabilidad por dividendo media ofrecida por las compañías del Euro Stoxx 50 supera claramente, a los precios actuales, el 4%, mientras el tipo de interés a largo plazo al que se financian dichas compañías se sitúa en niveles claramente inferiores, del orden del 1% a diez años y de menos del 2% a 20 años. **Obtener financiación a 20 años a un tipo fijo inferior al 2% anual, permite acometer, sin grandes riesgos financieros, operaciones corporativas de gran envergadura, pagando precios que, en otro escenario de tipos de interés, serían prohibitivos.**

A título indicativo, la principal inmobiliaria francesa, **Unibail-Rodamco, emitió esta pasada primavera bonos a 15 y 20 años a tipos fijos del 1,4% y del 2% respectivamente.** Con estos costes de financiación la adquisición, por ejemplo, de un centro comercial con una rentabilidad por alquiler inicial del 6%, con recurso exclusivo a deuda, permitiría no solo hacer frente con enorme holgura al pago de intereses, sino incluso acumular el capital necesario para devolver la totalidad del principal del bono a vencimiento, sin necesidad de asumir revisiones al alza de las rentas iniciales.

No debe sorprender, en este contexto, **que este año se estén cerrando dos de las operaciones más grandes de la historia**, por importe de decenas de miles de millones, en los sectores agroquímico y cervecero. En ambas, el líder del sector adquiere a otro actor muy relevante, a uno de sus principales competidores a nivel global: Bayer compra Monsanto, y AB Inbev compra SAB Miller. En ambos casos, las compañías compradoras han presentado ofertas a un precio notablemente superior al de mercado, **ofreciendo primas del orden del 40% sobre el precio de mercado** de las compañías adquiridas, que han sido aceptadas por sus consejos de administración.

La compra de la estadounidense Monsanto por parte de la alemana Bayer por 57.000 Mn\$ creará el líder mundial en semillas y pesticidas, lo que añade a su posición de liderazgo en productos farmacéuticos y

veterinarios. Esta es la tercera gran operación en el último año que afecta al sector agroquímico tras la compra de la química Syngenta por Chemchina y la fusión de las químicas estadounidenses de Dow Chemical y DuPont. Las expectativas de crecimiento del sector agroquímico son elevadas. En 2050 la población mundial habrá aumentado en más de 3.000 millones de personas, un 40% sobre los niveles actuales. La superficie cultivable aumentará a un ritmo menor, de tal forma que, medida por habitante, se reducirá en un 17%. Muchas más personas, con mejor alimentación y mayor consumo cárnico suponen la necesidad de incrementar la productividad de la tierra en un 60%. Ello hace prever que el valor estimado anual de los *inputs* para la agricultura aumente desde 85.000 Mn€ en 2015 hasta 120.000 Mn€ en 2050.

La agroquímica parece pues, un negocio con un buen futuro. Pero el precio que ha pagado Bayer por Monsanto es exigente. Bayer paga 57.000 Mn\$ por el 100% del capital de su competidora, y asume su deuda de 9.000 millones. 66.000 Mn\$ que deben ser retribuidos, inicialmente, con el resultado bruto operativo (EBITDA), de Monsanto, del orden de 4.000 Mn\$ anuales, un 6,1% sobre la inversión. Las sinergias de costes e ingresos derivadas de la unión de dos de los líderes globales del sector parecen poco discutibles, y se cifran en un incremento del resultado operativo de 1.500 Mn€ anuales, lo que llevaría a un margen rentabilidad EBITDA/Valor Empresa inicial del 8,1%. Es una rentabilidad correcta, que se convierte en realmente buena por la posibilidad de financiarla vía deuda a un coste muy bajo.

OPERACIÓN MONSANTO	Miles Mn\$
EBITDA Monsanto	4,0
Sinergias fusión con Bayer	1,5
EBITDA tras sinergias	5,5
Precio ofrecido por 100% capital	57,0
Deuda de Monsanto	9,0
Valor Empresa a precio Oferta	66,0
EBITDA Monsanto/Valor Empresa	6,1%
EBITDA tras sinergias/Valor Empresa	8,3%
TIR de mercado Deuda Bayer	
<i>Deuda senior a 7 años</i>	0,5%
<i>Deuda subordinada a 60 años</i>	2,1%

Bayer prevé financiar dos tercios de la compra del 100% del capital de Monsanto (38.000 Mn\$) con recurso a emisión de bonos, recurriendo para los

19.000 Mn\$ restantes a una ampliación de capital. Aunque no conocemos todavía las condiciones de dicha financiación (que se concretará en unos meses, cuando la compra de Monsanto haya obtenido todas las autorizaciones de los organismos reguladores), sí sabemos cómo valora el mercado de deuda las actuales emisiones de Bayer.

La deuda senior a plazo medio, 7 años, paga un 0,5% de interés, y la subordinada a plazos muy largos, con vencimiento en 2075, paga apenas un 2,1%. No es muy aventurado esperar, que una financiación a tipo fijo a 20 años, por ejemplo, pueda cerrarse a un coste no superior al 2%. Comprar a una rentabilidad operativa del 6% (antes de sinergias) o a un 8% (después de sinergias), a un competidor y poder financiar dos terceras partes del importe de la compra al 2%, asegura una altísima rentabilidad para el tercio restante que habrá que financiar con recursos propios.

La mayor cervecera del mundo, la belga AB InBev, ha llegado a un acuerdo para comprar la británica SAB Miller en una operación valorada en 92.800 millones de dólares. Si se incluye la deuda de la firma británica la operación asciende a 104.000 millones de dólares, lo que la convierte, no solo en la mayor operación corporativa de la industria cervecera, sino en una de las de mayor importe a nivel global de la historia en cualquier sector y geografía.

En este caso las cifras de rentabilidad operativa sobre la inversión son bastante similares a las de la operación Bayer-Monsanto. El EBITDA anual de SAB Miller representa un 5,6% del importe de la inversión, elevándose hasta el 7,9% si tenemos en cuenta las sinergias de 2.400 Mn\$ anuales (un 80% en menores costes y un 20% en mayores ingresos) que se prevén como consecuencia de la integración de dos líderes globales.

Y la oportunidad de financiación a un coste bajo habrá sido, sin duda, un factor que ha facilitado la operación. Hoy, cerrada ya la operación, AB Inbev se financia a 10 años al 0,7% y a 20 años al 1,7%.

OPERACIÓN SAB MILLER	Miles Mn\$
EBITDA SAB Miller	5,8
Sinergias fusión con AB Inbev	2,4
EBITDA tras sinergias	8,2
Precio ofrecido por 100% capital	92,8
Deuda de Sab Miller	11,3
Valor Empresa a precio Oferta	104,1
EBITDA SAB Miller/Valor Empresa	5,6%
EBITDA tras sinergias/Valor Empresa	7,9%
<i>TIR de mercado Deuda AB Inbev</i>	
<i>Deuda senior a 10 años</i>	<i>0,7%</i>
<i>Deuda senior a 20 años</i>	<i>1,7%</i>

En la medida en que el escenario de tipos bajos se prolongue en el tiempo podemos esperar que la actividad corporativa se dinamice, con el consiguiente efecto positivo sobre las valoraciones bursátiles.

Muchas gracias por su confianza,

© Ofelia Marín-Lozano
Consejera Delegada
1962 Capital SICAV, S.A
 © Know Square S.L.