



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
Y EMPRESARIALES (ICAICADE)

**FUSIONES Y ADQUISICIONES:
EL CASO DE TELEFÓNICA EN BRASIL
Y LA ADQUISICIÓN DE GVT**

Autor: Nicolás Hart-Pallavicini

Director: Rocío Sáenz-Diez

Madrid
Junio 2015



FUSIONES Y ADQUISICIONES: EL CASO DE TELEFÓNICA EM BRASIL Y LA ADQUISICIÓN DE GVT

Nicolás
Hart-Pallavicini
Sainz la Cuesta

Resumen

En este trabajo se va a estudiar desde un punto de vista estratégico y financiero la adquisición de la empresa brasileña GVT por parte de Telefónica. El proyecto gira en torno al mundo de las fusiones y adquisiciones en la industria de las telecomunicaciones, el cual está sufriendo un proceso de consolidación global.

Muchas empresas españolas están centrando su crecimiento en mercados emergentes, donde las previsiones de crecimiento son más elevadas que en España u otros países europeos. En el caso de Telefónica, destacan sus inversiones en el mercado brasileño. En este trabajo se va a analizar la inversión más reciente: GVT, estudiando el valor de esta empresa y su encaje con Telefónica para determinar si ha sido una buena compra para la empresa española y si su apuesta en el mercado brasileño tiene sentido.

Palabras clave: fusiones y adquisiciones, Telefónica, GVT, industria de las telecomunicaciones, mercado brasileño

Abstract

The aim of this project is to study from a strategic and financial perspective Telefónica's acquisition of GVT. The main theme is mergers and acquisitions in the telecommunication industry. Currently this sector is undergoing a process of global consolidation.

Many Spanish companies are looking to grow through emerging markets, where growth forecasts are higher than in Spain or other European countries. In Telefónica's case, they have made strong investments in Brazil, the last of which being the acquisition of GVT. The value of this company is going to be analyzed, to establish if it was a good acquisition for Telefónica. Additionally, the Brazilian market will be assessed so as to value if it has been worth for the Spanish Telecomm company to invest in this region.

Keywords: mergers and acquisitions, Telefónica, GVT, telecom industry, Brazilian market

Índice

1. Introducción.....	3
Propósito general.....	1
Presentación y contextualización.....	1
Objetivos	3
Metodología.....	4
Estructura del trabajo.....	6
2. Marco teórico.....	7
Introducción	8
Clasificaciones de las M&A.....	11
Principales razones para llevar a cabo un M&A	12
Métodos de valoración.....	16
Beneficio por acción	19
3. Análisis del caso.....	20
3.1 Análisis del entorno.....	21
Evolución de las M&A en empresas de telecomunicaciones	21
Historia y negocio de Telefónica.....	24
Análisis DAFO de Telefónica	27
Sector de las telecomunicaciones en España.....	29
Sector de las telecomunicaciones en Brasil	33
Telefónica en Brasil	37
3.2 Análisis de la operación	39
Descripción de la operación.....	39
Las empresas afectadas	40
Motivos estratégicos de la adquisición	42
Efecto en la cotización y en el Beneficio Por Acción	48
Valoración de GTV	52

4. Conclusión	55
5. Bibliografía	60
6. Anexos.....	65

Índice de ilustraciones

Gráfico 1: Volumen global de operaciones M&A	9
Gráfico 2: Operaciones de M&A según industria (Q1 2015)	10
Gráfico 3: Relación precio, sinergias y valor	19
Gráfico 4: Evolución de la cuota de mercado por líneas activas	30
Gráfico 5: Total de ingresos en telefonía fija	31
Gráfico 6: Conexiones, población y telefónica móvil en Brasil	35
Gráfico 7: Desarrollo de la cobertura de línea fija en Brasil	35
Gráfico 8: Cuota de mercado de banda ancha en Brasil	36
Gráfico 9: Estructura de la operación	39
Gráfico 10: Presencia geográfica de banda ancha en Brasil antes y después de la adquisición.....	44
Gráfico 11: Presencia geográfica de banda ancha en Brasil de Oi y América Móvil	45
Gráfico 12: Cuota de mercado en Brasil de banda ancha antes y después de la adquisición	46
Gráfico 13: Cuota de mercado en Brasil de la televisión de pago antes y después de la adquisición	46
Gráfico 14: Cotización Telefónica Brasil (05.08.2014-19.09.2014)	49
Gráfico 15: Cotización de Telefónica Brasil (19.09.2014-20.05.2015)	50
Gráfico 16: Cotización BOVESPA (19.09.2014-20.05.2015).....	50

Índice de Tablas

Tabla 1: Debilidades, amenazas, fortalezas y debilidades	27
Tabla 2: Fechas relevantes de la operación.....	40
Tabla 3: Cuota de mercado de banda ancha en Brasil	45
Tabla 4: Usuarios de GVT y VIVO.....	47
Tabla 5: Efecto en el BPA de Telefónica S.A.	51
Tabla 6: Efecto en el BPA de Telefónica Brasil	52
Tabla 7: DFC de GVT	54
Tabla 8: Resultado de las valoraciones realizadas de GVT	54
Tabla 9: Resultado de las valoraciones realizadas de GVT teniendo en cuenta las sinergias	54

Índice de anexos

Anexo 1: Métodos de valoración más utilizados	65
Anexo 2: Hecho relevante de Telefónica.....	66
Anexo 3: Velocidades de banda ancha en Brasil	67
Anexo 4: Empresas incluidas en el índice realizado por Damodaran	67
Anexo 5: Balance consolidado de Telefónica	68
Anexo 6: Cuenta de pérdidas y ganancias de Telefónica.....	69

Sección I: Introducción

Propósito general

En las siguientes líneas se va a analizar desde un punto de vista tanto financiero como estratégico la adquisición de GVT por parte de Telefónica. En concreto, se analizarán las razones estratégicas de la adquisición, las variaciones de la cotización y del beneficio por acción de Telefónica S.A. y Telefónica Brasil y si el precio pagado ha sido el adecuado. Asimismo se analizará el mercado de telecomunicaciones de España y Brasil y como se ha ido desarrollando durante los últimos años, con el fin de entender mejor la inversión de Telefónica en Brasil.

Presentación y contextualización

En primer lugar, el tema principal del que va a tratar el proyecto son las Finanzas Corporativas, en concreto la sección de Fusiones y Adquisiciones (en adelante M&A¹). El concepto de M&A define el proceso realizado por una compañía cuando toma el control de otra (Trujillo y Cupido, 2003). Estas operaciones son una de forma habitual en el mundo empresarial de mejorar el rendimiento financiero y hacer crecer una empresa.

La realización de este tipo de operaciones es cada vez más común entre empresas para no quedarse atrás en el proceso de globalización. El tamaño de una empresa es un factor importante para competir contra las multinacionales y aumentar la cuota de mercado.

Cada una de estas operaciones conlleva riesgo, existiendo muchas variables que es preciso analizar con mucho detalle. Una vez estudiadas a nivel operativo, también es necesario evaluarlas a nivel financiero, para decidir el precio objetivo y determinar si la operación crea valor. Esto último debería de

¹ Mergers and acquisitions

ser, tal y cómo se explicará en capítulos posteriores, el aspecto estratégico más importante a tener en cuenta por la gestión de la empresa.

Hay que tener en cuenta que en muchas de estas transacciones puede no conseguirse el resultado previsto debido a una mala gestión en su integración, sin tener en cuenta algunos factores vitales como las diferencias entre las culturas de las empresas fusionadas.

Este trabajo se centra en las empresas del sector de las telecomunicaciones, que según FitzGerald (2001), son las que se dedican a la prestación de servicios orientados a la telefonía móvil y fija, televisión e internet, y también al movimiento de datos, voz, gráficos, imágenes, texto y video a través de medios electrónicos. En esta industria la tecnología juega un papel muy importante, ya que los usuarios siempre demandan los medios más modernos para poder comunicarse.

Grover y Vaswani (2005) clasificaron las empresas de telecomunicaciones en las siguientes categorías: operadores de comunicación (Vodafone, Telefónica, AT&T), proveedores de contenido e internet (Google, Youtube, Facebook) y fabricantes (Apple, Microsoft, Samsung). En este trabajo cuando hablemos de empresas de telecomunicación no referiremos a las primeras, las operadoras de comunicación.

El sector de las telecomunicaciones es uno de los más concentrados de la economía. Esto se debe a unas altas barreras de entrada y al gran número de adquisiciones que ocurren en el sector. Según un informe de Dealogic (2015), el sector de las telecomunicaciones se encuentra ahora mismo en los “top tres” de volumen de operaciones de M&A, lo que refleja la importante transformación que está sufriendo la industria.

Asimismo, es un sector muy cambiante, ya que el rápido avance y el desarrollo de nuevos medios de telecomunicación obligan a las empresas de este sector a tener que ofrecer siempre los últimos productos a sus clientes. En este proceso de innovación tecnológica se sustituyen continuamente productos y servicios por otros nuevos. Por ejemplo, servicios de comunicación como el

telégrafo, que fue muy importante durante el siglo XIX, ya no tiene prácticamente uso hoy en día. Lo mismo está ocurriendo en la actualidad con el SMS, que está cayendo en desuso en favor de servicios de telecomunicación como la mensajería instantánea.

Objetivos

Los principales objetivos que se pretenden alcanzar con este TFG son los siguientes:

- Analizar los motivos estratégicos principales de la inversión de Telefónica en Brasil.

Sin lugar a dudas Brasil tiene una gran importancia para Telefónica tanto en número de clientes como en ingresos. Se analizará el potencial de crecimiento que tiene en dicho país la industria de las telecomunicaciones y los motivos que están haciendo que la compañía esté invirtiendo Brasil.

- Valorar la empresa GVT y contrastar los resultados alcanzados con el precio pagado, para determinar si ha sido una buena operación para Telefónica.

Analizar el valor de GVT con diferentes métodos de valoración para determinar una valoración objetiva de la empresa. Con el precio obtenido y teniendo en cuenta las sinergias que se pueden producir con la unión de las dos empresas, se contrastarán los resultados con el precio pagado.

- Analizar el impacto que ha tenido la adquisición de GVT para los accionistas de Telefónica, tanto en la cotización como en el beneficio por acción.

Estudiar la cotización de la empresa adquiriente después de la adquisición para determinar el impacto que ha tenido la compra en

Telefónica. Asimismo, se analizará la evolución del beneficio por acción (BPA) para ver cómo ha afectado a este indicador la compra de GVT.

Metodología

Para alcanzar los objetivos anteriormente fijados, se han utilizado las siguientes herramientas metodológicas:

En primer lugar, para establecer el marco teórico, se ha realizado una revisión sistemática de fuentes. Por un lado, con el fin de obtener una idea global acerca del funcionamiento de las M&A entre empresas, se ha consultado las principales aportaciones doctrinales en esta área, tanto manuales de referencia como artículos científicos. Por el otro lado, se han revisado teóricamente las herramientas analíticas que se usarán en el trabajo: los métodos de valoración de empresas y los conceptos básicos del análisis del beneficio por acción. Esta información se ha conseguido a través de libros, artículos científicos y publicaciones académicas y profesionales.

En segundo lugar, se ha utilizado la metodología del estudio y análisis de un caso: la adquisición de GVT por Telefónica. Para Orozco (1996), el estudio del caso es “como un proceso de indagación de un objeto al cual el investigador accede a través de interpretaciones sucesivas, con la ayuda de instrumentos y técnicas, que le permiten involucrarse con el objeto para interpretarlo de la forma más integral posible”.

