



ICAICA BUSINESS SCHOOL  
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

# **VALORACIÓN DE TIME WARNER Y ADQUISICIÓN POR AT&T**

AUTOR: JAVIER MORRO OLMOS  
DIRECTORA: ISABEL SÁNCHEZ HERRERO

MADRID  
JUNIO 2017

JAVIER  
MORRO  
OLMOS

# VALORACIÓN DE TIME WARNER Y ADQUISICIÓN POR AT&T



## Índice

1. Resumen.....	4
2. Introducción .....	6
3. “Guerra” de las telecomunicaciones.....	7
4. Proceso de M&A.....	10
A) Originación .....	10
B) Preparación .....	11
C) Fase I.....	13
D) Fase II.....	14
E) Negociación y cierre .....	15
5. Métodos de valoración de empresas (Metodología).....	23
5.1 Descuento de flujos de caja libre (DFCF).....	23
5.2 Valoración por dividendos .....	27
5.3 Valoración por múltiplos .....	29
6. Operaciones pasadas .....	31
7. Efectos de la adquisición (Efecto dilución o aditivo).....	33
8. Desarrollo de las valoraciones y resultados.....	37
9. Conclusiones.....	40
10. Bibliografía .....	43
11. Anexo.....	45

## Lista de Tablas

Tabla 1: Esquema de obtención de flujos de caja libre

Tabla 2: Resumen de datos. Elaboración propia

Tabla 3: Evolución histórica de los dividendos por acción (DPA) de Time Warner.

Tabla 4: Datos financieros de AT&T y Time Warner.

Tabla 5: Tasas de crecimiento

Tabla 6: Análisis de sensibilidad (Precio TW por acción)

Tabla 7: Valoración por descuento de flujos de caja libre (\$ M).

Tabla 8: Necesidades operativas de financiación (NOF).

Tabla 9: Forward EPS (BPA) de Time Warner.

Tabla 10: Uneffected value

## 1. Resumen

Ante la actual situación de “guerra” entre las principales empresas de telecomunicaciones estadounidenses (AT&T, Verizon, T-Mobile...) por obtener ventajas competitivas y consolidar su posición en el mercado, en esta tesis se lleva a cabo la valoración de la empresa Time Warner Inc, asociada a la adquisición por parte de AT&T, así como el conjunto de los métodos de valoración teóricos más relevantes para obtener una valoración fiable y consistente de una sociedad o entidad financiera. Métodos como el descuento de flujos de caja, valoración por múltiplos como el PER o el descuento de dividendos.

Sin embargo, cada método puede dar valoraciones muy dispares debido a la consideración de distintos valores o por las propias diferencias que existen entre los modelos. Por ello se utilizarán los resultados obtenidos que sean más fiables, descartando los que no sean comparables con el precio de compra estimado por AT&T. Además de explicar la teoría de cada modelo, se explicará detenidamente cómo se han obtenido los datos necesarios para la consecución de las valoraciones. Al tratarse de una operación de M&A es interesante conocer cómo es el proceso genérico y que términos se vinculan a este tipo de operaciones.

El objetivo de este trabajo es desarrollar una metodología de valoración de la empresa Time Warner Inc, específicamente a partir de la valoración por múltiplos de empresas comparables, descuento de dividendos y de flujo de caja libres, con el fin de obtener una valoración fiable y coherente. Tras la obtención de las valoraciones, se tratará de comparar con la cuantía real que va a pagar (ha pagado) AT&T por Time Warner Inc, para ver si AT&T va a pagar un sobreprecio o no y por qué motivos podría ser. Pese a obtener conclusiones en relación al valor de Time Warner y la operación, es interesante saber el efecto estratégico que tiene la adquisición, utilizando otro tipo de operaciones pasadas relacionadas y el efecto aditivo o dilutivo para AT&T, teniendo así una visión de las consecuencias que pueden producir las operaciones de M&A, en especial, las ventajas.

## Abstract

In view of the current situation of "war" between the main US telecom companies (AT&T, Verizon, T-Mobile ...) to gain competitive advantages and consolidate its position in the market, this thesis is going to gather the assessment of the Time Warner Inc., associated with an acquisition by AT&T, as well as the set of the most relevant theoretical valuation methods to obtain a reliable and consistent valuation of a company or financial entity. Methods such as discounted cash flows, valuation by multiples such as PE ratio or the dividend discount.

However, each method may give different results due to the consideration of different values or the differences that exist between the models. Therefore, the more reliable results obtained will be used to reach the best possible conclusions, excluding those that are not comparable with the estimated purchase price by AT&T. In addition, to explain the theory of each model, it will be explained in detail how the data necessary to obtain the valuations, have been obtained. Being an M&A operation it is interesting to know how the generic process is and what terms are linked to this type of operations.

The objective of this work is to develop a valuation methodology for Time Warner Inc, specifically based on multi-valuation of comparable companies, dividend discount and free cash flow, in order to obtain a reliable and consistent valuation. After you get the ratings, try to compare with the current amount that AT&T have paid by Time Warner Inc, looking at if AT&T is going to pay a premium or not and for what reasons might be. Despite obtaining conclusions regarding the value of Time Warner and the operation, it is interesting to know the strategic effect that the acquisition has, using another type of past operations related and the accretion or dilution effect for AT&T, thus having a vision of the consequences that M&A operations may produce, especially the advantages.

## 2. Introducción

Según P.Fernández (2008)<sup>1</sup>, *“La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración?”*

*Estas 3 preguntas son claves para poder introducir este estudio. Actualmente, las operaciones de M&A<sup>2</sup> (Mergers and Acquisitions) se han disparado en todos los sectores y sus procesos tienen mucha importancia tanto a nivel nacional como internacional. Este tipo de operaciones vienen motivadas principalmente para que una empresa o empresas ganen competitividad en el mercado de modo que se incrementan sus expectativas de crecimiento. Muy relacionado con esto, se debe a un efecto de sinergias que implica un aumento del valor de la empresa. Valor que viene vinculado a las expectativas de crecimiento a las que se ha hecho referencia. Según Mascareñas (2001), una fusión o adquisición no deja de ser una decisión de inversión que se acometerá siempre que exista una expectativa de valor neto positivo o efecto sinérgico positivo.*

*Agrupando las principales motivaciones de este tipo de operaciones, habría que considerar la clasificación hecha por los estudios de Bergman, Jakobsson y Razo (2003), Mascareñas y Abellán (2004) y Tàpies et al (2005), la cual recoge que las principales motivaciones de M&A son: a) el incremento del poder de mercado, b) la reducción de costes productivos, c) la diversificación estratégica o financiera, d) la internacionalización, e) el esfuerzo y la renovación tecnológicos, f) la revitalización estratégica o de gestión, g) motivos defensivos, h) amenaza de la competencia, i) razones fiscales, j) integración en grupos empresariales, y k) razones de índole personal.”*

Obviamente, el incremento de este tipo de operaciones viene de la mano de la situación económica/empresarial y de la flexibilidad y facilidades que da la legislación en este tipo de operaciones. Es fundamental hacer una valoración fiable y adecuada de las empresas protagonistas en este tipo de operaciones, ya sean adquiridas o que se vayan a fusionar, porque en estas operaciones se mueve mucho dinero y hay que hacer una valoración de lo que se adquiere. Por ello, el estudio tratará valorar la empresa Time Warner y compararla con el precio final de 85.400 millones de dólares que ha pagado AT&T por ella.

---

<sup>1</sup> Documento de Investigación de Fernández, P. (2008), «Métodos de valoración de empresas», IESE Business School – Universidad de Navarra

<sup>2</sup> M&A: Mergers and acquisitions. En español, fusiones y adquisiciones

### 3. “Guerra” de las telecomunicaciones

Las empresas del sector de las telecomunicaciones mundiales siempre han vivido “guerras” por ser las líderes en el mercado. En este caso, a finales de 2016, las empresas de telecomunicaciones estadounidenses comenzaron otra nueva guerra moviendo ficha para poder mejorar sus posiciones frente a las competidoras. El periódico español ABC resume con detalles la situación de esta “guerra”:

*“Son dos estrategias para ganar una guerra, la de la explotación de los contenidos y el entretenimiento audiovisuales, que protagonizan las gigantes de las telecomunicaciones en Estados Unidos. AT&T, la antigua compañía telefónica bandera del país, privatizada en los años 80, acaba de contraatacar con el anuncio de la compra de Time Warner, propietaria de la conocida fábrica de películas y programas de televisión, que emite por algunos de los más importantes canales de emisión por cable.*

*El doble zarpazo previo lo había lanzado Verizon, su gran competidora, con la doble adquisición de AOL, la empresa de servicios de internet y que, precisamente, compartió conglomerado con Time Warner, y la emblemática Yahoo, esta última todavía en proceso. La primera se centra en acumular producción de contenidos para su emisión, mayoritariamente por cable. La segunda apuesta por internet y la telefonía móvil, con especial acento en los contenidos de vídeo. La corporación con sede en Dallas sigue mirando hacia la televisión. La compañía neoyorquina pone su ojo en Silicon Valley.*

*El otro protagonista de la disputa, Sprint Corporation, el tercer operador de telefonía de Estados Unidos, cada vez se aleja más en tamaño, lo que abre paso a la polémica sobre el exceso de concentración. La inquietud por el riesgo de limitar el acceso a los contenidos que supone la operación de AT&T llevó ayer a miembros del Senado a advertir que analizarán la operación "con todo detalle".*

*Time Warner, la joya más valorada en el mundo del entretenimiento audiovisual, propietaria de la Warner Brothers y los canales por cable TNT, HBO y la CNN, entre otros, ha llegado a un entendimiento con AT&T. El movimiento de la teleco se adelanta a otros como la gigante tecnológica Apple, que hace unos meses ya había sugerido la fusión a Time Warner. El acuerdo de compra, que deberá ratificarse y formalizarse en 2017, se ha valorado en 85.400 millones de dólares (casi 78.500 millones de euros), unos 100.000 si se tiene en cuenta la deuda, que la compañía telefónica abonará mitad en metálico y mitad en acciones. Cada una de las acciones de Time Warner ha sido valorada en 107,50 dólares. No se esperan sobresaltos en la consolidación del acuerdo entre ambas compañías, pero en un sector de tanta volatilidad y envergadura, tampoco son descartables intentos de otros agentes de reabrir el compromiso con una nueva oferta.*

*AT&T está valorada en unos 230.000 millones de dólares, pero arrastra una deuda cercana a los 120.000, resultado en parte de la compra de Direct TV, el proveedor de servicios de difusión por satélite con sede en California, por el que pagó 48.500 millones*

*hace dos años, y que hoy tiene ya a la venta. La guerra abierta por los contenidos está provocando un apalancamiento desbocado de las compañías, que confían empezar a reducir con la explotación del negocio de los contenidos y con la venta de parte de esos nuevos activos. AT&T es el segundo operador digital del mercado, con casi 107 millones de abonados, solo superado por Verizon que, con su conglomerado de servicios de cable, internet y telefonía, Comcast, suma casi 117 millones”<sup>3</sup>*

Tras esta presentación de las principales empresas del sector de las telecomunicaciones y sus movimientos relacionados con operaciones de M&A para poder llevar a cabo sus estrategias, es importante remarcar a estas últimas, sus estrategias. Éstas son las que hacen y harán que este sector siga en “guerra”. Como Time Warner y AT&T son las empresas que nos interesan, la web *Cnet* recoge el plan de datos ilimitados de AT&T más otros servicios procedentes de Time Warner tras la inminente adquisición:

*“En la guerra sin cuartel para ganarle a su competencia, AT&T puede haber encontrado su arma nuclear: acceso gratis a Game of Thrones. (Actualmente Game of Thrones y otros contenidos multimedia, series principalmente, están moviendo una cantidad inmensa de gente, convirtiéndolas en completos fanáticos. De modo que AT&T ha sabido identificar esta oportunidad (a su vez, necesidad para los consumidores) para establecer un nuevo plan estratégico en el que AT&T salga fortalecido respecto a sus principales competidores).*

*La operadora dijo que los clientes que se suscriban a su plan "Unlimited Plus" recibirán HBO sin costo adicional. Los clientes que tengan una cuenta AT&T DirecTV o U-Verse TV obtendrán el canal premium añadido a su línea, mientras que los clientes inalámbricos sólo tendrán acceso a través de la aplicación DirecTV Now o HBO Go.*

*La promoción representa la última medida para atraer a los clientes a cambiar de operador inalámbrico. En los últimos meses, T-Mobile "eliminó" los impuestos y tarifas en su plan ilimitado; Verizon trajo de vuelta su plan ilimitado sin limitación en streaming de video (algo que T-Mobile rápidamente igualó); Sprint hizo lo propio y AT&T bajó el precio de su propia opción ilimitada. Esto es algo sin precedentes, comparado con lo que ocurría algunos años atrás, cuando las operadoras eran mucho menos reacias a hablar de una opción de todo lo que puedas consumir.*

*Bajo la promoción, los clientes nuevos y existentes obtendrán HBO. Si eres suscriptor de video de AT&T y ya pagas por HBO, ya no se te cobrará por el canal.*

*El plan Unlimited Plus (nombrado anteriormente) es la versión más avanzada de la opción de datos ilimitados de AT&T y permite video de alta definición, sin restricciones*

---

<sup>3</sup> Noticia del periódico ABC “La compra de Time Warner por AT&T aviva la guerra de las telecos”:  
[http://www.abc.es/economia/abci-compra-time-warner-tyt-aviva-guerra-telecos-201610240942\\_noticia.html](http://www.abc.es/economia/abci-compra-time-warner-tyt-aviva-guerra-telecos-201610240942_noticia.html)



*de velocidad y 10 gigabytes de acceso a Internet. Cuesta US\$90 por una línea, US\$145 por dos líneas y US\$20 por cada línea adicional.*

*AT&T todavía sigue ofreciendo un crédito de US\$25 al mes hacia la compra de DirecTV o U-Verse, en un esfuerzo por atraer clientes.”<sup>4</sup>*

A continuación, tras este extenso desarrollo de la situación del sector de telecomunicaciones americano, se llevará a cabo una explicación teórica de los métodos de valoración (metodología) más utilizados y fiables de cara a obtener una valoración de Time Warner Inc.