Según Yin (1994), “una investigación de un estudio de un caso trata una situación técnicamente distintiva en la cual hay muchas más variables de interés que datos observacionales; y, como resultado, se basa en múltiples fuentes de evidencia, con datos que deben converger en un estilo de triangulación; y, también como resultado, se beneficia del desarrollo previo de proposiciones teóricas que guían la recolección y el análisis de datos.”

Por otro lado, Strauss y Corbin (1990) argumentan que los estudios de casos son “cualquier tipo de investigación que produce resultados no

encontrados por medio de procedimientos estadísticos u otros medios de cualificación”. Asimismo, Wright (1996) defiende que “los métodos de investigación cualitativa, es decir el método de un caso, son adecuados para la generación de la teoría, ya que el investigador construye o trata de completar el conocimiento”.

Para facilitar la realización de este proceso, se ha dividido este apartado en dos bloques. En primer lugar, el análisis de la industria de las telecomunicaciones, que se realiza con la finalidad de entender la situación estratégica de Telefónica y comprender las razones de la adquisición de GVT. En segundo lugar, se procede al análisis de la operación en donde se valoran las razones de la misma y se concreta el valor de la empresa adquirida a través de técnicas cuantitativas, para finalmente contrastarlo con el precio pagado.

Para obtener la información necesaria para el método del caso, se han utilizado las siguientes fuentes:

- La página de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en donde se encuentran los hechos relevantes de la operación y cuentas anuales de entidades que intervienen en esta.
- Páginas oficiales de empresas involucradas en la operación (Telefónica, Vivendi, GVT, TIM) en donde hay información sobre su negocio, historia y datos sobre recientes adquisiciones.
- Prensa nacional e internacional (Expansión, Financial Times, Cotizalia)
- Informes sobre la operación, procedentes de diferentes instituciones financieras como J.P Morgan, BNP Paribas, Bradesco y Barclays. Así como documentos e informes sobre la situación del mercado de las telecomunicaciones en España y Brasil.
- Diversas publicaciones académicas y profesionales.

Estructura del trabajo

El contenido de este trabajo se va a desarrollar en las siguientes secciones:

- **Introducción:** este primer capítulo cuenta el propósito general de la investigación, la presentación y contextualización del tema, los objetivos de la investigación y la metodología utilizada.
- **Marco teórico:** en este capítulo se explicarán los conceptos básicos de las M&A que hay que tener en cuenta para una operación de esta envergadura, y posteriormente se revisarán los principales métodos de valoración de empresa que utilizaremos en este trabajo.
- **Análisis del caso:** dentro de este apartado diferenciamos dos bloques.
 - o **Análisis del entorno:** en el que se expondrá la evolución de las operaciones de M&A en la industria de las telecomunicaciones, y se realizará un análisis de Telefónica: su historia, su negocio, las características internas y su situación externa. Se explicará también la situación actual del mercado de las telecomunicaciones en España y Brasil y finalmente se revisará la historia de Telefónica en Brasil. Con este análisis, se pretende entender la situación en la que se encuentra Telefónica y las razones de su inversión en Brasil.
 - o **Análisis de la operación:** en la que se describirá la operación y las empresas involucradas en ella. Posteriormente, se determinarán los motivos estratégicos por los que se ha realizado la compra, se realizará un análisis de la variación de la cotización y del BPA de Telefónica y por último se valorará GVT para comparar el resultado con el precio pagado.
- **Conclusiones:** se recogerá la información más relevante que se haya obtenido a través del análisis realizado en el apartado anterior y se dará respuesta a las preguntas fijadas en los objetivos.

Sección II: Marco teórico

Introducción

Según la NYU Stern², cuando hablamos de fusiones y adquisiciones, nos referimos diferentes tipos de transacciones. Estas pueden variar de una empresa fusionándose con otra y creando una nueva compañía a que la dirección de una empresa le compre las acciones a sus dueños. Según esta universidad, existen diferentes formas de que una empresa adquiera a otra, las principales son: adquisiciones, fusiones, ofertas públicas de adquisición, compras de activos, MBOs (compra de la empresa por parte de la dirección) o LBOs (si la oferta proviene mayoritariamente de deuda).

No obstante, las operaciones de M&A se pueden dividir en dos grandes grupos: fusiones o adquisiciones.

Una fusión ocurre cuando dos compañías, frecuentemente de un tamaño parecido, se combinan para crear una nueva empresa. Las acciones de ambas empresas desaparecen y se crea una nueva sociedad cotizada. Por ejemplo cuando se fusionaron las empresas Chrysler y Daimler-Benz (1998) dejaron de existir, y se creó la empresa DaimlerChrysler. :

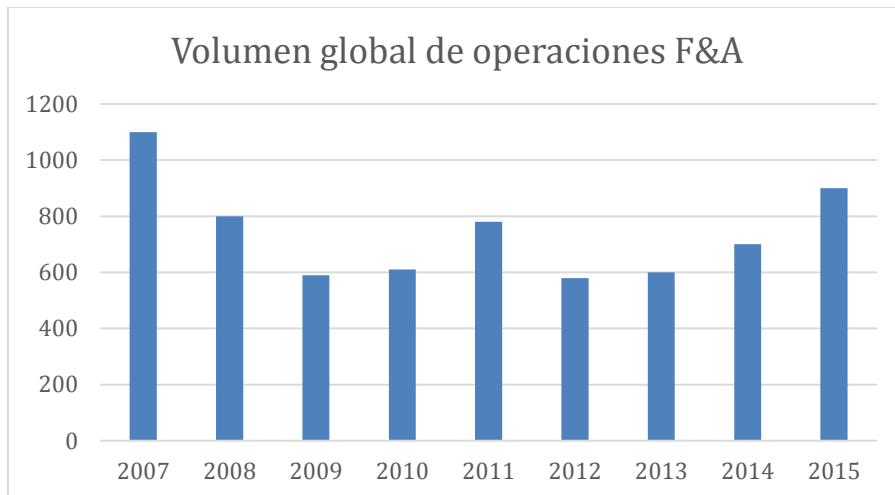
Una adquisición ocurre cuando una empresa compra a otra y se convierte en su dueño. En la mayoría de los casos la empresa adquirida deja de existir después de la operación (desde un punto de vista legal) y la empresa compradora absorbe el negocio. Es el caso de la operación analizada en este trabajo.

Este tipo de operación suele producirse más a menudo en tiempos de crecimiento económico, momentos de modificación de la economía y con la aparición de nuevas actividades económicas y de innovaciones tecnológicas. En el siguiente gráfico se puede observar el volumen de operaciones de M&A durante los últimos ocho años. En él se puede contemplar que durante los años de la crisis la cantidad de dinero utilizado en estas operaciones fue descendiendo por los problemas financieros de muchas empresas y por las

² New York University Stern School of Business

perspectivas negativas de mercado. No obstante, durante los últimos años la inversión ha ido aumentando debido a la mejora de la economía mundial.

GRÁFICO 1: VOLUMEN GLOBAL DE OPERACIONES M&A

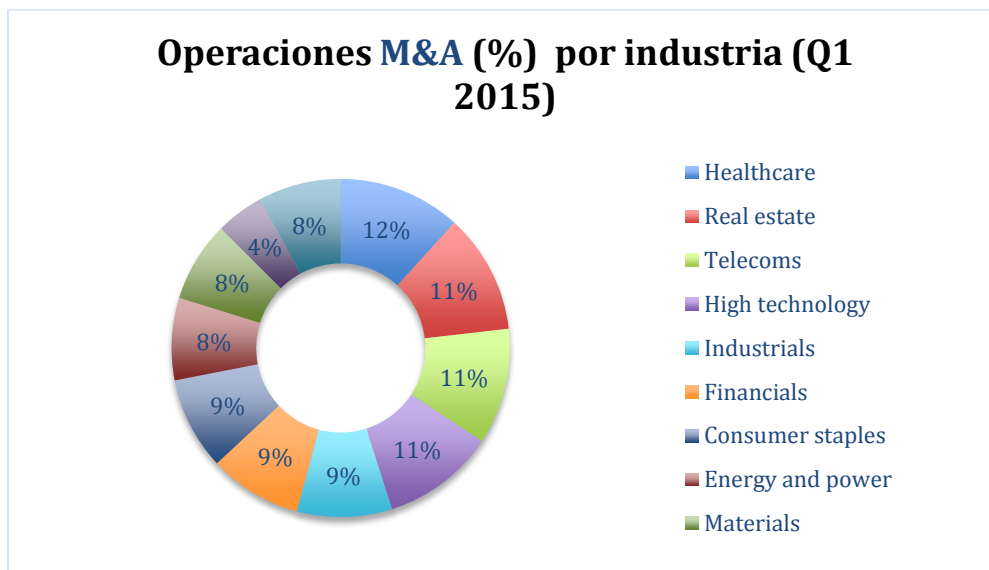


De elaboración propia. Fuente: Dealogic (2015)

Según Khedr (2014), el crecimiento de estas inversiones durante 2015 se está viendo afectado por una mejora de las condiciones económicas, un cambio en el funcionamiento de ciertas industrias debido a la introducción de nuevas tecnologías, los cambios regulatorios y una transformación de las fuerzas de mercado.

Respecto a la industria de las telecomunicaciones, normalmente se realizan un gran número de M&A. Esto se debe a la estructura de la industria, que opera en entornos dinámicos de frecuentes cambios reguladores y tecnológicos, en un mercado globalizado y con altas barreras que obligan a las empresas a concentrarse a través de M&A para ser más eficientes y competitivas (Jorde y Mitchell). En el siguiente gráfico, se puede observar el volumen de operaciones de M&A según la industria en el primer cuatrimestre de 2015:

GRÁFICO 2: OPERACIONES DE M&A SEGÚN INDUSTRIA (Q1 2015)



De elaboración propia. Fuente: Thomson Reuters

Según el gráfico, las cuatro industrias con más actividad de M&A durante ese periodo fueron la farmacéutica, la inmobiliaria, la de telecomunicaciones y la tecnológica. Según Allen & Overy (2014), se debe en parte por el proceso de consolidación en el que se encuentran.

Tanto las empresas de telecomunicaciones locales como las internacionales están utilizando las M&A para recortar gastos, incrementar su cuota de mercado y aumentar los servicios que ofrecen. Estas operaciones en el sector han mostrado una buena tendencia en el pasado y algunos economistas abogan por un crecimiento en el futuro. La mayoría de empresas de telecomunicaciones tienen entendido que para crecer globalmente, las alianzas estratégicas y las M&A son los principales vehículos para conseguirlo.

No obstante, estas operaciones también pueden tener efectos negativos (monopolización, aumento del desempleo por despidos), por lo que los gobiernos monitorizan estas operaciones y no dejan que se efectúen si no cumplen una serie de requisitos. Por ejemplo, la CNMV no dio su autorización a la venta de Tressis al banco andorrano MoraBanc. (2015), debido al mal momento que estaba pasando el sector financiero andorrano.

Clasificaciones de las M&A

Existen diferentes formas de clasificar estas operaciones, en este apartado veremos las más relevantes. Según un informe de PwC (2013), dependiendo de la estrategia, las fusiones pueden ser:

- **Horizontal:** compra o fusión de una empresa que compite en la misma rama económica, con la intención de participar en un mayor mercado o conseguir economías de escala. A esta fusión se le conoce como fusión estratégica. Debido a que sus consecuencias sobre la libre competencia son obvias, normalmente tienen que ser aprobadas por los organismos de competencia. La operación Telefónica-GVT se engloba en este tipo de operaciones, ya que ambas están presentes en la misma industria.
- **Vertical:** cuando la compra o fusión se realiza hacia un cliente o un proveedor, con la intención de asegurar la venta del producto en el primer caso, o el suministro de materias primas en el segundo. Las fusiones verticales suelen suponer un descenso del coste de los productos y un aumento de las barreras de entrada para nuevas empresas que quieran entrar en el sector. Estas operaciones también pueden llegar a generar situaciones de competencia desleal.
- **Conglomerado:** este tipo de compañía no tiene ningún tipo de relación, ya que la fusión o compra se hace solo buscando mejoras en la eficiencia y su consecuente sinergias. El objetivo principal de este tipo de operaciones es diversificar riesgos, ya que las sinergias serán reducidas por la ausencia de relación entre las actividades de las empresas.

Existen muchas otras formas de clasificar una operación M&A, por ejemplo, según la relación con la administración de la empresa adquirida puede ser amistosa (la dirección de la empresa no se opone y el proceso de *due diligence* se lleva a cabo sin problemas) u hostil (la administración de la

empresa se opone y conseguir información de la empresa adquirida se vuelve muy complicado).

Principales razones para llevar a cabo un M&A

El principal objetivo que debería razonar una operación de M&A es que la compra cree valor para el accionista. Esto sucede cuando las empresas juntas valen más que la suma de ellas por separado. Normalmente si una empresa adquiere otra, ofrece una prima sustancial (prima de control) sobre el valor de la empresa adquirida, este sobreprecio se justifica económicamente para los accionistas de la compañía adquirente por la existencia de sinergias con un valor mayor que la de la prima. Según Bilbao, Escudero y Rodríguez, (2008), estas son las principales razones de llevar a cabo una M&A:

- **La obtención de sinergias**

Es el objetivo principal por el que una empresa adquiere a otra. Las sinergias ocurren cuando dos o más empresas se unen y consiguen complementarse, y obtienen beneficios mayores que siguiendo estrategias individuales. Cuando el resultado es superior a la suma de las partes, se dice que se ha producido un efecto sinérgico (Navio, 2012)

Asimismo, las sinergias limitan el pago de una prima de control, ya que si esta es mayor que las propias sinergias se estará destruyendo valor para el accionista. Se pueden dividir las sinergias en los siguientes grupos:

- Sinergias Operativas. Son las vinculadas con el negocio de la empresa. Estas a su vez se dividen en dos tipos diferentes: de ingresos y de costes. Las primeras implican que los ingresos de la nueva compañía son mayores que los ingresos de ambas empresas sumados de forma independiente. Esto se consigue con la combinación de recursos y de conocimientos entre las empresas. Las sinergias de costes conllevan que los costes de la

nueva empresa son menos que la suma de los costes de las empresas implicadas. Este hecho se alcanza a través de economías de escala o fabricando conjuntamente productos diferentes.

- Sinergias Financieras. En general cuanto más grande sea una empresa menor será su riesgo financiero, y por lo tanto mejor será su posición en los mercados financieros y menor será el coste de su capital. La fusión entre dos empresas permite a la compañía resultante conseguir costes de financiación más baratos.
- Sinergias Fiscales. Este tipo de sinergias dan la posibilidad de disminuir el pago de impuestos mediante una operación de M&A. Según Mascareñas (2005), las sinergias fiscales más comunes son: compensación de pérdidas, concesiones fiscales y revalorización de activos despreciables.

- **Economías de escala**

Estas se obtienen cuando el coste unitario medio desciende al aumentar el volumen de producción. Suele ser el objetivo principal al realizar una fusión de tipo horizontal, que ocurre cuando se fusionan dos empresas de la misma actividad. Este tipo de fusiones, llevan aparejadas una mayor concentración del sector, esto es muy frecuente en sectores con una consolidación alta.

- **Diversificación del riesgo**

Muchos directivos buscan en la diversificación una forma de reducir la probabilidad de insolvencia y liquidación de la compañía a través de la reducción del riesgo económico.

- **Crecimiento**

A través de una M&A una empresa puede crecer de forma mucho más rápida que basándose en su propia expansión interna, y puede ser la única manera de lograr ese deseado crecimiento. La gran ventaja es que permite alcanzar el tamaño buscado en un tiempo muy reducido. Asimismo, es una vía muy utilizada para empresas que buscan un crecimiento internacional, ya que la compra de una empresa local es una forma recomendable para entrar en un nuevo mercado.

- **Ventajas fiscales**

Básicamente es conseguir reducir la cantidad de impuestos que se paga, este es uno de los motivos más polémicos por lo que se realiza una M&A. Según Mascareñas (2005), algunas de las más comunes son: adquiriendo una empresa con pérdidas, ya que la cantidad de impuestos que se paga a final de año son menores o comprando una empresa con sede en un país con un impuesto de sociedad más bajo.

- **Mejora en la dirección de la empresa adquirida**

Este tipo de operaciones se realizan cuando se identifica una empresa infravalorada por una mala gestión y que se pueda mejorar sustituyendo a la dirección. Se sustituyen factores ineficientes por eficientes, lo que conlleva a elevar el valor de la empresa. Normalmente, la adquisición es de tipo hostil ya que la administración muy pocas veces admite su mala gestión de la empresa.(Fernández & Bonet, 1989)

Existen otras muchas razones menos usuales que motiven una M&A, como por ejemplo las fusiones como empleo de fondos excedentes, la combinación de recursos complementarios, motivación de los directivos, efectos sobre los beneficios por acción o razones personales. No obstante no se va a entrar en detalle en cada una de ellas.

Creación y destrucción de valor en M&A

Según Rapallo (2002), el objetivo de la creación de valor es beneficiar al accionista y a la empresa.

Sin embargo, según un estudio entre BCG y la TUM³ (2013) aproximadamente dos tercios de M&A entre empresas destruyen valor al adquirente en el corto plazo. Incluso cuando el adquirente justifica la amplia posibilidad de sinergias que ofrece la operación, los mercados permanecen escépticos. A pesar de ello, una significativa minoría de adquisiciones consigue crear valor tanto para el adquirente como para el adquirido, demostrando que a pesar de la desconfianza de los mercados tiene sentido realizar estas operaciones.

El camino para la creación de valor varía mucho entre empresas, dependiendo de la industria, la situación económica de las empresas, su valoración en los mercados y las condiciones de la M&A. La mayoría de adquirentes buscan crear valor capturando sinergias de coste. Pero hay más en la creación de valor que simplemente identificar sinergias y ejecutar estrategias para obtenerlas. El estudio⁴, ha demostrado que en operaciones exitosas se comparten las sinergias entre compradores y vendedores. Los adquirentes no pueden esperar capturar el 100% de las sinergias para ellos mismos; ya que los vendedores se anticiparían a las sinergias del comprador y demandarán primas de control, razonando que el objetivo vale más en las manos del adquirente que en las suyas propias

Las sinergias potenciales pueden incluir cerrar fábricas sobrantes, centralizar funciones de administración, reducir el número de empleados o economías de escala. Pero no todas las adquisiciones tienen potencial sinérgico. En industrias más reguladas, como las telecomunicaciones, existen menos sinergias potenciales. Las empresas en estas industrias

³ Technische Universität München

⁴ The Boston Consulting Group, Universität München, 2013

tienden a estar influenciadas por reguladores nacionales, que generalmente les limita la cantidad de sinergias, y por eso la cantidad de sinergias informadas en el momento de la adquisición suele ser relativamente bajas (BCG & TUM).

Por el otro lado, industrias con un alto grado de consolidación internacional, puede generar una gran cantidad de sinergias. Estas suelen tener un valor de entre 2% y 10% de las ventas anuales de la empresa objetivo (media del 4,8%) o entre el 1 y 3% de la combinación de las ventas de ambas empresas (media del 1,5%).

Métodos de valoración

Durante una operación de M&A se valora la empresa adquirida y se encuentra un precio en el cual esté de acuerdo tanto el comprador como el vendedor. En palabras de Fernández (1999), “la valoración de la empresa y de sus acciones es un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición o fusión, en planificación estratégica, en análisis de inversiones, salidas a bolsa y, en muchos casos, se utiliza también como referencia para evaluar y remunerar a los directivos. Por otro lado, la valoración permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa en la creación, transferencia y destrucción de valor”.

Para este proceso existen varios métodos de valoración, de los cuales se repasarán los más importantes.

- **Descuento de Flujo de Caja**

La mayoría de las empresas que realizan transacciones de M&A utilizan el descuento de flujo de caja para valorar una empresa objetivo (Brunner, Eades, Harris & Higgins, 1998). Este método consiste en determinar la capacidad que tiene un activo de generar en el futuro dinero para sus dueños y

descontarlos para determinar su valor presente. Si el valor final es mayor que la inversión necesaria para adquirirlo, entonces es recomendable comprar.

Existen diferentes modos de realizar una valoración a través de un descuento de flujo de caja (DFC). El más común es descontarlo al WACC (Coste Medio Ponderado de Capital), que es el promedio ponderado del coste de la deuda y la rentabilidad exigida por los accionistas (Fernández, 2001). En este caso se descuenta el flujo libre de caja de los años siguientes y el valor terminal. Estas son las fórmulas para conseguir el flujo de caja libre y el valor terminal:

Flujo de Caja Libre = Beneficio Neto + Amortización – Inversión en Activos Fijos – Inversión en NOF⁵.

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCLn \times (1+g)}{WACC - g}$$

El resultado de sumar los flujos de caja libres y el valor terminal descontados es el valor de la empresa (EV). Para obtener el valor de las acciones hay que restar la deuda financiera⁶ de la empresa al EV.

- **Métodos de valoración Relativa**

Estos métodos, se han consolidado como uno de los métodos de valoración de empresas más utilizados en la práctica (Damodaran, 2002). Esto se debe a que necesitan menos información que el

DFC tradicional, y porque es más probable que las estimaciones alcanzadas por estos métodos, plasmen la tendencia actual del mercado, ya que el propósito perseguido es la obtención de una medida relativa del activo valorado, y no la obtención del valor intrínseco del mismo (Blanco, 2009)

⁵ Necesidades Operativas de Fondo: Son los fondos necesarios para financiar las operaciones corrientes de la empresa.

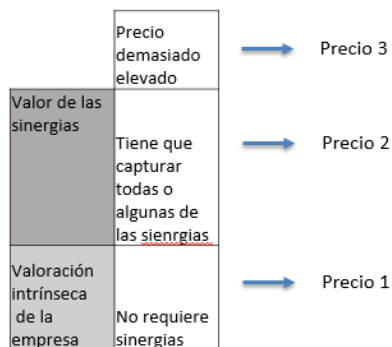
⁶ Deuda financiera = Deuda con coste - activos líquidos

Según la División de Investigación del IESE (1999), este método “consiste en valorar una empresa con objetivo de hallar su valor de mercado a través del valor de mercado de otras compañías comparables”. El problema de utilizar este método es que las compañías comparables pueden estar infra- o sobrevaloradas y existe una gran dificultad en escoger una empresa adecuada, ya que no hay dos empresas iguales. Los múltiplos más utilizados son el PER (*price-to-earnings ratio*) y el EV/EBITDA⁷ (Ver Anexo 1).