---

<sup>4</sup> Web Cnet - AT&T endulza su plan ilimitado ofreciendo HBO gratis: <https://www.cnet.com/es/noticias/att-plan-ilimitado-hbo-game-of-thrones-gratis/>

## 4. Proceso de M&A

Según J.M Novas Pérez e I. López Domínguez (2016)<sup>5</sup>, *“Puede considerarse que las operaciones de Fusiones y Adquisiciones (M&A) son variables de acuerdo a una diversidad de criterios. Podrían referirse, para comenzar, los relacionados con la tipología o con el formato de la operación, dado que en su acepción más amplia el concepto de M&A excede el de adquisición y toma de control de una empresa para dar acogida también a las inversiones o desinversiones parciales de activos o procesos productivos, carve outs en su original inglés, e incluso a los acuerdos en formato de alianzas organizacionales de todo tipo que suponen una relativa provisionalidad y una escasa o nula integración estructural. Por otra parte, a veces se deciden formatos de operación de muy diversa tipología de entidades intervinientes, algunas veces necesarias como en el caso de las fusiones por unión y otras creadas de modo deliberado para la ocasión, cuyo diseño obedece a diferentes razones entre las que pueden mencionarse, a título de ejemplo, las relacionadas con ventajas regulatorias, tributarias, anonimato e incluso, como cita Kung (2009), para lograr sin cambios la transmisión de contratos con terceras partes, clientes o proveedores, que contienen cláusulas de anti asignación automática de contratos. Para ello se utiliza el popular formato de la fusión triangular reversa, que consiste en la fusión por absorción que hace la Empresa objetivo de una Empresa filial de la Adquirente creada a propósito para la operación, de modo que la adquirida sobrevive, y por tanto el vigor de sus contratos, y la adquirente detenta todo su capital a través de la filial vehículo creada de la que es propietaria. Otro de los formatos típicos se da en las operaciones de adquisición de una Empresa por parte de su Equipo Directivo, Management Buy Out o MBO, en conjunto con compañías de Capital Riesgo y usando también financiación ajena, e implica la utilización de una sociedad instrumental”* Ante esta pequeña introducción donde se explica la idea principal de lo que consiste estas operaciones y que tipos hay, trataré de establecer las etapas del posible proceso teórico que se lleva a cabo en las operaciones de M&A.

### **Etapas de un proceso de M&A**

#### A) Originación

Primero habría que identificar las oportunidades existentes, es decir, identificar las oportunidades de negocio, recibirlas, pre-validarlas en línea con el Plan estratégico de la compañía y hacer un test del portfolio de la compañía, ya que interesa tener un portfolio diversificado y se trate de realizar una operación siguiendo al plan estratégico.

---

<sup>5</sup> José Manuel Novas Pérez, Ignacio López Domínguez. Operaciones de M&A: Fases y principales componentes Revista Española de Capital Riesgo, nº 1/2016

Tras ello, habría que hacer una evaluación y presentación de dichas oportunidades. En este punto habría que recoger los siguientes puntos:

- Definir el equipo de análisis
- Definir el Comité directivo del proyecto y organización del Kick-off
- Adjudicación de los asesores externos (Due Diligence) para el proyecto y definir un contrato
- Definir la estructura del proceso
- Análisis (previo) legal, fiscal, societario y de impacto sobre el negocio
- Coordinar y presentar la evaluación de la operación y la propuesta al Comité de dirección

## B) Preparación

La preparación del proyecto u operación dependerá de si es un proceso de adquisición o de venta, pero realmente siguen un esquema que varía si estás en el lado de compra o en el lado de venta. En relación a esta fase, hay 3 cosas que tener en cuenta: la estrategia a seguir, análisis económico-financiero y estratégico y la selección de los inversores (esta 3ª fase es respecto a la posición de venta).

- Estrategia: Se deben definir las condiciones para su presentación a los inversores. Se deben fijar la estrategia del proceso y acuerdo en el calendario; y definir la estructura objetivo de la operación
- Análisis: Se debe de hacer un análisis DAFO, de mercado y de valor (descuento de flujos y comparables (múltiplos)). Además, en relación al análisis, hay que tener en cuenta cómo va a ser el modelo, de modo que se revise el plan de negocio y se prepare el modelo con el fin de tener un rango del valor de la operación y un análisis de sensibilidad/escenarios.
- Selección de inversores: Este punto es fundamental en la posición de venta. Hay que determinar los criterios para la selección de inversores con el fin de elaborar una lista (borrador) de potenciales inversores que pueden ser adecuados para la operación. Además, hay que preparar la documentación para que la operación sea atractiva, estos documentos son el Infomemorandum (Infomemo), el teaser y acuerdo de confidencialidad (NDA) y la carta de proceso.

### ¿Qué es un teaser?

Un teaser se relaciona con un cuaderno venta. Normalmente, el teaser es un documento compuesto de 3-4 slides (ppt) o páginas que recoge los datos más relevantes de la empresa o proyecto objetivo de venta con el fin de atraer potenciales compradores. Se trata de generar apetito de modo que el interesado en vender (el que circula el teaser) se garantice un número de posibles compradores. Generalmente, los bancos de inversión son los que se encargan de ello, siendo profesionales en el aspecto comercial y potenciación de los puntos a resaltar en la operación. En una fase más avanzada, donde ya se ha atraído el interés de posibles compradores se entrega un cuaderno de venta (también conocido como prospectus), en el cual se da información

más en profundidad. J.Mascareñas (2011)<sup>6</sup>, da un extenso listado de información que suele recoger el folleto post-teaser (cuaderno de venta o prospectus):

*“Este cuaderno suele incluir la siguiente información:*

- *Historia de la empresa: fundadores, evolución, propietarios actuales, tamaño, etc.*
- *Objeto social de la compañía.*
- *El plan estratégico de la empresa tendente a cumplir el objeto social.*
- *Una descripción pormenorizada del sector o subsector industrial en el que opera la empresa, incluyendo perfil de los clientes y proveedores, productos, líneas de distribución, etcétera. En este apartado deberá figurar claramente la cuota de mercado de cada producto de la empresa, dato que buscarán y estudiarán los compradores con especial atención.*
- *Listado del personal principal de la empresa, sus edades y antigüedad en la compañía y en el sector. Los compradores estudiarán muy especialmente el capítulo de personal.*
- *Ingresos, beneficios y cantidades vendidas por productos, servicios y líneas de negocios durante los últimos cinco años.*
- *Listado de los principales clientes y la cifra de ventas a los mismos durante el último quinquenio.*
- *Estado tecnológico de los diferentes productos de la empresa*
- *Fuerzas y debilidades de la compañía*
- *Plan de marketing que se desea implantar.*
- *Listado de los principales competidores actuales y futuros.*
- *Listado de los principales proveedores de materias primas*
- *Una descripción de los activos tangibles e intangibles incluidos en el balance y una valoración reciente de los mismos.*
- *Estados financieros históricos (cinco años) incluyendo, balances, cuentas de resultados, y análisis de origen y aplicación de fondos.*
- *Organigrama de la compañía, especificando el nombre y puesto de los directivos clave.*
- *Descripción de cómo está estructurada la financiación ajena de la compañía*

Dicho esto, es fundamental hacer hincapié en que se requiere de la firma previa del acuerdo de confidencialidad para poder recibir la información que recoge el cuaderno de venta.

¿Qué es un acuerdo de confidencialidad (en inglés, Non-disclosure agreement(NDA))?

El acuerdo de confidencialidad es una forma de proteger la operación y las partes vinculadas. El acuerdo de confidencialidad se firma con el objetivo de proteger información confidencial que no se puede sacar a la luz (miembros implicados de las empresas involucrados en la operación también firman su correspondiente NDA). Además, este acuerdo normalmente recoge información que vincula a otras partes por lo que hay que ser cuidadoso con la información que está en juego ya que, de ser revelada, dañaría principalmente a la empresa vendedora. En la realidad, muchas veces se habla de por qué han surgido rumores si se supone que las partes involucradas han firmado un NDA, provocando cierta inestabilidad en el precio o la

---

<sup>6</sup> Libro de Mascareñas, J. (2008), «FUSIONES ADQUISICIONES Y VALORACION DE EMPRESAS (5ª ED.)», ECOBOOK: EDITORIAL DEL ECONOMISTA

operación. Resumiendo, el acuerdo implica que mantener en secreto la operación, si se demostrase la procedencia de las filtraciones respecto a la operación, se podría poner una denuncia contra el que origine la filtración y, por consiguiente, que ponga en juego la propia profesionalidad y confianza de la empresa que ha sacado información confidencial a la luz, perdiendo cierta credibilidad frente al mercado. Además, el acuerdo implica un compromiso de intenciones serio en el que las empresas formalizan por primera vez un vínculo legal que les compromete.

### C) Fase I

Tras la fase de preparación del proceso, con la correspondiente documentación necesaria para poder lanzar el proceso, se entra en una fase de marketing. Esta fase consiste en acercarse a los inversores y la recepción de ofertas no vinculantes (en inglés, non-binding offer)

Se debe definir una estrategia individual y personalizada de aproximación en el acercamiento a potenciales inversores. Normalmente, se suele tirar de la red internacional de contactos que tiene la empresa debido a la experiencia tenida anteriormente con esa empresa o porque su perfil de empresa puede ser el idóneo para la operación. Ante todo, hay que saber el interés que tienen los posibles inversores con respecto a la operación. Pasado esto, se envían los acuerdos de confidencialidad (NDA) a los interesados y tras recibir los acuerdos de confidencialidad firmados, se envía el Infomemo a los bidders. En relación a la siguiente fase (Fase II), hay que preparar, organizar y contratar el *Virtual Data room* y las presentaciones relativas a la operación. Además, se deberá de organizar la Due Diligence (DD), el vendedor normalmente prepara su propia due diligence (Vendor due diligence) pero lo más normal es que la parte compradora contrate a unos asesores o tenga su propio equipo para realizar la due diligence. Es importante que la parte vendedora tenga los estados financieros correspondientes a parte vinculada a la operación (proyecto, participación o activo).

### ¿Qué es *Virtual Data Room (VDR)*?

El VDR es un punto (plataforma) virtual contratado por el vendedor (antiguamente se acudía al lugar físico donde se custodiaba la documentación vinculada a la operación) donde se almacena toda la información relevante de la empresa/proyecto objetivo. Generalmente, se sube a la plataforma (ej. de empresa dedicada al VDR: Intralinks) información relevante de la empresa, documentación y análisis detallados realizados anteriormente (Due Diligence técnica o legal sobre la empresa o proyecto). Otro tipo de información suele ser la relacionada con contratos, propiedad intelectual, vínculos laborales (clientes y proveedores), deuda existente... El comprador teniendo acceso a esta información puede crear sus propios análisis de valoración ya que el VDR recoge toda la información actualizada y relevante de la empresa/proyecto, incluso modelos financieros con proyecciones. El acceso al VDR está restringido a determinados miembros de los potenciales compradores que se encuentran en la fase II del proceso (explicado en el punto D), de modo que se restringe el acceso a los que no han pasado la fase I.

¿Qué es la Due Diligence (DD) y por qué es clave?