En todo momento, una empresa objetivo tiene un valor intrínseco que está basado en lo que vale una empresa de forma independiente. Este valor representa la corriente de flujos que la empresa puede producir en el futuro. Si un adquirente paga más que este valor valorado a precio el mercado, se destruirá valor. No obstante, esto no ocurrirá si consigue obtener sinergias con esta compra (Schweiger y Very, 2003). La relación entre precio, sinergias y valor se representa en la siguiente figura:

⁷ EBITDA = Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones)

GRÁFICO 3: RELACIÓN PRECIO, SINERGIAS Y VALOR



De elaboración propia

Beneficio por acción

El beneficio por acción (BPA), es uno ratios financieros más utilizados, representa la parte de los beneficios que pertenece a cada acción de la empresa (Zhang, 2008)

Existen dos variedades de BPA, el básico que solo incluye las acciones cotizadas y el BPA diluido, que incluye todas las acciones en circulación, obligaciones convertibles, opciones sobre acciones y warrants. La fórmula para sacar el BPA de una empresa es:

$$\text{BPA} = \frac{\text{Beneficio}}{\text{Número de acciones}}$$

Sección III: Análisis del caso

3.1 Análisis del entorno

Evolución de las M&A en empresas de telecomunicaciones

Hasta la década de los 80 era común que las industrias de las telecomunicaciones de cada país estuviesen controladas por sus gobiernos, (Fransman, 2001; Raventós, 1997). No obstante, por el avance tecnológico del sector y una demanda de empresas más eficientes empezó la privatización de las mismas.

Durante esta década se realizó una liberalización parcial del sector en algunos países como Japón, EEUU y Reino Unido. En el caso de EEUU, se rompió el monopolio de AT&T y se crearon empresas independientes (Economides, 2003)

Durante los años 90, destaca el Acta de Telecomunicaciones de Estados Unidos y las Directivas de la Comisión Europea, que trataron de crear un mercado más competitivo y eliminar las barreras de entrada de tipo económico y legal de este mercado. Esto ayudó a deshacer los antiguos monopolios (Deutsche Telekom, France Telecom, Telefónica, British Telecom, Telecom Italia) y crear nuevas empresas independientes y rivales entre sí (Cánovas, 2001).

Después de la revisión de las últimas evoluciones de las M&A en el sector se pueden destacar las siguientes características. Primero, las alianzas estratégicas entre grandes empresas de telecomunicaciones que fueron populares en la década de los 90, han sido reemplazadas por M&A. En general, las alianzas estratégicas tenían sentido cuando las inversiones directas eran difíciles por los controles del gobierno. Segundo, después de que se redujeran drásticamente las barreras de entrada en los mercados locales, fue mucho más difícil para empresas pequeñas y locales de telecomunicaciones ser rentables sin unirse a los grandes operadores. Finalmente, la integración de líneas fijas y móviles, han forzado a los operadores a convertirse en proveedores de servicios integrados, no solo

ofreciendo servicios telefónicos sino también servicios de datos como internet. (Navío, 2012)

Según un estudio de Fransman, 2004; Curwen y Whalley, (2010), podríamos identificar las siguientes etapas en la evolución del sector entre 1995 y 2010:

- Periodo 1995-1997: etapa de desarrollo, basado en la economía tradicional, con un impulso de los mercados financieros y considerables rentabilidades sectoriales.

- Periodo 1997-2000: se caracterizaría por el desproporcionado crecimiento de las empresas de Internet (las denominadas punto.com) y el optimismo de los mercados financieros, en lo que se ha venido a nombrar "la nueva economía". En los 90 se realizaron una cantidad sin precedentes de fusiones y adquisiciones, (Warf, 2003, p. 325), efecto que fue intensificado por la incorporación no sólo del mercado de Internet, sino también el de televisión por cable. Fue también una época de nuevas licencias y operaciones, especialmente en el ámbito móvil, y un fuerte incremento en el número de adquisiciones realizadas durante esos años. Este incremento en el número de adquisiciones se debe, en gran medida, a los siguientes sucesos:

- La Ley de Telecomunicaciones en EE.UU (1996). Entre los principales objetivos de la nueva ley era mejorar la competencia en el mercado de servicios de telefonía local, permitiendo a empresas de telefonía de larga distancia entrar en mercados locales y viceversa (AUNA, 2003).
- El acuerdo de la Organización Mundial del Comercio (1997) en donde se redujeron las barreras de entrada del sector.
- La integración de Unión europea (1998), esto llevó a la liberalización del mercado de telecomunicaciones en Europa ya que antes la mayoría de los estados miembros de la UE tenían monopolizados sus mercados.

- Periodo 2000-2003: se produce "el pinchazo de la burbuja de Internet", el reajuste de los mercados hacia una economía real, con devaluación de los activos financieros. Así como el cierre y salida de numerosos actores, y la consolidación de muchas de las empresas supervivientes, "como mejor se puede describir el año 2001 es como una masacre" (Curwen y Whalley, 2010, p. 35)

- Periodo 2004-2007: Los operadores iniciaron el camino de la recuperación mejorando sus balances y los más prominentes operadores internacionales reiniciaron su actividad expansiva con numerosas fusiones y adquisiciones. Durante este periodo, los grandes operadores europeos aumentaron su presencia en mercados emergentes, principalmente en África, y en la región de Asia-Pacífico (Navio, 2012)

- Periodo 2008-actualidad: el inicio de este periodo está marcado por la crisis y los problemas crediticios. Los operadores sufren los efectos de esta inestabilidad, como consecuencia sufren una disminución de sus ingresos y la caída de los precios. A esto se une a la feroz competencia de los actores de Internet, que intentan capitalizar su actividad en el mundo de las aplicaciones y el tráfico de datos.

Como vemos, la industria de las telecomunicaciones está sufriendo grandes cambios, según Navío (2010), estos son los más importantes:

Incremento de la competencia. La liberalización del sector ha traído consigo un incremento de la competencia en el sector de las telecomunicaciones, ha aumentado el número de operadores y se ha fomentado el desarrollo de la industria. Con mayor competencia y mayor oferta, el precio de los servicios está disminuyendo y se está haciendo más accesible a poblaciones de todo el mundo.

Generalización del servicio. Los bajos precios y la mayor oferta de servicios, ha generalizado el uso de las tecnologías de la comunicación, en un informe de la Unión Internacional de Telecomunicaciones (ITU), se señala un incremento

en el uso estas tecnologías: “durante este último año, el mundo ha presenciado un crecimiento incesante de la adopción de las TIC⁸ y, a finales de 2014, casi 3000 millones de personas estarán utilizando Internet, en comparación con 2700 millones a finales de 2013”.

Aumento del fenómeno de la *Commoditization*⁹. Este hecho se da cuando los servicios que ofrecen las empresas son muy parecidos o iguales, siendo la consecuencia directa la bajada de precios ya que el cliente elige el servicio primordialmente según el precio. Por este motivo las empresas de telecomunicaciones están buscando constantemente nuevas vías de diferenciación.

Historia y negocio de Telefónica

En este apartado se detallará la evolución de Telefónica, la información se ha obtenido a través de la página oficial de la compañía. En ella se describe a Telefónica como una de las mayores compañías de telecomunicaciones del mundo por capitalización bursátil y número de clientes. Apoyándose en amplias redes fijas, móviles y de banda ancha, así como en una oferta innovadora de servicios digitales, la compañía se está transformando en una ‘Telco Digital’. Según su presidente, Cesar Alierta, el objetivo de Telefónica “es satisfacer todas las necesidades digitales de sus clientes, desde la conexión a Internet hasta las soluciones digitales más avanzadas, a través de cualquier dispositivo conectado”.

Según la propia compañía, está presente en 21 países y cuenta con una base de clientes de más de 316 millones de accesos. Aparte tiene una fuerte presencia en España, Europa y Latinoamérica, donde concentra la mayor parte de su estrategia de crecimiento.

⁸ Tecnologías de la información y la comunicación

⁹ El verbo *comoditizar* es un calco del inglés *to commoditize*, que en español puede traducirse por mercantilizar, popularizar o implantar

La compañía es totalmente privada, cuenta con 1,5 millones de accionistas directos y cotiza en el mercado continuo de las bolsas españolas y en las bolsas de Londres, Nueva York, Lima y Buenos Aires. Es la segunda operadora por ingresos y la octava empresa de telecomunicaciones por capitalización bursátil.

Telefónica se fundó en 1924 bajo el nombre CTNE (Compañía Telefónica Nacional de España) y tenía a su cargo el monopolio telefónico en España. En 1945, el estado español entró como mayor accionista de la empresa, hasta que se privatizó en 1999. Los acontecimientos, según Telefónica, más importantes de la compañía durante los siguientes años son los siguientes:

- En 1967 inicia las comunicaciones por satélite, con lo que amplía su cobertura a grandes zonas geográficas.
- En 1987 empieza a cotizar en la Bolsa de Nueva York, esto le permitió a Telefónica un aumento de visibilidad en los mercados de capitales.
- En 1990 comienza con su expansión en Sudamérica con la adquisición de CTC en Chile y de TASA en Argentina.
- En 1994 adquiere la empresa TdP y entra así en el mercado de Perú. Ese mismo año lanza su telefonía móvil digital Movistar, marca comercial con la que opera la empresa.
- En 1998 entra en Brasil con la adquisición de Telesp.
- En 1999 lanza el servicio de acceso fijo de banda ancha ADSL, pudiendo ofrecer una conexión a internet mucho más rápida a sus clientes.
- En el año 2000 se pone en marcha la Operación Verónica, en donde se hace con el 100% de sus filiales en Argentina, Brasil y Perú (del Rey, 2001)
- En el año 2003 se crea Vivo Brasil conjuntamente con Portugal Telecom.
- En 2005 adquiere Cesky Telecom y un 5% de China Netcom, entrando así en el mercado de Europa de Este y en el asiático.

- En 2006 adquiere los activos de O2 en UK, Alemania e Irlanda, así como la compra del 51% de Colombia Telecom.
- En el 2008 Vivo adquiere Telemig (primera operadora en ofrece 3G en Brasil) y es fusionada con Vivo.
- En 2010 adquiere Hansenet (la cuarta operadora más grande de Alemania) y Jajah, empresa que ofrece llamadas a través del sistema IP, en Israel. Ese mismo año entra en el mercado de las redes sociales adquiriendo Tuenti. Asimismo, toma el control de Vivo mediante la compra a PT de su participación en Brasilcel por €7.500 millones.
- En 2014 adquiere Digital+, plataforma de pago por satélite en España y el operador de telecomunicaciones alemán E-Plus. Finalmente, en 2014 adquirió la operadora brasileña GVT.

Se puede apreciar que Telefónica recurre a menudo a las adquisiciones de otras empresas para aumentar su presencia mundial y para la entrada en nuevos mercados. Es un hecho que ocurre con muchas empresas de telecomunicación debido a la tendencia de consolidación del sector.

Análisis DAFO de Telefónica

A continuación se hará un análisis de los factores que tendrá que considerar Telefónica en el futuro, tanto para aumentar su ventaja competitiva como para defender sus debilidades. Se analizarán sus características internas (debilidades y fortalezas) y su situación externa (amenazas y oportunidades).

TABLA 1: DEBILIDADES, AMENAZAS, FORTALEZAS Y OPORTUNIDADES

Debilidades	Amenazas
Endudamiento muy alto Reducción del ARPU	Mercado móvil maduro Competencia intensa Reducción de tarifas móviles
Fortalezas	Oportunidades
Presencia geográficamente diversificada Altas cuotas de mercado Continuo crecimiento de suscriptores	Virtualización de las redes Expansión mediante adquisición Introducción de nuevos servicios

- **Debilidades**

Telefónica tiene un endeudamiento muy alto, durante el último cuatrimestre de 2013 la deuda se elevaba a €51.172 millones (cuentas anuales de Telefónica, 2014). Una elevada deuda aumenta la volatilidad de los ingresos netos de la empresa y la expone a movimientos de intereses. El ingreso promedio por usuario ha ido disminuyendo durante los últimos años. Por ejemplo en Brasil, el ARPU se redujo de €10,2 en 2011 a €11 en 2013, lo que equivale a una reducción anual del 8%. En España esta reducción fue del 12% durante el mismo periodo (Datamonitor).

- **Amenazas**

El mercado móvil en regiones de Europa y Sudamérica se encuentra en una fase de madurez, lo que podrían afectar negativamente al crecimiento. La penetración móvil en Europa occidental fue de 125%, en Europa central del 151% y en Sudamérica del 118% (GSMA), esta alta

penetración en estos mercados significa perspectivas débiles de crecimiento. La competencia intensa podría reducir cuota de mercado e ingresos, ya que Telefónica compite en un sector altamente competitivo y rápidamente cambiante. Como consecuencia, las tarifas móviles se han ido reduciendo durante los últimos años, esto se traduce a una bajada de ingresos. Asimismo, los reguladores están contemplando una reducción de estas tarifas en los próximos años, lo que reduciría aún más las perspectivas de crecimiento.

- **Fortalezas**

Telefónica tiene una presencia geográficamente diversificada esta presente en 25 países en Europa y Sudamérica, con una exposición muy grande al crecimiento del continente sudamericano (más del 50% de sus ingresos), lo cual reduce su riesgo sustancialmente. La compañía posee altas cuotas de mercado, lo cual facilitan las economías de escala. Esto ocurren en la mayoría de los países donde está presente, lo cual le asegura que puede mantener altos porcentajes de sus llamadas en sus redes y así reducir costes. Asimismo, Telefónica ha tenido un continuo crecimiento de sus suscriptores, el total de clientes superó los 323 millones en 2013, un aumento del 2,4%. Este aumento se debe principalmente gracias a nuevos suscriptores en países sudamericanos.

- **Oportunidades**

Al minimizar la dependencia del hardware, se espera que la virtualización ¹⁰ traiga considerables beneficios a las empresas de telecomunicaciones y al usuario final. Mientras que Telefónica acelera su transformación a una *telco* digital planea crear un estándar para todas sus

¹⁰ Combinación de hardware y software que permite a un recurso físico funcionar como múltiples recursos lógicos (Gonzalo Nazareno)

operaciones mundiales. Con esto, espera captar oportunidades de crecimiento en el mundo digital. A través de expansión mediante adquisiciones estratégicas, Telefónica tiene como propósito posicionarse como operador líder en el sector mundial de telecomunicaciones. Por ejemplo, en 2014 Telefónica Deutschland (su filial alemana) adquirió E-Plus, con esta compra se posicionó como líder en el mercado móvil alemán y como segundo operador europeo por número de clientes.

Sector de las telecomunicaciones en España

En el siguiente apartado se estudiará el mercado de telecomunicaciones en España, para poder entender en qué fase se encuentra y comprender por qué Telefónica se está centrando en crecer en otros mercados.

En la actualidad, las empresas de telecomunicaciones en España reciben sus ingresos de diferentes fuentes. Según un informe de la CNMC¹¹, el reparto por ingresos de los principales servicios finales en el año 2013 fue: telefonía móvil (27,8%), telefonía fija (15,4%), servicios audiovisuales (13,2%), banda ancha fija (13,1%) y banda ancha móvil (12,1%). Respecto al año anterior, los ingresos descendieron un 7%. El único servicio final que aumentó sus ingresos fue el de banda ancha móvil, muy entendible por el aumento del uso de *smartphones*.

- **Telefonía móvil**

Los ingresos en esta rama tienden a disminuir por diversas razones: caída del uso del SMS por mensajería instantánea (que suele estar incluida en la tarifa fija de datos) y una bajada de los precios finales por el avance

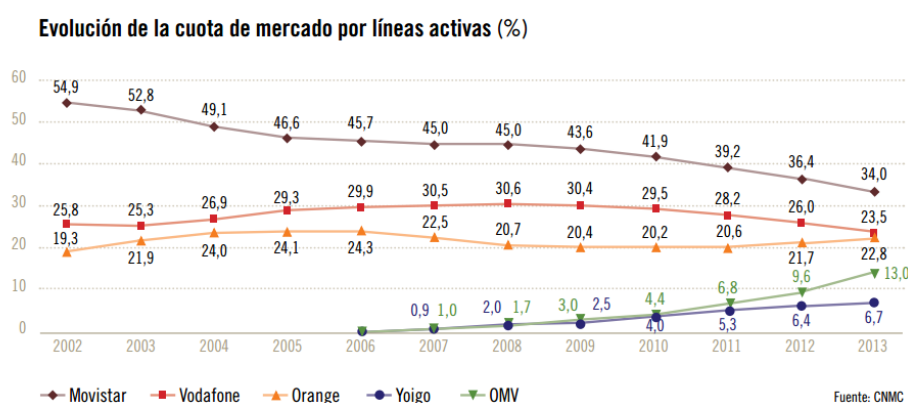
¹¹ Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia

tecnológico y la mayor competencia. Asimismo, el coste de cambio de operador es muy bajo, de esto se benefician las OMV¹².

Las cuotas de mercado en los servicios finales han variado mucho en la última década, sobre todo por la aparición de los OMV (Operadores Virtuales de Móvil), que les están ganando terreno a los operadores más tradicionales (Movistar, Vodafone, Orange). Por líneas móviles contratadas la cuota de mercado es la siguiente: Movistar (34%), Vodafone (23,5%), Orange (22,8%), Yoigo (6,7) y las OMV (13%).

En el siguiente gráfico podemos ver la evolución de la cuota de mercado por líneas activas:

GRÁFICO 4: EVOLUCIÓN DE LA CUOTA DE MERCADO POR LÍNEAS ACTIVAS



Fuente: CNMC

En el gráfico se puede observar como la cuota de mercado de Telefónica ha ido disminuyendo cada año, sin embargo sigue siendo la que más abarca. Las cuotas de mercado de Vodafone y Orange no han variado mucho, y la de Yoigo ha crecido bastante pero se encuentra todavía muy por

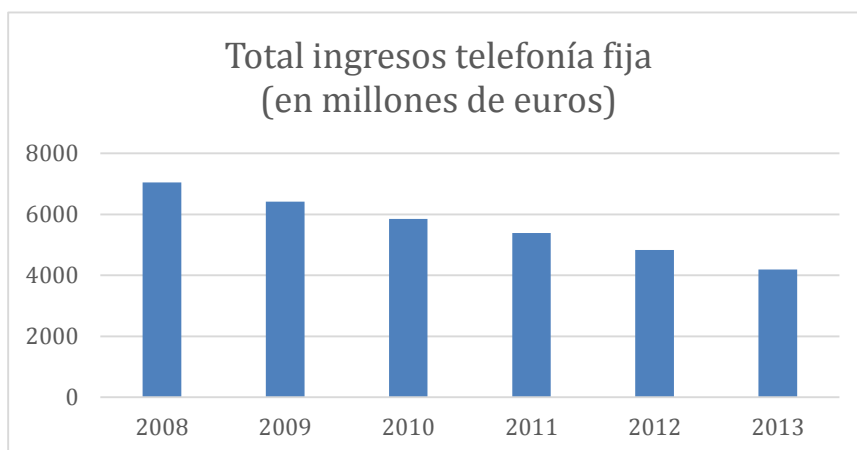
¹² Operador móvil virtual: es una compañía de telefonía móvil que no posee una concesión de espectro de frecuencia por lo que no tiene una infraestructura propia de antenas. as móviles con red. (Operadoras-Moviles.com)

debajo. No obstante, lo que más llama la atención es el crecimiento de los operadores OMV, que con sus bajos precios han conseguido aumentar rápidamente su cuota de mercado.

- **Telefonía fija**

Tanto los ingresos como las líneas de telefonía fija llevan descendiendo continuamente lo últimos años. Esto se debe a que el número de líneas contratadas por empresas se ha visto fuertemente reducido. En el siguiente gráfico se aprecia como los ingresos han disminuido más de un 40% del 2008 al 2013.

GRÁFICO 5: TOTAL DE INGRESOS EN TELEFONÍA FIJA



De elaboración propia. Fuente: CNMC

- **Televisión de pago**

Los ingresos en este sector también se encuentran en descenso debido a la crisis y a la aparición de medios online, que han tenido gran acogida entre el público joven. En España podemos dividir los servicios audiovisuales en dos grandes grupos: televisión en abierto y de pago. En la primera los ingresos se reparten mayoritariamente entre Mediaset España y Atresmedia, hay que tener en consideración que la cadena pública nacional

dejó de emitir publicidad en 2010. En cuanto a la televisión de pago, que tiene una penetración del 28% en la población (PwC, 2013), los mayores operadores son: Canal+, Ono, Movistar TV y Gol Televisión. Vemos una tendencia de consolidación en la industria, como la compra de Ono por parte de Vodafone o la oferta de adquisición de Canal+ por parte de Telefónica.

- **Banda ancha fija**

Es otro mercado que ha sufrido un descenso en ingresos en los últimos años: se redujo un 1,1% en 2014 (CNMC, 2014). No obstante, el número de líneas de banda ancha fija ha aumentado, esto se debe a un aumento de promociones hacia los clientes finales.

- **Banda ancha móvil**

El número de líneas móviles con acceso a internet superan los 31 millones en España, una cantidad que aumenta anualmente desde su introducción en el mercado. Los ingresos han ido aumentando en línea con el incremento de líneas conectadas. Hay que destacar que casi la totalidad de los ingresos proceden de líneas planas y en cambio, los ingresos provenientes por conexión se han ido reduciendo los últimos años y son ya casi inexistentes.

Para las empresas de telecomunicaciones en España, excepto en el mercado de banda ancha móvil, existe poco potencial de crecimiento. Según un informe de Altran, “la capacidad para ofrecer un servicio completo, incluyendo ADSL, fijo, móvil y TV de pago, se considera el factor de competitividad más crítico para los próximos años”, por lo que las empresas debería ofrecer estos servicios conjuntamente para aumentar sus ingresos.

Sector de las telecomunicaciones en Brasil

En este apartado se analizará la situación de la industria de telecomunicaciones en Brasil, para poder entender la inversión de Telefónica en dicho país.

Con aproximadamente un tercio de la población de Sudamérica, Brasil es el mercado más grande para las empresas de telecomunicación en Sudamérica. Actualmente, según datos del IBGE¹³, los ingresos del mercado son de \$80.000 millones y en 2017 serán de \$100.000 millones. Este sector ha acumulado un crecimiento en Brasil del 251% desde el año 2000, comparado con solo un 20% de crecimiento en Europa en el mismo periodo (con un crecimiento negativo desde 2006), lo cual justifica las inversiones de las empresas de telecomunicaciones europeas (Portugal Telecom, Telefónica, Telecom Italia y Vivendi) en la región. No obstante no todo es positivo sobre las telecomunicaciones brasileñas, ya que el sector ha ido perdiendo peso en el conjunto de la economía como % de PIB del país, pasando de un 3,9% en 2011 a un 2,8% en 2013 (Telebrasil¹⁴).