Es un punto clave en la operación y se contrata normalmente a una empresa profesional con distintas áreas (contable, fiscal, legal...) ya que requiere de tiempo y precisión porque cualquier cosa que se pase por alto en la DD, puede tener un impacto relevante en la valoración de la operación. J.Mascareñas (2011)<sup>7</sup> recoge en su libro 3 puntos a destacar sobre una DD:

*Tres cuestiones son destacables en esta fase:*

a) Poner todo patas arriba. *“Debido a la excitación del momento el comprador puede distraerse y no contemplar todos los detalles. Esto es un error porque una operación que muere en la etapa de las diligencias debidas generalmente muere por las razones adecuadas. A veces los problemas ocultos que las diligencias debidas revelan tienen que ver con algo más que con dinero, como, por ejemplo, con la competencia o la honestidad de los directivos de la empresa objetivo.*

b) Evaluar el otro lado. *Las diligencias debidas pueden utilizarse para profundizar en el conocimiento del equipo directivo de la empresa objetivo, así como en la forma adecuada para relacionarse con él.*

c) Incluir las diligencias debidas en el plan de negocio. *Para los compradores menos experimentados las diligencias debidas son un proceso para obtener información, una ruptura entre las negociaciones iniciales y las finales. Normalmente, ellos no comienzan a formular una estrategia o construir un modelo de valoración hasta que el proceso se termine. En algunos casos, son personas distintas las que llevan a cabo dichas diligencias y las que cierran las negociaciones. Los compradores experimentados, sin embargo, unen estrechamente las diligencias debidas al plan de negocios.”*

Tras esta explicación de conceptos relativos al proceso de M&A y de la primera parte de esta primera fase, toca hablar de las ofertas no vinculantes (Non-binding offer). Es el primer filtro para la selección de los candidatos más adecuados. Se hace un análisis de interés, tanto estratégico como financiero, se hace una evaluación y resumen de las ofertas recibidas y si fuera necesario, se haría un acercamiento a otros posibles inversores en el caso de que las ofertas fueran escasas o de empresas no demasiado adecuadas. Esta oferta no vinculante no exige fijar un precio inicial sobre la oferta, hay casos en los que el comprador da la cifra, pero luego, en la operación vinculante, es cuando se da un precio que puede ser el primero que se va a dar o un precio inferior al de la oferta no vinculante, si es que se hubiese dado dicha cifra.

D) Fase II

Tras la fase de marketing comienza la fase II, esta fase es un punto avanzado del proyecto en el que los bidders interesados analizan la compra y la empresa vendedora recibe ofertas vinculantes.

En esta fase se envía la carta de proceso II a los bidders seleccionados, donde se incluye las reglas del Virtual Data room y Q&A (Questions and answers). El Q&A es una

---

<sup>7</sup> Libro de Mascareñas, J. (2011), «FUSIONES ADQUISICIONES Y VALORACION DE EMPRESAS (5ª ED.)», ECOBOOK: EDITORIAL DEL ECONOMISTA

parte vinculada al Virtual Data room, de modo que los bidders seleccionados tienen preguntas debido al análisis que están realizando sobre la información recogida en el Virtual data room. Estas preguntas se mandan a la parte vendedora y la parte compradora debe responderlas a no ser que alguna no lo sepa, pero el no saber una pregunta puede ser un mal indicio de cara a la operación. Además, se fija la fecha de recepción de las ofertas vinculantes e información a incluir en ella y se fijan las fechas de la management presentations y visitas. Tras esto, se produce la apertura del virtual data room y el proceso de preguntas y respuestas, se celebran las management presentation fijadas. Se envía el borrador del contrato de compraventa (SPA) a los bidders y finalmente se cierra el virtual data room.

Tras esta primera parte de la fase II, ya sólo queda la recepción de las ofertas vinculantes por parte del vendedor. Las ofertas vinculantes, son el segundo filtro para la selección del candidato. Se evalúan y resumen las ofertas recibidas, se produce una discusión, debate final sobre las ofertas y el precio final y el contrato a definir para el cierre de la negociación.

#### E) Negociación y cierre

J.Mascareñas (2011)<sup>8</sup> cita de una forma excelsa la negociación, explicando la misma, las características del buen negociador, algunas tácticas a utilizar y cómo encarar la parte final: *“Esta claro que dos o más partes acuden a negociar porque entre ellas ha surgido un conflicto que, en nuestro caso particular, es la forma en la que se va a proceder a fusionar o adquirir una compañía. Y es mediante la negociación como se pretende resolver ese conflicto de una forma satisfactoria para las partes implicadas. La negociación es un arte, por ello hay varios estilos de negociación, así como diversos trucos que se pueden utilizar durante la misma y que es conveniente ir aprendiendo a base de participar en las mismas. Antes de pasar a comentarlos deberemos hacer hincapié en la necesidad de tomarse la negociación en serio, puesto que las decisiones que se toman a lo largo del período de la negociación son realmente importantes y, aunque las discusiones sean amistosas, el proceso se asemeja bastante a un juego de ajedrez altamente complicado.*

##### - **Características del buen negociador**

*Para que se produzca un acuerdo en firme, es decir, que satisfaga a ambas partes por igual, es necesario que el negociador inspire credibilidad lo que, a su vez, hará que el resto de los participantes pueda confiar en él y para ello es fundamental que se comporte con naturalidad. Además de la sinceridad y el realismo, que son muy importantes, es necesario saber persuadir. Para conseguir esto último hay que crear un ambiente cordial ofreciendo atenciones especiales a los interlocutores y un entorno confortable para las conversaciones. Otra característica básica de todo buen negociador es la de ponerse en el lugar del contrario o empatía para así comprender mejor sus puntos de vista. Además, deberá saber escuchar (ojo, no basta con oír!) y*

---

<sup>8 9</sup> Libro de Mascareñas, J. (2011), «FUSIONES ADQUISICIONES Y VALORACION DE EMPRESAS (5ª ED.)», ECOBOOK: EDITORIAL DEL ECONOMISTA

saber buscar un terreno común a partir del cual se pueda posteriormente avanzar para resolver los puntos conflictivos. En toda negociación se ha de distinguir entre los intereses comunes de las partes y los que son contrapuestos. El negociador hábil deberá centrarse en los primeros cuando detecte problemas y retrasos en la negociación de los segundos, con objeto de evitar detener las negociaciones y enfriar el ambiente si se ha caldeado peligrosamente. Deberá poseer una gran paciencia para no lanzar propuestas antes de tiempo, o para no ponerse nervioso ante las tácticas dilatorias del contrario; cuanta más paciencia tenga mejor podrá persuadir. Todas estas características del negociador serán de gran ayuda en el momento de discutir los puntos más conflictivos de la negociación. Es importante pensar que una aproximación honesta y sincera entre las partes desde el comienzo de la negociación será de gran ayuda sobre todo si se piensa que si las cosas salen bien ambos equipos directivos van a trabajar juntos en la empresa resultante de la fusión o adquisición.

- **Algunas tácticas a utilizar**

Aunque es importante que cada uno desarrolle su propio estilo personal, hay algunas tácticas que se utilizan en las negociaciones con objeto de hacerlas prosperar de una forma favorable a los intereses de las partes. Veamos algunas de ellas:

1. Conocimiento propio y del adversario. Un error que cometen los negociadores poco experimentados es que, a veces, se dejan llevar por las prisas de realizar un rápido acuerdo (o lo que es imperdonable, subestiman, al contrario) y acuden a negociar con muy poca información sobre la parte contraria e, incluso, sobre la suya propia. Por ello, es importante comprender la necesidad de tener claros los propios objetivos y prioridades (en resumen, conocerse a sí mismo), no siendo lo principal el acabar cuanto antes. El negociador deberá conocer todas las opciones y haber pensado no sólo sobre las salidas que le favorecerán, sino también sobre la reacción de la contraparte. El desconocimiento de las propias limitaciones podría permitir tomar las riendas de la negociación al contrario. Como ya señalamos anteriormente, conocer al adversario y ponerse en su lugar resulta muy útil, no sólo porque permite jugar con cierta ventaja, sino porque ayudará a identificar los puntos comunes para alcanzar el acuerdo. En cualquier tipo de negociación el comprender las motivaciones de la otra parte aumenta las posibilidades de alcanzar los objetivos deseados. Así, si sabemos porque realmente la otra parte desea vender (o comprar) la empresa nuestra posición se verá reforzada. El proceso de conocer al adversario comienza en los contactos iniciales y con frecuencia antes de comenzar a profundizar en las negociaciones se suele requerir el asesoramiento de una firma de auditoría para que emita un dictamen sobre los estados financieros de la empresa objetivo. Este aspecto puede traer problemas desde el punto de vista de la plantilla de la compañía vendedora pues, con toda seguridad, la mayoría desconoce que su empresa ha iniciado conversaciones tendentes a su venta. A veces, serán los propios accionistas principales y los ejecutivos de la compañía objetivo los que no querrán que nadie indague en las interioridades de su sociedad. Sin embargo, por muchas objeciones que se presenten, la empresa adquirente deberá exigir la valoración de un experto. Además, será necesario el asesoramiento legal de un



abogado, no sólo para que esté presente a lo largo de las negociaciones sino también para que examine los aspectos legales que afectan a la compañía objetivo (registro de marcas, patentes, litigios en curso, situación fiscal, etc.) y que deberán investigarse en profundidad antes de que se pague alguna cantidad de dinero por la empresa. Para ello es preciso realizar una planificación temporal de las diligencias debidas, la negociación y el cierre de la operación, así como asignar las responsabilidades a cada miembro del equipo de la empresa adquirente y de la adquirida.

2. Buscar un compromiso. A menos que una de las partes se encuentre en una situación desesperada ambas deberán estar satisfechas con el acuerdo final (además, en muchas ocasiones tendrán que convivir después de haberlo alcanzado), por ello se deberá tender hacia una solución de compromiso, de tal manera que al final del proceso negociador ambas partes consideren que han hecho una buena operación. Existe un sentimiento generalizado de que el mejor modo de negociar es endurecer las posturas en casi todos los puntos de discusión. Sin embargo, parece que la experiencia de muestra que ese modo de negociar, además de ser irrelevante, sólo trae problemas; por si fuera poco, algunos años después de la finalización de las conversaciones y concluida la adquisición, las negociaciones se recuerdan en su conjunto o como grandes éxitos o como fracasos y casi nadie se acuerda de la cantidad exacta que se pagó por cada acción. Es decir, lo que parece fundamental en un momento dado, posteriormente carece de importancia. ¿Sería éste un argumento para no negociar en absoluto? No, es simplemente una recomendación para que una vez establecida la postura propia se dispongan en orden de prioridad los objetivos a alcanzar y los temas en los que me rece la pena entrar a fondo. De esta manera no nos perderemos en discutir los detalles sin importancia, sino que nos centraremos en los puntos principales de la negociación. Dentro de este punto es importante señalar que cuantas más personas participen en la negociación con mayor facilidad podrá fracasar ésta, por ello es recomendable que en las primeras reuniones acudan pocos directivos y que éstos sean de primer nivel, es decir, que tengan capacidad de decisión; posteriormente, conforme avancen las negociaciones se puede añadir más personal como los asesores legales, contables, expertos fiscales, etcétera.

3. Buscar el terreno común. Un truco importante es hallar una solución a una situación de estancamiento en la negociación que acabe beneficiando a ambas partes. Pero, para ello es necesario conocer muy bien a la otra parte y cuáles son sus deseos y sus preocupaciones, sólo entonces estaremos en disposición de ayudarlo al mismo tiempo que conseguimos avanzar en la negociación. Por ejemplo, solucionar la incidencia fiscal de uno de los contendientes al mismo tiempo que el otro consigue un objetivo que verdaderamente considera prioritario. Esto implica ser muy imaginativo para poder salir de estas situaciones de bloqueo. Aunque, paradójicamente, muchas veces cuando se ha alcanzado una situación de estancamiento es cuando ambas partes son más favorables a llegar a un compromiso. Es recomendable dormir bien antes de acudir a negociar y limitar el tiempo de intervención con el fin de evitar la pérdida de imaginación y la perspectiva en las negociaciones. Los errores suelen tener su origen en el cansancio

y a menudo pequeñas dificultades, que podrían superarse sin esfuerzo, se transforman en auténticos problemas.

4. Mantener el buen humor. Debido a que las negociaciones son agotadoras para ambas partes, es recomendable mantener el buen humor utilizando cuando se crea que es necesario, bromas u otro tipo de irrelevancias que ayuden a crear una distensión entre los negociadores.

5. Mantener la calma. Si la otra parte hace peticiones poco razonables lo correcto sería de mostrar lo absurdo de tales demandas y no entrar en una discusión sobre algo que se considera irrelevante. Por otro lado, si el contrario pretende presionarnos sobre la no negociabilidad de una propuesta suya, es necesario mantener la calma e intentar utilizar argumentos razonables; en una palabra, la capacidad de resistencia juega un papel importante en este tipo de situaciones. Nuevamente, vuelve a ser fundamental ponernos en la piel del contrario para comprender sus puntos de vista y procurar desarmarlos. En todo caso, el respeto mutuo y la confianza deben prevalecer a lo largo de la negociación.

6. Revelar los puntos importantes. Frente a la escuela de negociación que aconseja no revelar los puntos clave de nuestra argumentación puesto que esa es la misión que tiene el contrario: averiguarlos (y si no quiere o no puede, allá él), está la que propugna el revelar los puntos clave ya que redundará en la credibilidad y honradez de los negociadores. Nosotros nos inclinamos por ésta última.