Por otro lado, los ajustes regulatorios y legislativos han sido y seguirán siendo esenciales en el crecimiento del sector. La aprobación de nuevas leyes que permiten a las empresas de telecomunicaciones ofrecer servicios de televisión por cable y de protocolo de Internet puede potencialmente reducir los precios, acelerar la adopción y aumentar la competencia.

- **Telefonía móvil**

El mercado móvil brasileño es el cuarto más grande del mundo por número de suscriptores, después de China, India y EEUU, respectivamente,

¹³Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (Instituto Brasileño de Geografía y Estadística)

¹⁴ Asociación brasileña de telecomunicaciones

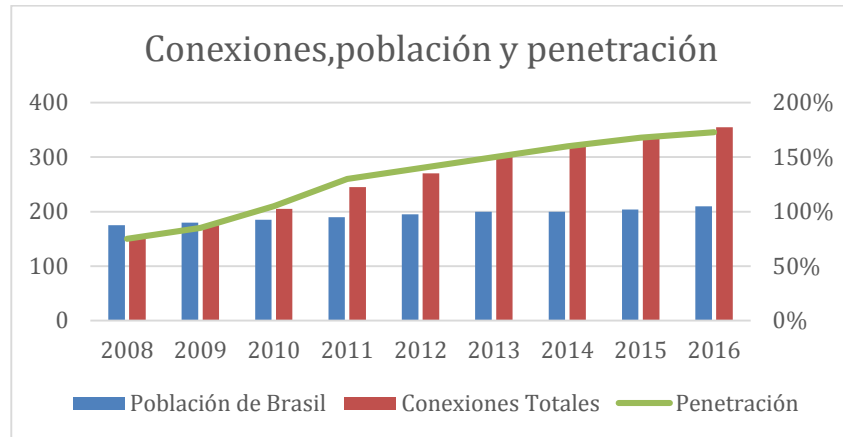
y representa casi el 40% de todo el mercado de Sudamérica. En la actualidad, el ratio de penetración móvil es de casi 150 accesos por cada 100 habitantes (GSMA), esto se explica por la tendencia de poseer varias líneas para beneficiarse de las diferentes tarifas disponibles. No obstante, la penetración de suscripción única por usuario es del 65-70%, así que todavía tiene margen de crecimiento (se estima que unos 74 millones de brasileños no tiene móvil)¹⁵. Asimismo, el gasto medio está en 29BRL (€10) al mes, 2-3 veces menor que la media europea. Con el crecimiento del PIB per cápita se estima un incremento del gasto medio, sobre todo del consumo de datos que solo representa un 20-30% del ARPU¹⁶ móvil. Los ingresos del sector fueron de €24.000 millones en 2014 (Deloitte). No obstante el 20% de las líneas seguía siendo de post-pago y la tendencia es decreciente, por lo que existe un potencial grande para capturar más clientes.

Este crecimiento se debe a las inversiones por parte de los operadores en extender el servicio de cobertura a la población brasileña. En la actualidad cubren al 99,9% de los municipios, en cambio en 2008 este dato era del 76%, según Anatel¹⁷.

¹⁶ Acrónimo de *Average Revenue Per User*, ingreso medio por usuario.

¹⁷ Agencia Nacional de Telecomunicaciones de Brasil

GRÁFICO 6: CONEXIONES, POBLACIÓN Y TELEFÓNICA MÓVIL EN BRASIL

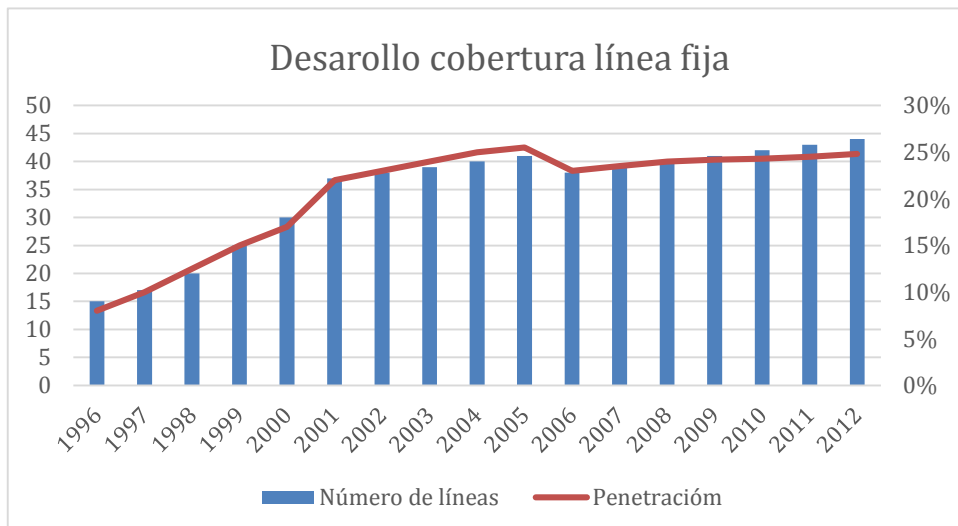


De elaboración propia. Fuente: Wireless Intelligence

- **Telefonía fija**

El número de líneas fijas también ha tenido un importante crecimiento durante la última década. En la actualidad alcanzan 44.4 millones de líneas, representando un 66% de penetración (Anatel, 2015), comparado con un 100% de penetración en países desarrollados. No obstante no se prevé un crecimiento fuerte aquí, ya que parte de los usuarios irán hacia la telefonía móvil. La telefonía móvil ha superado a la fija como opción clave de la telecomunicación en Brasil.

GRÁFICO 7: DESARROLLO DE LA COBERTURA DE LÍNEA FIJA EN BRASIL

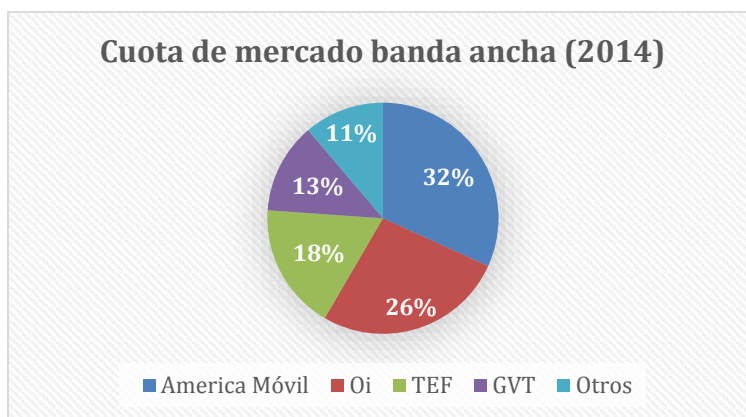


De elaboración propia. Fuente:Telebrasil & Telco

- **Banda ancha fija**

Existe un gran potencial en este sector, ya que el crecimiento económico del país está haciendo aumentar la demanda de este servicio. Según Anatel (2014), la penetración sigue siendo baja (32% de las viviendas) comparado con países de la región y naciones más desarrolladas, por lo que existe margen para de crecimiento. No obstante la oferta no ha podido igualar la demanda ya que hay dos factores que han ralentizado este crecimiento: la escasez de infraestructura de línea fija y los precios de banda ancha, que son muy elevados para el nivel económico de la población. Para combatir esto, el gobierno ha puesto en marcha uno de los proyectos más grandes de infraestructura del país, como el Programa Nacional de Banda Ancha.

GRÁFICO 8: CUOTA DE MERCADO DE BANDA ANCHA EN BRASIL



De elaboración propia. Fuente: Teleco

- **Banda ancha móvil**

La banda ancha móvil ha tenido varios años de gran crecimiento. Actualmente, Brasil tiene 157.9 millones de accesos móviles con 3G y más del 56% de móviles tienen acceso a internet (Anatel, 2014). Esto es

un porcentaje muy pequeño y se estima que vaya acreciendo gradualmente durante siguientes años. Los mayores operadores en este segmento son Vivo (28,8%), Telecom Italia (26,9%), Claro (25,1%) y Oi (18,7%).

Como conclusión, el mercado de telecomunicaciones brasileño tiene un gran potencial de crecimiento, tanto por el crecimiento de su población como el aumento de ingresos medio por habitante. Debido a esto existen grandes oportunidades para empresas como Telefónica de rentabilizar sus inversiones.

Telefónica en Brasil

La entrada de Telefónica en Brasil se inició por la estrategia de internacionalización de la empresa, que comenzó en los años ochenta. Esta estuvo muy limitada por las condiciones que puso el estado en el proceso de privatización de sus empresas de telecomunicaciones.

- En 1997 fue creada ANATEL, la agencia reguladora del sector, con la finalidad de supervisar el proceso de privatización de la industria.
- En 1998 empezó la subasta para la privatización del sector. Telefónica apostó por Telesp, operadora con sede en Sao Paulo, donde el PIB per cápita era mayor que la media brasileña y el territorio donde operaba no era muy extenso, lo que equivalía a menos gastos en infraestructura (del Rey, 2009).
- En el año 2000, Telefónica lanzó una serie de OPAs en Latinoamérica, en donde pasó de tener el 17,5% de Telesp a controlar 86,6%. También aumentó participaciones en empresas de telecomunicaciones de Argentina y Perú, consiguiendo una consolidación en el mercado latinoamericano. Este conjunto de operaciones fue conocido con el nombre “Operación Verónica”.

Ese mismo año constituyó una Joint-Venture con Portugal Telecom para el desarrollo de operaciones móviles en el país, compró la operadora brasileña Tele Centro Oeste y lanzó la marca comercial VIVO a nivel nacional (del Rey, 2009)

- En 2010 con la adquisición de Vivo, Telefónica Brasil se estableció como el operador integrado más grande de Brasil, por usuarios y por ingresos. Debido a la fuerte imagen de marca de la que gozaba Vivo, los servicios de Telefónica se pasaron a llamar igual que dicha empresa. No obstante, en la actualidad también utiliza el nombre Telefónica Vivo para generar un mayor acercamiento entre las dos marcas.
- En la actualidad, Vivo cuenta con más de 95.4 millones de accesos y ofrece servicios fijos de telefonía en el estado de Sao Paulo y telefonía móvil por todo el país. La compañía y tiene una cartera de productos muy completa: banda ancha fija y móvil, voz fija y móvil y televisión de pago.