7. Poner a los directivos principales frente a frente. Algunos negociadores llevados por sus ganas de hacerlo bien arruinan las negociaciones al querer estar presentes y «meter baza» en todo momento. Hay un instante a partir del cual sólo los directivos principales de ambas partes deberán hablar entre sí, es increíble lo bien que negocian entre sí; además, los puntos importantes que causen conflictos sólo los podrán resolver entre ellos.

8. Diferentes idiomas. Si existen problemas de idiomas es muy recomendable utilizar intérpretes profesionales para las conversaciones y traductores especializados para la redacción de documentos. Tenga en cuenta que un intérprete no tiene porqué ser un buen traductor y viceversa; y, claro, una palabra mal entendida en una conversación o en un escrito puede arruinar una negociación. Es corriente utilizar un intérprete aun que se sepa el idioma de la otra parte, con ello se persigue ganar tiempo para reflexionar sobre las propuestas de la contraparte y, además, porque hay que procurar no negociar nunca en el idioma del contrario; él o ella siempre lo manejará mejor que nosotros por mucho que creamos que lo dominamos. Mucho cuidado con las diferencias culturales, porque lo que en nuestro país puede tomarse como algo normal y corriente en otros puede ser un insulto muy grave que acabe dañando la negociación irremediablemente. Por ello es conveniente asesorarse por un experto conocedor de la cultura del país de la contraparte, además, de ser comprensivo y muy observador para no hacer algo equivocado.

9. Organización militar. La negociación ha de ser diseñada, dirigida y realizada como una operación militar; con la adecuada preparación, la información y los medios suficientes, el ritmo necesario, las previsiones y soluciones alternativas indispensables, y siempre por medio de profesionales con experiencia negociadora. No hay que dejar nada al azar, incluso éste último debe haber sido planificado. Por supuesto, el lugar de la negociación debe ser pactado de común acuerdo (posiblemente, después de los primeros encuentros, se puede alternar la negociación entre las oficinas de la empresa compradora y las de la vendedora, por ejemplo).

- **Encarar el acuerdo final**

En esta fase, la más sensible, es en la que se define el precio y la estrategia. Un error típico es aparecer en la mesa de negociaciones con una larga lista de temas extraordinarios que se intentan resolver en desorden. Esto puede llevar a que los negociadores se centren en temas relativamente triviales, liquidando el fondo de comercio duramente con seguido en las etapas anteriores y dando alas a otros competidores potenciales. Por tanto, es necesario mantener el «momentum» de las negociaciones y estar atento a las amenazas externas. Para ello es conveniente:

a) Utilizar múltiples canales de negociación. Es usual dividir a los negociadores en dos o tres equipos: directivos, abogados y, a veces, banqueros de inversión. Esta división del trabajo proporciona una serie de beneficios: permite un procesamiento paralelo de la operación; permite, también, el envío de mensajes informales como, por ejemplo, que si los directivos de la parte compradora insisten en que los vendedores firmen un acuerdo de exclusividad, los banqueros o los abogados del comprador, sin darse por enterados, insistan en la misma dirección ante los representantes del vendedor; por último, los compradores puedan enviar duros mensajes o mantener posiciones inflexibles a través de sus abogados o banqueros en lugar de hacerlo ellos mismos lo que deterioraría el clima de la negociación entre la parte compradora y la vendedora.

b) Promover alternativas. El conocimiento de las alternativas disponibles facilita conocer el valor relativo del negocio y puede cambiar el equilibrio de poder entre las partes negociadoras (en plena negociación para adquirir una empresa de telecomunicaciones el comprador anunció que acaba de adquirir a otra empresa del mismo sector lo que no excluía seguir con la operación inicial pero implícitamente estaba claro que ya no era tan vital adquirirla). El equipo negociador se siente más confiado cuando sabe que tiene una o más alternativas.

c) Anticiparse a los competidores. Los adquirentes antes de decidir sobre los aspectos tácticos deberían valorar sus ventajas y desventajas con relación a otros potenciales compradores, incluido un cálculo del coste a largo plazo de perder la oportunidad frente a un competidor. De hecho, en algunos casos el comprador lanza una OPA preventiva para evitar esa posibilidad (el caso paradigmático es la compra de Lotus por parte de IBM en 1993). Sin embargo, otros compradores, en especial los financieros (LBO y similares) desechan esa táctica e incluso renuncian a entrar en subastas de precios convencidos de que el que se lleva la empresa objetivo ha pagado mucho más

*de lo que vale. Por ello insisten en que toda negociación de adquisición debe ser hecha sobre una base de exclusividad.<sup>9</sup>”*

El negociar implica tratar de alcanzar un punto de encuentro para cerrar el acuerdo, de modo que se obtenga un precio de cierre. El precio final no es algo fácil de obtener, J.Mascareñas (2011)<sup>10</sup> explica de forma extensa la cuestión del precio: *“Siempre que sea posible, se debe evitar adoptar una posición concreta sobre el precio, por lo menos hasta que no se hayan analizado los estados financieros. Estos últimos junto con toda la información que sea recopilada proporcionan, normalmente, las bases de la oferta inicial, que queda supeditada a los resultados de la investigación (las diligencias debidas) a lo largo de las con versaciones. El objetivo del comprador es pagar el mínimo precio aceptable. Para averiguar cuál es dicho precio, el comprador deberá saber responder a una serie preguntas similares a las siguientes:*

- a) ¿Cómo contribuirá la adquisición al crecimiento de los beneficios futuros?, ¿cómo afectará al valor de mercado de las acciones del comprador? y, lo que es más importante, ¿cómo afectará a los beneficios por acción futuros?*
- b) ¿Qué efecto inmediato tendrá el precio en los estados financieros del comprador (en cuanto al endeudamiento o a la ampliación de capital)?*
- c) ¿Cuál ha sido la valoración de otras fusiones similares?*
- d) ¿Cuál es el valor estimado en el mercado de los activos y pasivos de la empresa que se vende?, ¿qué fondo de comercio se va a reconocer?*
- e) ¿Cuál es el valor de mercado de las acciones de la empresa vendedora?*
- f) ¿Qué beneficios fiscales se van a barajar a la hora de determinar el precio?*
- g) ¿Incrementa la adquisición las necesidades de liquidez del comprador de una forma significativa?*
- h) ¿Cuáles son los ahorros, economías de escala u otras posibles ganancias potenciales?*

*En el momento en que se efectúe una oferta, el comprador tendrá que estar preparado para defender sus argumentos, con datos sobre: perspectivas del sector, dilución del beneficio por acción, resultados futuros, valor en libros, calidad de los activos, etcétera. Sin embargo, existen otros factores distintos a la cantidad exacta que se desembolsa que tienen una gran importancia. Así, por ejemplo, destacaremos la forma de pago que puede ser en: metálico, acciones del comprador, warrants, obligaciones convertibles, etcétera. En ocasiones, el precio no queda fijado en su totalidad. Así si, por ejemplo, hay pago aplazado en tres plazos los dos últimos pueden estar ligados a la consecución de un determinado volumen de ventas por ejemplo (a esto se le conoce como earn out, que es una cláusula contractual por la que el vendedor recibirá una compensación futura basada en que el negocio consiga alcanzar determinados resultados futuros). O si el pago es en acciones, se tendrá que hacer una valoración de la empresa compradora o, incluso, fijar que un porcentaje que se pagará dentro de unos años en función de una ratio de valoración establecido (por ejemplo, X veces el EBITDA). En todo caso hay que tener en cuenta que el precio siempre está sujeto a contingencias*

---

<sup>8 9</sup> Libro de Mascareñas, J. (2011), «FUSIONES ADQUISICIONES Y VALORACION DE EMPRESAS (5ª ED.)», ECOBOOK: EDITORIAL DEL ECONOMISTA

<sup>10 11</sup> Libro de Mascareñas, J. (2011), «FUSIONES ADQUISICIONES Y VALORACION DE EMPRESAS (5ª ED.)», ECOBOOK: EDITORIAL DEL ECONOMISTA

que puedan aparecer durante el proceso de diligencias debidas e incluso una vez comprada la empresa. Para eso surge la cuenta indisponible (scrow account) en la que el comprador deposita el resto del dinero a pagar pero que es inaccesible al vendedor hasta una determinada fecha y siempre que no hayan aparecido contingencias. El problema del pago fraccionado del precio de compra: A veces el comprador de ea realizar el pago del precio de compra de forma fraccionada en varios pagos a lo largo de los próximos años. Si el vendedor está de acuerdo en ello debe tener en cuenta el riesgo de renegociación. Éste consiste en que, meses después de la firma del contrato de compraventa, el comprador puede dejar de pagar una parte del precio aduciendo unos motivos reales o imaginarios en contra del vendedor. Por supuesto esto desatará un litigio legal o arbitral a través del cual el comprador espera ahorrarse parte del pago acordado inicialmente. Para evitar esto el vendedor deberá exigir un aval independiente de las decisiones posteriores del comprador, o un bloqueo de los derechos de voto de las acciones adquiridas por el comprador, o una cuenta indisponible. O también puede exigir un pago adicional al precio de compra de la empresa por el derecho a pagarlo a plazos; algo así como «las acciones vendidas valen 100 millones de euros pero si las quiere pagar a plazos, debe dar me además, 20 millones de euros al contado», estos 20 millones representan el valor actual medio de los ahorros que puede tener el comprador si deja de pagar parte del precio de compra; dicha cifra viene a ser la prima del, que yo denomino, seguro (u opción) de renegociación que posee el comprador al pagar a plazos.

Otro tema importante a señalar es saber si el personal directivo desea permanecer, marcharse inmediata mente después de la operación, o trabajar como asesores de la misma. Si la adquirente no posee capacidad de gestión suficiente para el nuevo negocio (o si precisa mente un motivo de la adquisición es la buena gestión de la empresa), mantener y retener a la dirección es una cuestión de vital importancia. A menudo los incentivos económicos son suficientes para llegar a un acuerdo y asegurarse que los gestores de la empresa seguirán después de la operación. Pero, en otras ocasiones, las diferentes culturas empresariales chocarán radical mente, por lo que resultará prácticamente imposible la fusión de las plantillas. Puesto que el precio no puede determinarse con precisión matemática, normalmente quedará fijado en función de las habilidades negociadoras de las partes, siempre teniendo en cuenta factores externos, como las condiciones económicas previstas y el comportamiento de los mercados financieros en el futuro.<sup>11</sup>”

Tras haber negociado y establecido un precio (no completamente fijo) hay que hablar de ciertos puntos que se requieren para cerrar la operación. Se debe aprobar internamente la operación y se debe preparar la documentación pertinente para que las autoridades de la competencia (CNMV en el caso de España) autoricen la operación. El haber firmado el SPA no significa que se haya cerrado la operación del todo. Se debe aprobar por el órgano competente (comisión de valores correspondiente a cada país) al que me he referido. Normalmente, se establece una formación al equipo de integración y se implementa un plan de transición y seguimiento tras la firma para poder cerrar la operación. Aunque la operación se haya cerrado, siempre existen condiciones post-cierre como el ajuste del precio pactado en

---

<sup>10 11</sup> Libro de Mascareñas, J. (2011), «FUSIONES ADQUISICIONES Y VALORACION DE EMPRESAS (5ª ED.)», ECOBOOK: EDITORIAL DEL ECONOMISTA

el SPA y cierto soporte o asesoramiento relacionado con el plan de transición fijado previamente para que se pueda hacer efectiva la operación por completo.

## 5. Métodos de valoración de empresas (Metodología)

A la hora de valorar una empresa, existen diferentes métodos de valoración de empresas. Los principales métodos son:

- Estáticos
- Dinámicos
- Por múltiplos
- Opciones reales

Respecto a estos métodos, los más utilizados en la vida real son el descuento de flujos de caja libre (DFCF) (M.Dinámico) y los métodos por múltiplos. Los métodos estáticos son los que se basan en la situación actual (contable) de la empresa y tienen el problema que no tienen en cuenta las expectativas futuras de la compañía para generar dinero. Por ello, descarto los estáticos para la valoración. Además, descarto los de opciones reales porque no le considero adecuado para la valoración de Time Warner.

En definitiva, los métodos escogidos para hacer la valoración de Time Warner son:

- 1) Descuento de flujos de caja libre (DFCF)
- 2) Dividendos
- 3) Múltiplos: PER y EV/EBITDA

Considero que son los métodos más utilizados a la hora de valorar una empresa y los más fiables para compararlo con el precio estimado que ha pagado AT&T por Time Warner.

### 5.1 Descuento de flujos de caja libre (DFCF)

Este método consiste en valorar a una compañía en función de la capacidad que tenga la compañía de generar flujos de caja futuros con un nivel de riesgo determinado. Este nivel de riesgo es el coste de capital (WACC) que se aplica para descontar los flujos de caja futuros. Además, es un método habitualmente aceptado en las operaciones reales de compraventa de compañías.

Para el cálculo de los flujos de caja se suele tomar como mínimo, 5 años, porque es un periodo adecuado para tener unas proyecciones relativamente certeras. Obviamente, hay negocios con contratos a largo plazo que requerirían de un periodo de tiempo más largo.

El flujo operativo (Flujos de caja libre – FCF) es el utilizado en este método y es el flujo de caja que genera el negocio sin considerar la estructura financiera (no teniendo en cuenta la deuda). La obtención de este flujo es a través del siguiente esquema:

Tabla 1: Esquema de obtención de flujos de caja libre

Ventas - Gastos operativos - Amortización
EBIT - Impuestos
NOPAT + amortización ± inversiones en NOF - CAPEX
Flujos de caja libres

Partiendo de los beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT), se le restan los impuestos sobre el EBIT (Este resultado se le conoce como NOPAT), se suman las amortizaciones (depreciation) porque no es una salida de caja, se le resta el aumento en necesidades operativas de financiación o se suma el descenso ( $\Delta$  NOF o OWC) y se restan las inversiones necesarias en activo fijo (CAPEX).

Tras la estimación de dicho flujo, hay que estimar proyecciones de los flujos futuros. Analizar la evolución pasada de la compañía ayuda a tener una idea de la dirección que puede tomar la compañía, pero es importante tener en cuenta qué variables/proyectos futuros que varían a los flujos de caja como el riesgo asociado al negocio. Por ello, las proyecciones de mi valoración estarán basadas en la evolución pasada pero principalmente en un escenario en el que se considerará un crecimiento esperado dependiendo de la situación económica (Trump y evolución del GDP) y estimaciones que no se alejan demasiado de la línea pasada que ha seguido Time Warner, especialmente con el CAPEX y la amortización.

Tras obtener la estimación de los flujos del periodo de que he considerado (5 años), se suele estimar que a partir del último año (el quinto en este caso), la compañía genera un crecimiento perpetuo sostenido sobre la situación del quinto año. El valor residual tiene un alto peso en la valoración final y es sensible a la tasa de crecimiento perpetuo ( $g$ ) que se estime. Esta tasa de crecimiento se puede estimar teniendo en cuenta las expectativas del sector y/o economía del país. Como máxima " $g$ " se consideraría el GDP (PIB) del país del que proceda la empresa. En este caso, al ser Time Warner una empresa de EEUU, la " $g$ " será la estimación del GDP de EEUU para 2021 (2%-3%). Personalmente, considero que el GDP estimado de EEUU es muy optimista por lo que consideraré una " $g$ " por escalones (referencia en el punto 8), además de incluir el



respectivo análisis de sensibilidad con las variables: tasa de crecimiento “g” y WACC. Si la empresa estuviera en declive, se aconseja coger como referencia la inflación.

De cara a su cálculo, será relevante ver que se ha considerado en el flujo del quinto año, ya que podrían incluirse conceptos temporales del negocio que no van a ser constantes/perpetuos a partir de ese año. Ej: amortización > CAPEX.

La fórmula para obtener el valor residual es el siguiente:

$$\text{Valor residual} = \frac{FC \text{ año "n"} * (1+g)}{WACC - g}$$

El valor residual es igual al flujo del último año correspondiente al periodo de tiempo que se considere para la valoración, en este caso el flujo de caja del quinto año (2021), con un crecimiento perpetuo (1+g) y dividirlo por la diferencia del WACC (coste medio ponderado de capital) y la tasa de crecimiento “g”. Sin embargo, el valor residual obtenido hay que descontarlo al coste medio ponderado de capital como si fuese el último flujo. Cómo el último flujo es el del año 2021, este flujo y el valor residual se descuentan 5 años.

$$\frac{FC \text{ 2021} + VR}{(1 + WACC)^5}$$

### ¿Cómo se calcula el coste medio ponderado de capital (WACC)?

El coste de capital es el coste de financiación de los recursos necesarios en la empresa o también, la rentabilidad exigida por los accionistas y prestamistas en función del riesgo del negocio.

Es primordial conocer la estructura financiera de la empresa para calcular el coste de capital. Después de estimarla, se calcula el coste de la deuda (Kd) y el de los recursos propios (Ke).

- Coste de la deuda (Kd)

El coste de la deuda se podría conseguir mirando el tipo de interés en el contrato del préstamo, pero eso no es posible. Además, la empresa puede tener bonos emitidos que se valorarían al coste del mercado cuyo precio varía en función de los tipos de interés del mercado y el riesgo de la empresa, pero no puedo obtenerlo. Por ello se podría estimar de 2 formas:

- Euribor o Rf + spread
- $$\frac{\text{Gastos financieros año } n}{\left(\frac{\text{Deuda } f^a \text{ año } n-1 + \text{Deuda } f^a \text{ año } n}{2}\right)}$$

El 2º no se usa realmente, pero sirve para obtener una aproximación. Al aplicarla, he obtenido un  $K_d = 4,82\%$ . Sin embargo, mi  $K_d$  final ha sido el U.S 10Y bond (2,39%) más un spread de 2,5%, obteniendo un  $K_d = 4,89\%$ .

Sin embargo, los intereses de la deuda son deducibles y por lo tanto, el coste de la deuda ( $K_d$ ) aplicable al WACC será el coste efectivo de la deuda, es decir, multiplicado por 1 menos la tasa impositiva (1-t), donde la nueva tasa impositiva americana con Trump es de un 20% pero la estimación de Thomson Reuters es de un 23%, por lo que consideraré esta última tasa en mi valoración porque la considero más fiable de cara a una valoración real.

- Coste de los recursos propios ( $K_e$ )

Para obtener el coste de los recursos propios de Time Warner se utiliza el método más habitual, el CAPM.

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$R_f$  es el activo libre de riesgo que anteriormente he dicho que lo he considerado como el U.S 10Y bond ( $R_f = 2,39\%$ ).

$\beta$  es la correlación entre la rentabilidad de la compañía y la cartera del mercado ( $R_m$ ). Time Warner, al ser una empresa que cotiza, tiene su propia Beta. ( $\beta = 1,12$ ). Si la empresa no cotizase, habría que coger la Beta apalancada de una empresa similar que cotice en bolsa para calcular la beta no apalancada y luego calcular la beta apalancada de la empresa que no cotiza, incluyendo su estructura financiera.

$$\beta_a = \beta_{na} * (1 + \left(\frac{D}{E}\right) * (1 - t))$$

$R_m$  es la rentabilidad del mercado, en este caso la rentabilidad del S&P500, ya que Time Warner es americana y cotiza en el NYSE<sup>12</sup>.

$R_m - R_f$  es la prima del mercado. Históricamente, la prima del mercado estadounidense ha estado entre 3,5% - 5,5%. Actualmente no llega al 4%, por lo que para mi valoración he considerado una prima del mercado del 4%.

Al aplicar estos datos en la fórmula del CAPM, obtengo un coste de los recursos propios ( $K_e$ ) igual al 6,87%.

Ya obtenidos el  $K_d$  y el  $K_e$ , podemos calcular el WACC. Cuya fórmula es:

$$WACC = K_d(1 - t) * \left(\frac{D}{D + E}\right) + K_e * \left(\frac{E}{D + E}\right)$$

Los únicos factores que faltan son los relacionados a la estructura financiera (D y E). D es la deuda de la empresa y E es la cotización bursátil (2017) de Time Warner. Por ello,

---

<sup>12</sup> NYSE: The New York Stock Exchange. La bolsa de New York.

los porcentajes de deuda y recursos propios son 24% y 76% respectivamente. El motivo de coger esta cotización se debe a que AT&T valoró Time Warner antes de que se hiciese un preacuerdo o se rumorease sobre la adquisición, por ello considero más adecuado valorar Time Warner con una cotización anterior a la adquisición.

Sustituyendo en la fórmula los datos obtenidos, se obtiene un WACC igual a 6,36%.

Es importante apuntar que se cumple la siguiente condición:

$$R_f < K_d < K_e$$

Esta condición siempre se deberá cumplir debido a la asunción de riesgo. Los accionistas cómo asumen más riesgo, exigen mayor rentabilidad ( $K_e$ ) que, en este caso, los tenedores de deuda ( $K_d$ ) porque en caso de que la empresa no pueda hacer frente a las deudas (concurso de acreedores), la parte de deuda será pagada por orden de prelación, en función del riesgo que asuman y, por lo tanto, una rentabilidad mayor o menor según la asunción de riesgo.

*Tabla 2: Resumen de datos. Elaboración propia*

WACC	6,36%
Risk premium	4%
$K_d$	4,89%
Beta	1,12
$R_f$	2,39%
$K_e$	6,87%
% equity	76%
% deuda	24%

Tras la explicación y obtención de los datos necesarios para obtener la valoración de Time Warner a través de los flujos de caja libres, sólo queda descontarlos. Para el descuento de flujos habría que aplicar la siguiente fórmula (VAN)<sup>13</sup>:

$$VAN = \frac{FC_1}{(1+k)^1} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FC_n + VR}{(1+k)^n}$$

siendo:  $FC_i$  = flujo de fondos generado por la empresa en el período  $i$ ;  $VR$  = valor residual de la empresa en el año  $n$  (en este caso el quinto año: 2021);  $K$  = el WACC: la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos (6,36%, calculado anteriormente).

## 5.2 Valoración por dividendos

Según P.Fernández (2008), los dividendos son los pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las

<sup>13</sup> VAN: Valor Actual Neto

acciones. Según este método, el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella. Para el caso de perpetuidad, esto es, una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, este valor puede expresarse así:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA}{Ke}$$

siendo: DPA = dividendo por acción repartido por la empresa; y Ke = rentabilidad exigida por los accionistas.

El problema de este método es la política de dividendos que tiene la empresa. En el caso de Time Warner, desde 2009 hasta el 2016, ha dado dividendos trimestralmente y crecientes año a año. Respecto a este dato, se podría realizar una valoración de los dividendos teniendo en cuenta una tasa de crecimiento (g), ya que la evolución histórica de los dividendos de Time Warner demuestra que los dividendos no han sido constantes a lo largo del tiempo. Se puede observar en el siguiente cuadro que Time Warner ha incrementado los dividendos por acción año a año, por lo que se tendrá en cuenta a la hora de valorar Time Warner por descuento de dividendos. Sin embargo, estos dividendos son los pasados, y para hacer una valoración correcta hay que aplicar un DPA futuro (estimado) de modo que se obtenga el valor actual de Time Warner conforme a las expectativas futuras sobre los dividendos.

*Tabla 3: Evolución histórica de los dividendos por acción (DPA) de Time Warner. Elaboración propia*

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DPA (\$)	0,75	0,85	0,94	1,04	1,15	1,27	1,4	1,61
$\frac{\Delta}{a}$ de t-1 a t		13,33%	10,59%	10,64%	10,58%	10,43%	10,24%	15%

Como se considera una evolución creciente de los dividendos, se aplicará el modelo Gordon – Shapiro, de modo que el valor de la acción será:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA}{Ke - g}$$

Siendo DPA: el dividendo por acción esperado en el futuro, considerando el del 2019 o 2021. Ke: el coste de recursos propios y g: la tasa de crecimiento. (Explicado anteriormente).

Según Fernández (2004), se ha demostrado que las empresas que pagan más dividendos no consiguen obtener un aumento en la cotización de sus acciones. Esto se debe a que cuando una empresa reparte más dividendos, normalmente reduce su crecimiento, porque distribuye el dinero a sus accionistas en lugar de reinvertirlo en nuevas inversiones para conseguir un crecimiento real.

### 5.3 Valoración por múltiplos

La valoración por múltiplos consiste en valorar una compañía en función del precio que dicta el mercado para empresas similares. Por lo que se trata de encontrar una empresa comparable y determinar el múltiplo adecuado. Respecto a Time Warner, al ser una empresa que cotiza, se comparará con empresas que coticen en S&P 500, ya que se conoce su valor de mercado, y pertenezcan al mismo sector. Además, es relevante que se compare con empresas que tengan una dimensión y/o crecimiento similar a Time Warner Inc. Lo bueno de los múltiplos es que no te puedes equivocar al valorar un gran grupo de empresas y son rápidos de calcular. Por otro lado, no suele coincidir con la valoración obtenida por los DFCF y no es fácil de encontrar empresas comparables. Además, se pueden utilizar múltiplos que siguen la fuerte tendencia del mercado (ej: las punto com) y que no asumen las diferencias de registro contable de cada compañía.

Lo primero de todo es definir el múltiplo a utilizar, hay muchos múltiplos, pero los más conocidos son el PER, EV/EBITDA, EV/SALES o P/VC. En la vida real, el más conocido y utilizado es el PER, por lo que será el múltiplo en el que se focalice la valoración. Además, lo considero el mejor múltiplo para el tipo de negocio que estoy analizando. Al tratarse de una empresa que pertenece a un negocio con suscriptores, lo ideal sería comparar Time Warner con otras empresas del sector, en términos de valor por suscriptor. Esta valoración sería muy fiable pero el gran inconveniente es que la información relevante es prácticamente inalcanzable, tanto de Time Warner como de otra empresa comparable. El EV/EBITDA es otro múltiplo utilizado en las operaciones de valoración de empresas y M&A, por lo que se harán 2 comparaciones por múltiplos: PER y EV/EBITDA.