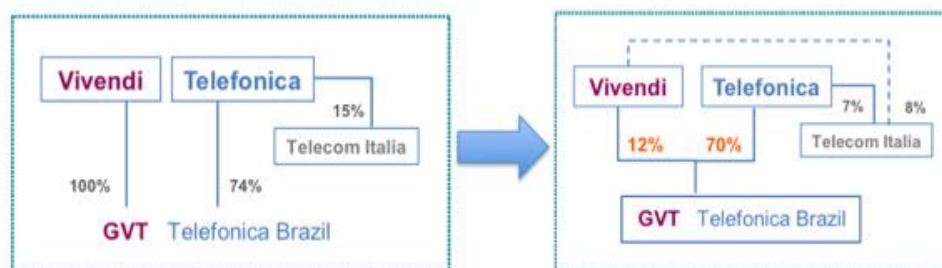
3. 2 Análisis de la operación

Descripción de la operación

Telefónica informó el 19 de septiembre 2014 que había formalizado con Vivendi, S.A el contrato definitivo para la adquisición de Global Village Telecom, S.A y su sociedad holding GVT *Participacoes*, S.A (conjuntamente denominadas GVT). El precio de adquisición del 100% de GVT es un pago en efectivo de €4.663 millones, así como la entrega de un 12,0% del capital social de Telefónica Brasil, S.A. tras la combinación de esta con GVT. Con todo, la cantidad de la operación ascendió a €7.450 millones (Ver Anexo 2: Hecho Relevante)

Asimismo, Vivendi aceptó el ofrecimiento de Telefónica, S.A de adquirir una participación de Telecom Italia, concretamente la adquisición fue de 1.110 millones de acciones ordinarias de Telecom Italia. Esto representa una participación del 8,3% del capital con derecho a voto. Con esto Telefónica reduce su presencia en Telecom Italia al 6,7%.

GRÁFICO 9: ESTRUCTURA DE LA OPERACIÓN



Fuente: Barclays

Telefónica no aumentó su deuda ni utilizó el efectivo que tenía disponible, si no que cubrió el coste de la operación con dos ampliaciones de capital. Una en Telefónica Brasil de €4.663 millones, aumentando el número de acciones en un 27% (500 millones de acciones) y otra en

Telefónica S.A. por €3.400 millones, que ahora cotiza con un 6% más de acciones (que representa 281,2 millones de acciones).

En la siguiente tabla podemos observar los momentos más importantes durante el proceso de venta, en donde destaca la puja por GVT entre Telefónica y Telecom Italia, la que hizo que el precio final aumentase considerablemente.

TABLA 2: FECHAS RELEVANTES DE LA OPERACIÓN

Fechas relevantes	
05-ago	Telefonica realiza una oferta de 6.700 millones de euros por GVT.
13-ago	Telecom Italia confirma su interés en GVT, aunque no se realiza ninguna oferta.
17-ago	Telecom Italia realiza una oferta de 7.000 millones (Bloomberg)
18-ago	Telefonica iguala la oferta a 7.000 (Reuters)
19-ago	El consejo de Telecom Italia se reúne para realizar una nueva oferta (Reuters)
25-ago	La prensa italiana anuncia que TEF podría aumentar su oferta a 8.000 millones y que TI estaría ofreciendo a Vivendi un 15-20% de su participación.
28-ago	Vivendi confirma que ha entrado en negociación exclusivamente con TEF.
19-sep	Telefónica confirma la adquisición de GVT por valor de 7.450 millones de euros .

De elaboración propia. Fuente: prensa internacional.

Las empresas afectadas

A continuación describiré de forma detallada las empresas que se han visto afectadas en la operación:

- **GVT**

GVT es una empresa brasileña de telecomunicaciones que ofrece solamente servicios de línea fija y un servicio de televisión de pago. Entró en el mercado de banda ancha en el 2000, lanzando sus servicios en la región centro mercado de Brasil. Actualmente está presente en 150 ciudades, estas tienen de media un PIB per cápita más elevado que los clientes de su competencia (por ejemplo, sus clientes tienen un PIB per cápita un 25% más elevado que Oi), por lo que tienden a conseguir un ARPU mayor.

Es la compañía que de media ofrece servicios de banda ancha más rápidos de Brasil, excepto en las ciudades Sao Paulo y Rio de Janeiro donde lidera Tim Live. GVT tiene 65% de su base de banda ancha con velocidades de descarga de 12mb/segundo, en cambio Oi tiene un 3%, Vivo un 11% y Net un 7%. (Ver Anexo 3). Asimismo, GVT lanzó un servicio de televisión de pago a principios de 2012. Ha crecido de forma muy rápida en este segmento, alcanzando los 715.00 usuarios a principios de 2014.

Respecto al mercado de banda ancha en Brasil, GVT ocupa el cuarto lugar, no obstante es el que más crece. En los últimos tres años ha aumentado el número de sus contrataciones de banda ancha en un 27%, esto se compara con un crecimiento del 14% en el mercado brasileño.¹⁸

Vivendi adquirió GVT por \$4.200 millones en 2009. Esto sorprendió al mercado ya que Vivendi no tenía presencia en Brasil ni en Sudamérica, y estuvo dispuesto a pagar un 10% más que Telefónica, la cual si tenía operaciones en la zona.

En 2013, Bloomberg anunció que Vivendi estaba dispuesto a vender GVT por 8.000 millones, y que un grupo de *private equity* liderado por KKR y la compañía de televisión de pago estadounidense Direct TV habían realizado una serie de ofertas. No obstante, ninguna fue considerada satisfactoria por Vivendi.

- **Vivendi**

Es un grupo francés con presencia en los mercados de telecomunicaciones y entretenimiento. Es el dueño del grupo Canal+, el líder en el mercado francés de televisión de pago, y Universal Music Group, la mayor discográfica del mundo. Tiene un valor de más de €27.000 en bolsa.

Es la empresa que vendió GVT a Telefónica, las razones de la venta son la reducción de la deuda y para poder centrarse más en el sector de los medios

¹⁸ Telefonica Brasil: A Detailed Analysis of GVT. J.P.Morgan

de comunicación. La empresa ha estado vendiendo sus activos en el sector de las telecomunicaciones durante 2014 (SFR, Numericable y GVT), para centrarse más en la industria de entretenimiento.

- **Telecom Italia (TI)**

Es la mayor empresa de telecomunicaciones de Italia, y junto con Telefónica fueron las que pujaron por GVT. La oferta de TI fue de €7.000 millones (€450 millones menos que Telefónica), la cual se repartían en €1700 millones en caja, acciones de Telecom Italia y el resto en acciones de TIM Brasil. Parte del contrato de la operación incluía que del 15% que Telefónica poseía de Telecom Italia, un 8% lo pasase a controlar Vivendi. Su capitalización bursátil es de €18.000 millones, de la cual Telefónica S.A. controla un 70%,

- **Telefónica Brasil (Vivo)**

Es la marca de Telefónica en Brasil y es considerado un operador móvil *premium* ya que ofrece los servicios móviles con más calidad en Brasil (Anatel). A lo que respecta la línea fija, Vivo está muy concentrado en Sao Paulo, con un 99% de sus clientes de banda ancha y un 98% de sus suscriptores a TV de pago en la región. Su valor en bolsa es de €18.500 millones. Después de la operación, Telefónica se quedó con un 65% de Vivo, Vivendi con un 12% y resto cotiza en el mercado.

Motivos estratégicos de la adquisición

Según la opinión de un análisis de Bankinter (2015): “el principal aspecto positivo de la operación es que mejora la posición competitiva de Telefónica en Brasil, donde hasta ahora es líder en telefonía móvil pero no tiene apenas presencia en líneas fijas y banda ancha. La adquisición de GVT le permitirá introducirse en los segmentos de banda ancha y TV por cable, donde GVT

tiene una cuota de mercado del 12%. La operación se puede interpretar en la práctica como la única salida posible para Telefónica ante el reto de ampliar márgenes y captar más clientes de mayor valor añadido (banda ancha fija o fibra óptica + móvil + TV).”

Es decir, ahora Telefónica podrá ofrecer en Brasil a sus clientes un servicio completo, en donde se incluye: móvil, banda ancha y TV de pago. Gracias a esto podrá aumentar el ARPU y atraer nuevos clientes que busquen este tipo de servicio.

Como hemos visto anteriormente, el mercado brasileño es muy importante para las empresas de telecomunicaciones europeas ya que las estimaciones de crecimiento para banda ancha e internet móvil son muy positivas, en comparación con el mercado europeo que tiene previsiones mucho más modestas.

Brasil es el mercado principal de Telefónica en Sudamérica, su liderazgo esta disputado entre dos grandes empresas: Telefónica, a través de Vivo, y América móvil, a través de Claro. Antes de la adquisición, Vivo tenía ventaja en facturación (€12.217 millones en 2013) y Claro en clientes (96 millones). En la actualidad, Vivo lidera en ambos aspectos gracias a la compra de GVT.

La otra amenaza que sufre Telefónica en su liderazgo en Brasil son los operadores Oi y Tim Brasil, que tienen el resto de la cuota de mercado. Con la adquisición de GVT pueden impedir que crezcan más. Asimismo, Telefónica se ha hecho fuerte en el mercado de banda ancha, uno de los puntos fuertes de GVT. La mayoría del negocio de GVT está fuera del área operacional de Telefónica, por lo que es una oportunidad muy buena para entrar en nuevas regiones para Telefónica.

El líder del mercado brasileño de banda ancha es el operador Net Servicios (Net), de América Móvil. GVT y Net pueden elegir en que ciudades ofrecer sus servicios ya que tienen regulaciones mucho más ligeras que Vivo y Oi. Estas dos tienen que ofrecer línea fija básica (pero no banda ancha) a casi

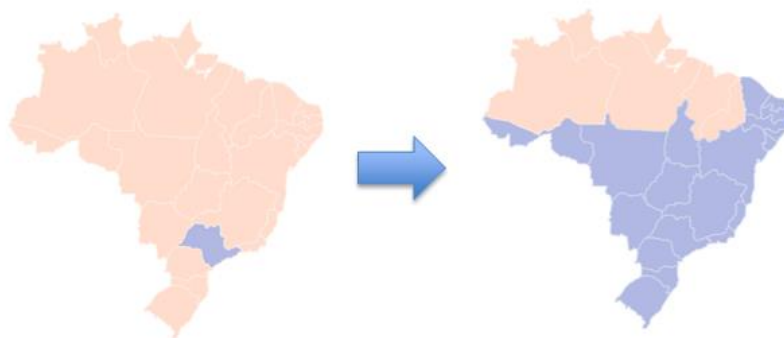
todas las viviendas¹⁹, por lo que GVT y Net pueden competir por las zonas con más PIB per cápita. Esto para Telefónica es muy positivo, ya que obtiene unos clientes con un gasto medio muy superior a la media.

La fusión de Vivo y GVT combina fuerzas complementarias en los servicios ofrecidos y la distribución geográfica de ambas empresas. Asimismo, los servicios móviles de Vivo se verán mejorados gracias a la fibra óptica de GVT, lo que va a asegurar un mejor servicio de banda ancha nacional.

Banda ancha

Telefónica Brasil, antes de la adquisición de GVT, solo ofrecía banda ancha fija en Sao Paulo, con la adquisición pasa a estar presente en todo el centro y sur del país. Las dos empresas juntas poseen más del 30% del mercado de banda ancha brasileño. En la siguiente imagen se puede observar las zonas de Brasil donde Vivo ofrecía este servicio y donde lo ofrece en la actualidad gracias a la adquisición de GVT.

GRÁFICO 10: PRESENCIA GEOGRÁFICA DE BANDA ANCHA EN BRASIL ANTES Y DESPUÉS DE LA ADQUISICIÓN



De elaboración propia. Fuente: BPI

En la siguiente tabla podemos ver la distribución de los principales operadores por cuota de mercado en las regiones de Brasil. GVT tiene cerca del 50% de la cuota de mercado en Sao Paulo y cuotas casi insignificantes en

¹⁹ Debido a que anteriormente pertenecían al estado

muchas otras zonas. Vivo tiene una distribución mucho más equilibrada y en Sao Paulo solo posee el 2,8% del mercado. Por lo que una combinación de ambas compañías tendría un encaje geográfico muy bueno.