Como ya he dicho anteriormente, el sector es clave a la hora de comparar, pero es primordial que la empresa comparable tenga unos flujos de caja, crecimiento de los mismos y un perfil de riesgo similar a Time Warner. Por lo que se tratará de con empresas de mismas expectativas de crecimiento.

Para esta valoración, haciendo referencia al PER, trataré de obtener un número suficiente de empresas comparables para poder hacer una media aritmética (que consideraré PER del sector) para poder considerar si Time Warner está sobrevalorada o infravalorada. De todos modos, Time Warner se podría comparar directamente con las otras empresas, ya que las consideramos empresas con expectativas de crecimiento similares, además de un perfil de riesgo similar.

Explicada esta introducción a la valoración por múltiplos y los pasos a seguir, vamos a centrarnos en el múltiplo seleccionado, el PER.

PER es el múltiplo más habitual y consiste en dividir el precio de la acción entre los beneficios netos generados por la compañía. Se considera como una medida de calidad y aprecio que los inversores tienen sobre los beneficios reportados.

Cuando se dice que una compañía tiene un PER alto (“sobrevalorada”), es fundamental entender primero con quién se está comparando el PER. Puede que estés comparando a una empresa con otra que tiene diferentes estimaciones de crecimiento o incluso nivel de riesgo. Después, hay que evaluar los beneficios reportados por la compañía en el año reportado. Personalmente, considero que el beneficio neto debe ser un beneficio estimado, en este caso, el beneficio neto a 3 o 5 años porque se tendrían en cuenta las expectativas de crecimiento. Podría darse el caso en el que una empresa tenga un beneficio anormal (beneficio o pérdida extraordinaria) que sólo se va a dar o se ha dado en un momento puntual por lo que considero que no debe compararse un PER basado en información pasada sino en proyecciones/estimaciones (Forward PER). Por lo tanto, el PER a calcular será:

$$PER = \frac{\text{Precio de la acción del último día}}{\text{Beneficio neto por acción estimado}} = \frac{\text{Última Cap. bursátil}}{\text{Beneficio neto estimado}}$$

Al relacionar la valoración con la adquisición de Time Warner por AT&T, podría ser interesante realizar la comparación utilizando el precio de la acción de Time Warner el día en el que se haya producido un pico en la cotización. Con esto quiero decir que sería el precio de Time Warner antes de que se la asociase con la adquisición de AT&T, de modo que se buscaría obtener el “unaffected value” (valor de una compañía antes de un preacuerdo o asociación en una operación de M&A debido a los rumores). Para el unaffected value se cogerá la media de los precios en los 6 meses anteriores a último precio (pico) antes del rumor o preacuerdo de Time Warner con AT&T (precio medio desde mayo hasta 18/Oct/2016). Sin embargo, lo más lógico es compararlo con el precio después de la operación (2017) (el precio de hoy teóricamente) porque la valoración anterior a la compra ya es pasada y no recoge la información verdadera de Time Warner. De este modo, se comparará el precio pagado con lo que vale en el mercado, obteniendo así lo que considera AT&T como fondo de comercio, es decir, la prima que ha pagado.

En relación al EV/EBITDA, es un múltiplo en el que se considera la totalidad de la empresa (valor total de la compañía), es decir, un múltiplo sobre EBITDA (o ventas) da el precio de la empresa, no el de los recursos propios como hace el PER y representa el peso que tiene el EBITDA sobre el Enterprise Value (EV) de la empresa.

Para estos múltiplos, se tratará de obtener unas proyecciones sólo de 2 años (no de 5 como el caso de descuento de flujos de caja) porque en realidad es complicado obtener una proyección futura tanto del Enterprise Value como del EBITDA y se puede fallar en la estimación. Por ello, 2 años son adecuados, porque consideras que en 2

años es difícil que pueda cambiar radicalmente una empresa o sector, a no ser que se obtengan beneficios o pérdidas extraordinarias.

Al tratarse de operaciones de M&A, se buscarán operaciones relacionadas con AT&T y Time Warner para ver a qué precio (PER) se llevaron a cabo operaciones de un perfil similar que la de Time Warner (ya sean operaciones hechas por los competidores de AT&T, la misma AT&T o empresas similares (del mismo sector) a Time Warner.

## 6. Operaciones pasadas

A la hora de analizar una operación de M&A, es interesante analizar otras operaciones pasadas que estén relacionadas o parecidas a la operación analizada, en este caso la adquisición de Time Warner por AT&T. AT&T al tratarse un coloso de las telecomunicaciones, ha realizado otro tipo de compras en el pasado, con el objetivo de cumplir con el plan estratégico y ser más competitivo en un sector tan complicado como es el telecom. No teniendo que ir muy lejos, AT&T adquirió Direct TV en 2015. Direct TV es uno de los mayores proveedores de televisión de pago en Estados Unidos y AT&T quería dar a sus clientes unos servicios más completos, tanto de entretenimiento como de Internet móvil. AT&T (2015) recoge sobre dicha operación pasada en su web<sup>14</sup>: *AT & T ahora es el mayor proveedor de televisión de pago en los EE.UU. y el mundo, dando servicio a más de 26 millones de clientes en los Estados Unidos y más de 19 millones de clientes en América Latina, incluyendo México y el Caribe. Además, AT&T tiene más de 132 millones de suscriptores celulares y conexiones en los EE.UU. y México; ofrece cobertura móvil 4G LTE a cerca de 310 millones de personas en los EE.UU.; cubre 57 millones de ubicaciones de los clientes de Estados Unidos con Internet de alta velocidad; y tiene casi 16 millones de abonados a su servicio de Internet de alta velocidad. [...] los accionistas de DIRECTV recibirán \$ 95.00 por acción bajo los términos de la fusión, compuestos por \$ 28.50 por acción en efectivo y \$ 66.50 por acción en AT & T stock. La porción de la estará sujeta a un collar de tal manera que los accionistas de DIRECTV recibirán 1.905 AT & T acciones si AT & T precio de la acción está por debajo de \$ 34.90 al cierre y 1.724 de AT & T acciones si AT & T precio de la acción está por encima de \$ 38.58 al cierre. Si AT & T precio de las acciones al cierre es de entre \$ 34.90 y \$ 38.58, los accionistas de DIRECTV recibirán un número de acciones entre 1.724 y 1.905, equivalente a \$ 66.50 en valor.*

*Este precio de compra implica un valor de capital total de \$ 48,5 mil millones y un valor de transacción total de \$ 67,1 mil millones, incluyendo la deuda neta de DirecTV. Esta transacción implica EV/EBITDA 2014 de DirecTV igual a 7,7x. Tras la operación, los accionistas de DirecTV poseerán entre el 14,5% y el 15,8% de las acciones de AT&T sobre una base totalmente diluida en base al número de acciones de AT & T en circulación hoy en día. AT & T tiene la intención de financiar la parte en efectivo de la transacción a través de una combinación de dinero en efectivo, la venta de activos no*

---

<sup>14</sup> Web corporativa de AT&T respecto a relaciones con los inversores; Noticias (link): [http://about.att.com/story/att\\_completes\\_acquisition\\_of\\_directv.html](http://about.att.com/story/att_completes_acquisition_of_directv.html)

*estratégicos, líneas de financiación comprometidas y las transacciones del mercado de deuda oportunistas.*

*La adquisición de DIRECTV diversifica significativamente mezcla de ingresos de AT & T, productos, geografías y bases de clientes. Como resultado de esta adquisición, así como la adquisición de AT & T de Iusacell y Nextel México, AT & T espera que, a finales de 2015, sus mayores fuentes de ingresos serán, en orden descendente: Business Solutions (tanto alámbricas e inalámbricas); Entretenimiento e Internet; La movilidad de los consumidores; y Movilidad Internacional y vídeo.*

Toda esta información, aunque sea pasada, da muchas pistas sobre lo que puede resultar la adquisición de Time Warner, tanto en valor como desde el punto de vista estratégico y, además, cuál puede ser el papel de AT&T en el sector y en qué situación cómo empresa quedaría (situación financiera y organizativa).



## 7. Efectos de la adquisición (Efecto dilución o aditivo)

En las operaciones de M&A se producen efectos en el PER y en los beneficios por acción (BPA). A la hora de analizar qué efectos se han producido en AT&T tras la adquisición de Time Warner Inc. es muy aconsejable entender los ejemplos básicos aplicados a un caso simple, por ello J.Mascareñas (2011)<sup>15</sup> cita en su libro los siguientes apartados:

### **“EL PER en las fusiones y adquisiciones de empresas**

*En una adquisición, el PER de la empresa a adquirir es denominado PER «de salida»; cuanto mayor sea el PER que un comprador está dispuesto a pagar mayor será su disposición a hacerse con el control de la empresa. El PER ha sido ampliamente utilizado*

*como instrumento de valoración de empresas durante las décadas de los sesenta y setenta del siglo pasado y, aunque hoy en día ha perdido algo de su importancia, sigue manteniendo una cierta influencia en los procesos de adquisición. La razón para esto radica en que, con una permuta de acciones, una empresa puede aumentar su BPA al adquirir otra compañía con un PER más bajo que el suyo propio, debido a que los beneficios de la víctima están capitalizados a una tasa inferior a la de la adquirente.*

	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>A + B</b>
Beneficios totales (mil. De euros)	100	50	150
Número de acciones (mill)	20	10	25
Beneficio por acción ( <b>BPA</b> ) (€/acc)	5	5	6
Precio de la acción (€)	60	30	?
PER	12	6	?

*En la tabla se muestra un ejemplo de lo anterior. Si A adquiere a B a través de una relación de canje de 1 acción de A por cada 2 de B (es decir, si el precio de mercado de la acción de B es de 30 euros y el de A es de 60 euros, la relación de canje será de: 30/60, es decir, 1/2), los accionistas de ésta última recibirían 5 millones de acciones de A (el valor capitalizado de B es de 300 millones de euros, que, dividido por 60 euros por acción de A, proporciona el valor anterior). Después de la fusión, ambas compañías parecen ganar desde el punto de vista de los BPA, pero en términos del PER será necesario calcular el precio de mercado de la compañía resultante de la fusión. Si el mercado considera que la nueva empresa va a ser gestionada tan recientemente como lo era la antigua A, aplicará un PER estimado de 12 a la nueva empresa, con lo que el precio de la acción saltará a 72 euros, (12 x 6), lo que representará una ganancia de 12 euros por acción para los accionistas de A; como la razón de canje era de 1 acción de A por cada 2 acciones de B, el nuevo valor para cada una de éstas últimas sería: 1/2 x 72 = 36 euros por acción, es decir, 6 euros más que antes de la fusión. Por lo tanto, si se cumple el supuesto comentado, el impacto aparente de una fusión será una mejora de la riqueza de los accionistas de ambas empresas debido a que el PER de salida de la adquirida es inferior al de la adquirente.*

<sup>15</sup> 17 Libro de Mascareñas, J. (2011), «FUSIONES ADQUISICIONES Y VALORACION DE EMPRESAS (5ª ED.)», ECOBOOK: EDITORIAL DEL ECONOMISTA

### **La dilución de los BPA**

*Esto podría dar lugar a pensar que, si se adquiere una empresa con un PER mayor que el de la adquirente ello llevaría a la dilución de los BPA, con el consiguiente impacto negativo en la cotización de las acciones. La dilución de los BPA tendrá lugar siempre que el PER pagado por la empresa adquirida supere al PER de la adquirente. Así, por ejemplo, si la empresa A pagase cada acción de B a 70 euros, lo que representaría una relación de canje de 1,166 acciones de A por cada acción de B, entonces el PER pagado por B sería de  $70 \div 5 = 14$ , que resulta ser superior al de la adquirente. En este caso, el número de acciones emitidas por A para proceder a canjearlas por las de B sería de 11,66 millones lo que representaría un total de 31,66 millones para la compañía resultante de la fusión. El BPA resultante sería de 4,737 euros por acción, que es una cantidad sensiblemente inferior a la existente antes de la fusión. Si el mercado considerase que el PER apropiado para la empresa A+B es 12, el precio de mercado sería de 56,844 euros por acción, lo que implica una pérdida de 3,156 euros por acción por parte de los accionistas de A y una ganancia de 36,28 euros por acción para los de B ( $1,166 \times 56,844 - 30$ ).<sup>16</sup>”*

Estos fundamentos teóricos son claves para entender los efectos que se producen debido a las operaciones de M&A. Se aplicarán estos conceptos con el objetivo de ver si hay un efecto dilución o aditivo tras la adquisición de Time Warner por AT&T, es decir, se tratará de calcular el efecto producido sobre los beneficios por acción de AT&T producidos tras la adquisición. Para ello, se partirá del año 2016 debido a que la operación se produjo a finales de dicho año. Los datos a tener en cuenta sobre este análisis son los siguientes:

*Tabla 4: Datos financieros de AT&T y Time Warner. Elaboración propia*

	<b>AT&amp;T</b>	<b>TIME WARNER</b>
<i>BPA 16 (\$)</i>	<i>2,16</i>	<i>4,93</i>
<i>BPA17 (\$)</i>	<i>2,90</i>	<i>5,19</i>
<i>BPA 18 (\$)</i>	<i>2,98</i>	<i>5,75</i>
<i>Precio de la acción (\$)</i>	<i>36,86</i>	<i>86,74</i>
<i>Número de acciones</i>	<i>6.148.000.000</i>	<i>774.334.281</i>
<i>Equity (millones \$)</i>	<i>226.615</i>	<i>67.165</i>

Además, hay que tener en cuenta que la adquisición se produce por \$ 85.400 millones (prima del 35%) pagados en cash y acciones de AT&T (107,5 \$/acción distribuidos: 50% en cash y 50% en acciones de AT&T). Con estos datos, se dispone a obtener el efecto sobre AT&T producido por la operación.

Aunque no tenga en consideración el fondo de comercio en el efecto, es interesante saber que el cuánto es el fondo de comercio para AT&T generado por la adquisición. Al

<sup>16</sup> <sup>16</sup> Libro de Mascareñas, J. (2011), «FUSIONES ADQUISICIONES Y VALORACION DE EMPRESAS (5ª ED.)», ECOBOOK: EDITORIAL DEL ECONOMISTA

pagarse una prima del 35%, esa cuantía es lo que considera AT&T cómo fondo de comercio. De este modo, el Fondo de comercio generado es:

$$F. Comercio (FC) = Precio - Equity^{17}$$

$$FC = 85.400 - 67.165 = 18235 \text{ millones de } \$$$

En este análisis del efecto aditivo o dilutivo habría que tener en cuenta la deuda, AT&T publicó en el boletín oficial de compra que para de la adquisición en cash se iba a financiar con deuda. No sé conoce ni la cifra exacta de deuda que se destina a la operación ni su coste, pero se relacionaba a ello unos \$ 40 billion<sup>18</sup> para llevar a cabo la parte de pago de cash. Por ello, consideraré los 40.000 millones de \$ y un coste de deuda igual al Rf + 1% de spread, es decir, un coste estimado del 3,39%. Por ello, hay que tener en cuenta en el efecto la siguiente cuantía:

$$Deuda = 3,39\% * 40.000 = 1356 \text{ millones de } \$$$

Tras estimar la deuda vinculada a la operación, se puede obtener el efecto. El efecto requiere de obtener un nuevo BPA a través de la suma de los ingresos de AT&T, los de Time Warner, restarle el coste de deuda estimado y dividirlo todo ello por el número de acciones de la empresa adquirente, en este caso, AT&T. De este modo, el nuevo BPA en el momento de la operación es el siguiente:

$$BPA \text{ nuevo} = \frac{163.786 + 29.411 - 1.356}{6.148} = 31,2$$

Ya obtenido el nuevo BPA, se puede ver el efecto dilutivo o aditivo para AT&T comparando el BPA nuevo donde se considera AT&T y Time Warner con el BPA estimado de AT&T sin considerar que la operación nunca se hubiese producido. El efecto de AT&T en 2016 tras la compra sería un efecto aditivo del 1344%.

$$\Delta BPA = \frac{31,2 - 2,16}{2,16} = 13,44 \text{ (1344\%)}$$

En el año 2017, el nuevo BPA será:

$$BPA \text{ nuevo} = \frac{161.427 + 29.969 - 1.356}{6.148} = 30,9$$

En el año 2017, el efecto sería nuevamente aditivo de un 965%.

$$\Delta BPA = \frac{30,9 - 2,90}{2,90} = 9,65 \text{ (965\%)}$$

En el año 2018, el nuevo BPA será:

<sup>17</sup> Equity a valor de mercado en el momento que se oficializó la operación (22 de octubre 2016)

<sup>18</sup> Billion americano/inglés = 1000 millones (España)

$$BPA \text{ nuevo} = \frac{162.696 + 30.569 - 1.356}{6.148} = 31,2$$

En el año 2017, el efecto sería nuevamente aditivo de un 965%.

$$\underline{\Delta}BPA = \frac{31,2 - 2,98}{2,98} = 9.47 \text{ (947\%)}$$

## 8. Desarrollo de las valoraciones y resultados

En este punto se va explicar el porqué de los resultados obtenidos, ya sea por asunciones tomadas en el escenario o por un motivo de la línea histórica que ha seguido la compañía.

En relación al descuento de flujos de efectivo, la valoración obtenida ha sido de 97.275 millones de \$; procedentes de: VAN + la caja no operativa – la deuda neta.

¿Cómo hemos obtenido el VAN?

Anteriormente hemos explicado la fórmula y los pasos a seguir, pero no se explica de donde proceden los datos y por qué se han considerado esas estimaciones para las proyecciones. (Sólo se han explicado las variables relevantes para obtener el descuento de flujos: WACC, % equity, % deuda...). En este caso hay que atender a los componentes del esquema del Cuadro 1 del trabajo.

Antes de explicar los componentes del cuadro 1, es importante explicar las tasas de crecimiento anual aplicadas a cada año. Como se explicaba en el punto 5.1, el GDP de Estados Unidos estimado es una tasa de crecimiento comúnmente aceptada y aplicada para hacer proyecciones futuras. La estimación es del GDP 2021 es de entre 2 y 2,5%, sin embargo, he considerado una tasa de crecimiento anual distinta por año y menos optimista. De tal modo, las tasas de crecimiento aplicadas para la obtención de proyección son las siguientes:

*Tabla 5: Tasas de crecimiento*

Años	2017	2018	2019	2020	2021
Tasa de crecimiento "g"	1,9%	2%	2,1%	1,8%	1,5%

En relación a estas tasas de crecimiento consideradas, la más relevante es la del 2021 porque el valor residual conlleva aproximadamente un 80% de peso en la valoración. Pese a las estimaciones del 2-2,5%, considero que es una estimación demasiado optimista y difícil de acertar en el periodo de 4 años por ello considero una "g" del 1,5%. Además, diversos bancos de inversión suelen utilizar generalmente (quitando las excepciones) una tasa de crecimiento del 1-1.5%.

Tras explicar del principal factor de estimación de los flujos de caja libre, se va a explicar, a continuación, el cómo se han estimado cada uno de los componentes del Cuadro 1 que conforman la obtención de los flujos de caja.

- Ingresos: Se ha aplicado la tabla de tasas de crecimiento precedente, asumiendo como dato de partida los ingresos del 2016.
- Costes: Se ha aplicado la tabla de tasas de crecimiento precedente, asumiendo como dato de partida los ingresos del 2016 y un descenso del 1% por mejora de eficiencia.

- Gastos de venta, generales y de administración; y Alquiler: En base a la evolución histórica se ha observado una cifra que sigue la misma tendencia siendo casi constante. Además, se ha aplicado la tabla de tasas de crecimiento precedente.
- Amortización: La amortización tiene que ir en consistencia con la inversión en CAPEX o el tipo de amortización que se aplique (ej: acelerada). En base a la evolución histórica se ha observado una cifra que sigue la misma tendencia decreciendo año a año, pero no en gran medida. Teniendo en cuenta esto, he considerado un incremento hasta 2019 y luego un decremento habitual aplicando el crecimiento esperado como factor de decremento teniendo en cuenta una inversión en CAPEX constante desde 2020.
- Tipo de gravamen: En base al tipo de gravamen medio histórico y las medidas previstas por Trump, se considera un tipo impositivo sobre sociedades del 23%.
- CAPEX: Se ha aplicado la tabla de tasas de crecimiento precedente hasta 2019, asumiendo como dato de partida los ingresos del 2016. A partir de 2020 se considera una inversión constante.
- NOF: En base a la evolución histórica se ha observado una cifra que sigue la misma tendencia siendo casi constante. Además, se ha aplicado la tabla de tasas de crecimiento precedente.

Descontando los flujos obtenidos con la tasa de descuento explicada anteriormente (punto 5) y teniendo en cuenta la deuda neta se obtiene un precio por acción de 125,55 \$; muy por encima del precio de cotización (1 de mayo del 2017) de 99,06 \$/acción.

En relación a la valoración por dividendos, esta valoración ha sido descartada debido a que los resultados obtenidos son incoherentes, obteniendo un precio por acción muy alejado de la propia cotización e incluso muy cercano al valor en libros del Equity de Time Warner.

Y, por último, la valoración por múltiplos. Teniendo en cuenta mis proyecciones y los múltiplos medios de los brokers de Reuters, los múltiplos obtenidos son los siguientes comparándolo con Walt Disney y Twenty-First Century Fox (empresas comparables del sector):

- PER

Años	2017	2018	2019
PER estimado	18,9	17,01	15,81
PER (Reuters)	16,29	14,97	13,72
PER medio	17,3	16,12	14,79

PER Walt Disney	18,39	16,19	14,88
PER 21st Century Fox	14,51	13,48	11,3

Con estos múltiplos se sacarán conclusiones respecto a Time Warner en el punto 9.

- EV/EBITDA

Años	2017	2018	2019
EV/EBITDA estimado	11,1	10,2	9,6
EV/EBITDA (Reuters)	11,1	10,4	9,84
EV/EBITDA medio	11,1	10,3	9,72

EV/EBITDA Walt Disney	10,98	10,13	9,66
EV/EBITDA 21st Century Fox	9,48	9,02	8,04

Con estos múltiplos se sacarán conclusiones respecto a Time Warner en el punto 9.

## 9. Conclusiones

Tras un análisis actual del sector de las telecomunicaciones, donde AT&T es partícipe y es forzada a realizar este tipo de operaciones (adquisición de Time Warner en lo que respecta) debido a la propia exigencia competitiva del sector, es hora de sacar conclusiones en relación a la operación y valoración; y conclusiones desde el punto de vista estratégico, teniendo en cuenta operaciones pasadas muy relacionadas a esta operación (adquisición de DIRECTV por AT&T) y el apalancamiento de AT&T tras la operación en relación con sus competidores.

En primer lugar, la valoración realizada sobre Time Warner a través de distintos métodos, conduce a recomendar la *compra* de acciones de Time Warner. Atendiendo a la valoración por múltiplos, Time Warner no es la mejor empresa en 2017 comparada con Walt Disney y Twenty-First Century Fox tanto en el PER como en el EV/EBITDA pero no existen diferencias muy significativas como para decir que Time Warner está sobrevalorada o infravalorada con respecto a estos 2 competidores. Sin embargo, la evolución hacia 2019 hace que los múltiplos de 2019 sean mejores en comparación a Walt Disney debido a que las expectativas en relación al beneficio neto son mejores, por lo que es una buena señal de cara a invertir en Time Warner. Como ya he dicho antes, tenga o no tenga mejor múltiplo, estas empresas están alrededor de un precio medio del sector, en el que incluso se podría incluir alguna otra empresa de cara a tener un valor basado en más componentes (empresas) y sea más fiable. Por otro lado, atendiendo a la valoración de flujos de caja libre, el resultado es más contundente como para recomendar la compra de Time Warner y, además, el acierto de AT&T en adquirir Time Warner, desde el punto de vista de precio pagado en la operación de compra. AT&T pagó un precio de 107,5\$/acción (35% de prima incluida) y, aunque actualmente esté cotizando entre los 99-100\$, la valoración (expectativas) indica que Time Warner tiene un valor de 125,62 \$/acción. Además, atendiendo al análisis de sensibilidad que se recoge en la siguiente tabla, la expectativa es muy positiva en todos los casos, comparándolo con el precio actual de cotización.

Tabla 6: Análisis de sensibilidad (Precio TW por acción)

	$\Delta 0,5\%$	WACC	-0,5%
-0,50%	\$ 104,87	\$ 116,78	\$ 131,48
g	\$ 113,97	\$ 125,62	\$ 147,92
$\Delta 0,5\%$	\$ 127,91	\$ 144,66	\$ 168,68

En definitiva, desde el punto de vista de valoración, sin tener en consideración el factor estratégico, AT&T pagó en su día por Time Warner a sobreprecio, pero a largo plazo Time Warner va a valer más que por lo que se pagó.

Desde el punto de vista estratégico, es un acierto rotundo. ¿Por qué?

Cómo ya se vio con DIRECTV, DIRECTV agregó una ventaja competitiva a AT&T desde el punto de vista estratégico, conduciendo a generación de valor para los accionistas.

DirecTV propició sinergias tanto en costes como en ingresos: A AT&T le permitió ofrecer distintos “paquetes de servicios” donde se incluía servicio de línea fija, línea móvil, Internet y televisión, en comparación con sus principales competidores: Comcast ofrecía línea fija,



Internet y televisión; y Verizon ofrecía Wi-Fi junto a banda ancha y línea fija. Además, DirecTV llevó a AT&T atraer nuevos clientes, incluyendo tanto los clientes de DirecTV como los nuevos clientes que adquirió procedentes de la competencia. Obviamente, el proporcionar a los clientes un mayor número de servicios produjo un aumento de suscriptores, eficiencia en costes y reducir la tasa de fuga de clientes (darse de baja). El acuerdo provocó un ahorro sustancial cercano a los 2,5-3 mil millones de \$ al año dentro de los tres años del cierre del acuerdo. Principalmente, esto se debió a un menor coste del contenido y mayor eficiencia empresarial, es decir, en relación a las áreas internas en las que AT&T y DirecTV se solapaban.

Por otro lado, AT&T se convirtió en líder de distribución de contenidos a través de los móviles, televisión e Internet. Además, AT&T obtuvo derechos sobre ciertos contenidos de interés para un segmento importante de clientes (NFL). El acuerdo proporcionó a AT&T más influencia en la negociación con los proveedores de contenidos, siendo el mayor proveedor de televisión de pago en los Estados Unidos pese al aumento de las plataformas alternativas. Finalmente, en relación al posicionamiento de AT&T en mercados en crecimiento, AT&T consiguió entrar en el mercado latinoamericano, donde DirecTV era el proveedor líder de televisión de pago con más de 18 millones de suscriptores. Por ello le permitió a AT&T acceder a un mercado en auge debido al crecimiento de la clase media de América latina y la baja tasa de entrada en la televisión de pago por parte de los potenciales suscriptores de entonces.

Ya que se habla de la valoración y una operación pasada, es interesante comparar los múltiplos de la operación actual con la operación pasada. DirecTV no se puede comparar hoy en día con Time Warner porque DirecTV fue absorbida por AT&T, por lo que no tiene un múltiplo actual para compararlo con el de Time Warner. Sin embargo, si se compara el EV/Ebitda de DirecTV correspondiente a la operación (7,7x) con el EV/Ebitda de Time Warner (5,97x) en el año que se produjo la operación con DirecTV (2014) se podría preguntar uno ¿Por qué AT&T no adquirió Time Warner en 2014 si su EV/Ebitda era menor al de DirecTV? Obviamente, que el Ebitda se acerque al valor de la empresa (EV/Ebitda tienda a 1) es buena señal porque el valor de la empresa sería igual o cercano a lo que genera. Sin embargo, seguramente DirecTV tuviera unos EV/Ebitda futuros descendentes con respecto a Time Warner, es decir, que las expectativas de crecimiento del Ebitda de DirecTV eran mejores que las de Time Warner. Posiblemente porque Time Warner no era lo que es ahora, es decir, que las expectativas futuras en su día (2014) no eran las que hoy en día son realmente y por eso AT&T haya decidido adquirir Time Warner recientemente, porque AT&T saldría beneficiado como lo ha sido con DirecTV y porque las expectativas de crecimiento de Time Warner son mejores.

Tras estos comentarios y siguiendo con la pregunta de por qué es un acierto la compra de Time Warner ¿Qué es lo que va a aportar Time Warner a AT&T cómo DirecTV lo ha hecho durante estos años desde su adquisición?

Al igual que DirecTV, considero que Time Warner va a propiciar sinergias en costes e ingresos tanto AT&T cómo para la misa TW. AT&T va a conseguir ser el líder en ofrecer contenidos de entretenimiento audiovisuales pudiendo incrementar su número de suscriptores y por lo tanto sus resultados futuros. Time Warner le va a dar a AT&T una cobertura completa, tanto en televisión por cable (Turner) como las plataformas de contenido audiovisual (HBO), permitiendo a AT&T ofrecer unos paquetes de servicios y contenido único en EE.UU y pudiendo penetrar en otros mercados internacionales gracias a HBO (plataforma de contenido audiovisual de entretenimiento) de modo que traspasa fronteras y tiene una posición

privilegiada en el mercado de las telecom ¿Por qué privilegiada? AT&T pasa a tener una gran ventaja competitiva respecto a sus competidores ofreciendo los paquetes más completos y competitivos del mercado porque AT&T va a seguir ofreciendo lo que ofrecía (qué lo hace bien) más Time Warner. Y Time Warner, además de lo dicho anteriormente (aumento de clientes, contenidos, sinergias...) va a diferenciar a AT&T en el sector de las telecomunicaciones gracias a la exclusividad. El contenido de Time Warner es exclusivo y mucha gente es lo que busca, contenidos específicos cómo Juego de Tronos (HBO) o la NBA (Turner) exclusivo sólo en Time Warner, es decir, en los contenidos de AT&T.

En resumidas cuentas, con todos los comentarios dichos en este punto se puede decir que AT&T ha acertado en adquirir Time Warner pese a que haya pagado un sobrepago porque se espera que Time Warner valga más y de una exclusividad, respecto a los contenidos audiovisuales, qué le permitirá a AT&T ser más competitivo en el sector de las telecomunicaciones.

## 10. Bibliografía

Asenador, S.H (2016), AT&T compra Time Warner por 79.000 millones de euros, Expansión.

Disponible en:

<http://www.expansion.com/empresas/tecnologia/2016/10/22/580ba601268e3eac0f8b4602.html> [Último acceso 18 Junio 2017].

AT&T (2014), AT&T to Acquire DIRECTV. Disponible en: [http://about.att.com/story/att\\_to\\_acquire\\_directv.html](http://about.att.com/story/att_to_acquire_directv.html) [Último acceso 18 Junio 2017].

AT&T (2015), AT&T Completes Acquisition of DIRECTV. Disponible en: [http://about.att.com/story/att\\_completes\\_acquisition\\_of\\_directv.html](http://about.att.com/story/att_completes_acquisition_of_directv.html) [Último acceso 18 Junio 2017].

AT&T (2016), AT&T to Acquire Time Warner. Disponible en:

[http://about.att.com/story/att\\_to\\_acquire\\_time\\_warner.html](http://about.att.com/story/att_to_acquire_time_warner.html) [Último acceso 18 Junio 2017].

AT&T (2017), Investor briefing. Disponible en:

[https://www.att.com/Investor/Earnings/1q17/ib\\_final\\_1q17.pdf](https://www.att.com/Investor/Earnings/1q17/ib_final_1q17.pdf) [Último acceso 18 Junio 2017].

Axial (2013), 7 M&A Documents Demystified, Disponible en: <http://www.axial.net/wp-content/uploads/2013/11/7-MA-Docs-Demystified.pdf?acdf09> [Último acceso 18 Junio 2017].

Damodaran, A. (1994), Damodaran on Valuation, John Wiley and Sons, New York. 2ª edición: 2006

Departamento de análisis Bankinter (2017), Previsión del PIB EEUU para 2017 y 2018, Blog de Bankinter. Disponible en: <https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2016/8/31/prevision-pib-estados-unidos> [Último acceso 18 Junio 2017].

Eikon Thomson Reuters.

Fernández, P. (2008), Documento de investigación: Métodos de valoración de empresas, IESE Business School – Universidad de Navarra

Fernández, P. (2016), Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías. IESE Business School – Universidad de Navarra. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1266623](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1266623) [Último acceso 18 Junio 2017].

Holland, P. (2017), Planes ilimitados: comparamos las opciones de Verizon, T-Mobile, AT&T y Sprint, C NET. Disponible en: <https://www.cnet.com/es/noticias/planes-ilimitados-comparamos-las-opciones-de-verizon-t-mobile-at-t-y-sprint/> [Último acceso 18 Junio 2017].

Market Risk Premia website (2017) Disponible en: <http://www.market-risk-premia.com/market-risk-premia.html> [Último acceso 18 Junio 2017].

Mascareñas, J. (2011), «FUSIONES ADQUISICIONES Y VALORACION DE EMPRESAS (5ª ED.)», ECOBOOK: EDITORIAL DEL ECONOMISTA

Novas, J.M y López, I (2016) Operaciones de M&A: Fases y principales componentes. Revista Española de Capital Riesgo, nº 1/2016. Disponible en: [www.researchgate.net/profile/Ignacio\\_Lopez2/publication/303338593\\_Operaciones\\_de\\_MA\\_Fases\\_y\\_principales\\_componentes\\_Resumen/links/573d89eb08ae298602e68e39.pdf](http://www.researchgate.net/profile/Ignacio_Lopez2/publication/303338593_Operaciones_de_MA_Fases_y_principales_componentes_Resumen/links/573d89eb08ae298602e68e39.pdf) [Último acceso 18 Junio 2017]

Pillars of Wall Street (2014), AT&TtoBuyDirecTVfor\$48.5B. Disponible en: <http://pillarsofwallstreet.com/wp-content/uploads/2013/02/5.18.14-ATT-to-Buy-DirecTV-for-48.5B.pdf> [Último acceso 18 Junio 2017]

PWC España (2015) Entertainment and Media Outlook 2015-2019. Disponible en: [http://www.amic.media/media/files/file\\_352\\_1074.pdf](http://www.amic.media/media/files/file_352_1074.pdf) [Último acceso 18 Junio 2017].

Pozzi S. (2016), AT&T justifica la compra de Time Warner en ampliar su oferta a los contenidos, El País. Disponible en: [http://economia.elpais.com/economia/2016/10/24/actualidad/1477318158\\_419170.html](http://economia.elpais.com/economia/2016/10/24/actualidad/1477318158_419170.html) [Último acceso 18 June 2017].

Takahashi, D. (2016) VentureBeat. Disponible en: <https://venturebeat.com/2016/06/08/the-u-s-and-global-game-industries-will-grow-a-healthy-amount-by-2020-pwc-forecasts/>. [Último acceso 18 Junio 2017].

Zozaya, N. (2007), Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial, Dirección General de Política de la PYME. Disponible en: <http://www.ipyme.org/Publicaciones/Las%20fusiones%20y%20adquisiciones%20como%20formula%20de%20crecimiento%20empresarial.pdf> [Último acceso 18 Junio 2017].

## 11. Anexo

**Tabla 7: Valoración por descuento de flujos de caja libre (\$ M). Elaboración propia**

	Crecimiento esperado	1,90%	2,00%	2,00%	1,80%	1,50%
	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
Ingresos	29411,00	29969,81	30569,21	31180,59	31741,84	32217,97
Costes	-16376,00	-16520,27	-16682,17	-16845,66	-16977,39	-17059,73
SG&A	-5123,00	-5121,49	-5203,02	-5007,18	-5144,97	-5250,60
Rent	-1312,00	-1360,37	-1402,50	-1356,60	-1365,14	-1399,69
EBITDA	6600,00	6967,68	7281,51	7971,15	8254,34	8507,96
Amortización	479,00	469,90	460,50	451,29	443,17	436,52
EBIT	6121,00	6497,78	6821,01	7519,86	7811,17	8071,44
Impuestos	1530,25	1494,49	1568,83	1729,57	1796,57	1856,43
NOPAT	4590,75	5003,29	5252,18	5790,29	6014,60	6215,01
Amortización	479,00	469,90	460,50	451,29	443,17	436,52
CAPEX	-432,00	-440,21	-449,01	-449,01	-449,01	-449,01
Inv NOF		352,00	-64,34	-65,63	-60,25	-51,11
FCF	4637,75	5384,98	5199,33	5726,95	5948,51	6151,41
VR						130737,07
Total FCF		5384,98	5199,33	5726,95	5948,51	136888,48

VAN	120075,42		
caja no operativa	1539,00		
Deuda	24339,00		
Valor (Equity)	97275,42	\$ 97.275.421.318,24	\$ 125,62

**Tabla 8: Necesidades operativas de financiación (NOF). Elaboración propia**

	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
Existencias	2062	1835	1871,70	1909,13	1943,50	1972,65
Clientes	8699	8455	8624,10	8796,58	8954,92	9089,24
Proveedores y pagos diferi	7192	7073	7214,46	7358,75	7491,21	7603,57
NOF	3569	3217	3281,34	3346,97	3407,21	3458,32
Inv/Desinv en NOF		352	-64,34	-65,63	-60,25	-51,11

**Tabla 9: Forward EPS (BPA) de Time Warner. Elaboración propia**

	2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
EBIT	6121,00	6497,78	6821,01	7519,86	7811,17	8071,44
Gastos financieros	-1161,00	-1183,06	-1206,72	-1230,85	-1253,01	-1271,81
B.Bruto	4960,00	5314,72	5614,29	6289,01	6558,16	6799,63
Impuestos	1140,80	1222,39	1291,29	1446,47	1508,38	1563,92
B.Netto	3819,20	4092,33	4323,01	4842,54	5049,79	5235,72
EPS	4,93	5,28	5,58	6,25	6,52	6,76

**Tabla 10: Uneffected value**

Uneffected value: precio medio 6 meses antes de los rumores	
Número de acciones	774334281
Precio acción medio	\$ 77,18
Capitalización bursatil	\$ 59.761.320.849,15
Deuda	\$ 24.339.000.000,00
EV	\$ 84.100.320.849,15

\*(Última fecha 18/Oct/2016)