TABLA 3: CUOTA DE MERCADA DE BANDA ANCHA EN BRASIL

Broadband – Market Share Breakdown

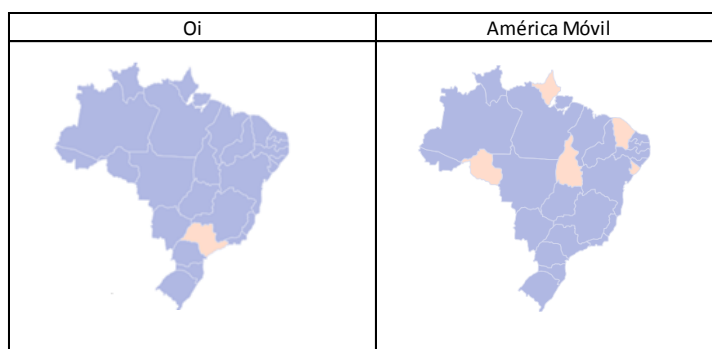
Region	State	GVT	VIVT	GVT + VIVT	Net	Oi	TIM	Others	Total
North	AC	0.2%	0.0%	0.2%	17.8%	77.9%	0.0%	4.1%	100.0%
North	AM	0.0%	0.2%	0.2%	67.9%	28.1%	0.0%	3.8%	100.0%
North	AP	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	55.2%	0.0%	40.7%	100.0%
North	PA	0.0%	0.2%	0.2%	36.4%	51.5%	0.0%	11.9%	100.0%
North	RO	0.2%	0.0%	0.2%	2.4%	90.7%	0.0%	6.8%	100.0%
North	RR	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	97.5%	0.0%	0.3%	100.0%
North	TO	0.2%	0.0%	0.2%	5.2%	89.0%	0.0%	5.7%	100.0%
NorthEast	AL	19.8%	0.2%	20.0%	41.3%	34.8%	0.1%	3.8%	100.0%
NorthEast	BA	24.0%	0.1%	24.2%	8.6%	60.0%	0.0%	7.2%	100.0%
NorthEast	CE	32.2%	0.1%	32.3%	3.4%	43.4%	0.1%	20.7%	100.0%
NorthEast	MA	0.0%	0.0%	0.0%	26.6%	65.8%	0.0%	7.6%	100.0%
NorthEast	PB	26.0%	0.1%	26.1%	32.9%	30.7%	0.1%	10.2%	100.0%
NorthEast	PE	38.7%	0.1%	38.8%	10.2%	41.4%	0.1%	9.5%	100.0%
NorthEast	PI	0.0%	0.0%	0.0%	23.9%	68.6%	0.1%	7.4%	100.0%
NorthEast	RN	3.6%	0.1%	3.7%	20.6%	27.7%	0.1%	47.9%	100.0%
NorthEast	SE	23.5%	0.0%	23.5%	7.4%	52.1%	0.0%	17.0%	100.0%
Central-West	DF	29.5%	0.1%	29.6%	41.1%	24.9%	0.1%	4.3%	100.0%
Central-West	GO	25.8%	0.2%	26.0%	15.6%	50.3%	0.0%	8.1%	100.0%
Central-West	MS	16.7%	0.1%	16.8%	22.9%	51.9%	0.0%	8.3%	100.0%
Central-West	MT	12.1%	0.1%	12.2%	23.2%	58.8%	0.0%	5.8%	100.0%
Southeast	ES	32.0%	0.1%	32.1%	19.7%	40.3%	0.0%	8.0%	100.0%
Southeast	MG	8.0%	0.1%	8.1%	17.0%	44.8%	0.0%	30.2%	100.0%
Southeast	RJ	5.6%	0.2%	5.9%	33.9%	51.1%	1.7%	7.5%	100.0%
Southeast	SP	2.8%	48.9%	51.7%	41.6%	0.5%	0.9%	5.3%	100.0%
South	PR	32.4%	0.2%	32.6%	18.8%	32.5%	0.0%	16.1%	100.0%
South	RS	21.6%	0.1%	21.7%	31.3%	35.5%	0.0%	11.6%	100.0%
South	SC	17.2%	0.1%	17.3%	24.2%	47.3%	0.0%	11.3%	100.0%
Brazil		11.9%	18.7%	30.6%	30.4%	27.9%	0.6%	10.5%	100.0%

Source: Companies, Anatel and Itau BBA

Fuente: Anatel

En las siguientes imágenes podemos ver la presencia geográfica en el mercado de banda ancha de los dos principales competidores de Vivo: Oi, que posee un 26,6% de la cuota de mercado y América Móvil con un 31,8%:

GRÁFICO 11: PRESENCIA GEOGRÁFICA DE BANDA ANCHA EN BRASIL DE OI Y AMÉRICA MÓVIL

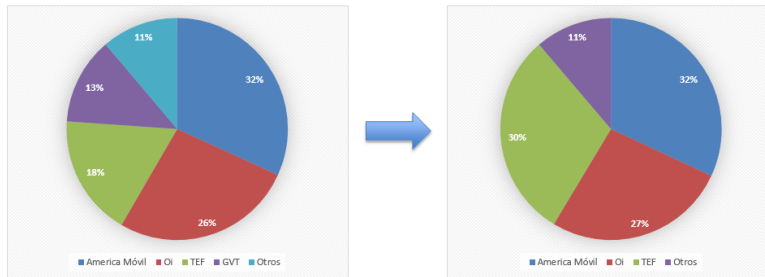


De elaboración propia. Fuente: BPI

Finalmente, en las siguientes graficas se puede observar cómo ha evolucionado la cuota del mercado de banda ancha, antes y después de la

adquisición. Telefónica Brasil ocupa ahora el segundo lugar, solo detrás de América Móvil.

GRÁFICO 12: CUOTA DE MERCADO EN BRASIL DE BANDA ANCHA ANTES Y DESPUÉS DE LA ADQUISICIÓN



De elaboración propia. Fuente: Anatel

Televisión de pago

En este mercado, Telefónica no ha conseguido crecer lo suficiente. No obstante, esto ha cambiado gracias a la adquisición de GVT. En las siguientes gráficas se observa cómo ha pasado de controlar un 3% y ser la quinta operadora con más cuota de mercado, a ser la tercera con un 8% de la cuota. Hay que tener en cuenta que la estructura del mercado está muy consolidada, ya que los dos operadores más grandes representan un 83% de este segmento.

GRÁFICO 13: CUOTA DE MERCADO EN BRASIL DE LA TELEVISIÓN DE PAGO ANTES Y DESPUÉS DE LA ADQUISICIÓN



De elaboración propia. Fuente: Atlas Brasileiro de Telecomunicações

Suscriptores

La combinación de ambas empresas ha resultado en la segunda empresa líder en banda ancha y línea fija en Brasil, y la tercera televisión de pago de Brasil en cuanto al número de suscriptores.

Con la compra de GVT, Telefónica aumenta en un 8,1% su base de clientes en Brasil. En la siguiente tabla se puede observar el número de usuarios de cada empresa, y la combinación de ambas.

TABLA 4: USUARIOS DE GVT Y VIVO

Suscriptores (miles)	GVT	VIVO	GVT+VIVO
Movil		79357	79357
Línea Fija	4175	10926	15101
Banda ancha	2820	3930	6750
TV de pago	772	688	1460
Total	7767	94901	102668

Elaboración propia. Fuente: Exane BNP Paribas

Sinergias esperadas con la adquisición

Las elevadas sinergias han sido uno de los motivos fundamentales de la apuesta de Telefónica por GVT. Telefónica espera conseguir unas sinergias con un valor de neto de al menos €4.700 millones repartidos entre:

- **Sinergias de ingresos** (20%), relacionados con la venta cruzada de productos y servicios y una tasa de cancelación de clientes más reducida. Telefónica Brasil podrá utilizar la extensa red de fibra óptica de GVT, y así aumentar su presencia fuera de Sao Paulo. Asimismo, podrán combinar la cartera de sus productos y capacidades comerciales para aumentar su ARPU y reducir su ratio *churn*²⁰ maximizando la penetración de productos fijos y móviles en sus clientes.

²⁰ Churn: tasa de cancelación de clientes.

- **Sinergias de Opex y Capex** (49%), debido a la utilización por parte de Vivo de la red de fibra óptica de GVT para el despliegue de LTE²¹ y por costes directos más bajos. Podrán planear la estructura de su presencia para no tener un solapamiento entre las dos compañías en el futuro y eliminar inversiones duplicadas.
- **Sinergias fiscales y financieras** (31%), del fondo de comercio generado en la operación.

Efecto en la cotización y en el Beneficio Por Acción

Efecto en la cotización

En este apartado se van a analizar las variaciones en la cotización de Telefónica Brasil y de su matriz. En la siguiente tabla se puede apreciar los movimientos en la cotización de Telefónica S.A y telefónica Brasil en los días más importantes de la operación (ver Tabla2). Se observa que las variaciones en la cotización de Telefónica S.A. son muy pequeñas, en cambio, en la de Telefónica Brasil se puede apreciar que las variaciones son más mayores.

TABLA 5: EFECTOS EN LA COTIZACIÓN DURANTE LOS DÍAS MÁS IMPORTANTES

Telefónica S.A				
Día	Precio de cierre	Día	Precio de cierre	Variación
5 de agosto	€ 15,59	6 de agosto	€ 15,73	0,90%
28 de agosto	€ 15,84	29 de agosto	€ 15,85	0,06%
19 de septiembre	€ 15,76	20 de septiembre	€ 15,72	-0,25%
Telefónica Brasil				
Día	Precio de cierre	Día	Precio de cierre	Variación
5 de agosto	€ 18,88	6 de agosto	€ 18,95	0,37%
28 de agosto	€ 19,52	29 de agosto	€ 21,46	9,94%
19 de septiembre	€ 21,98	20 de septiembre	€ 21,29	-3,14%

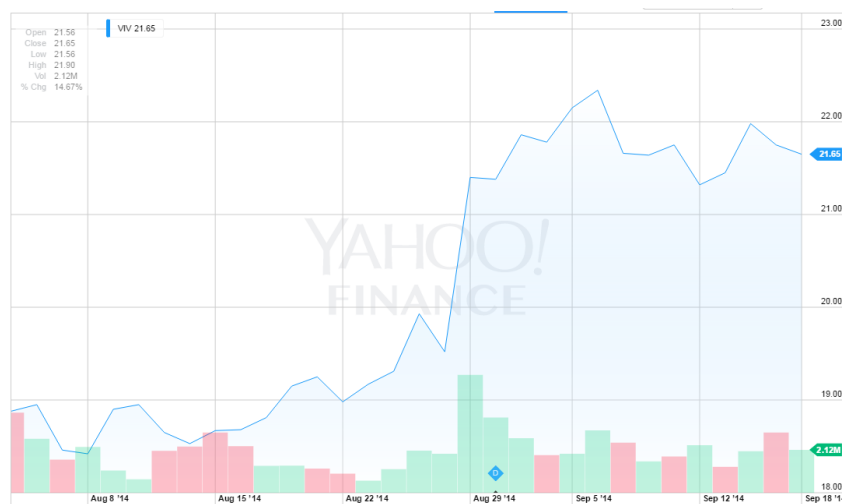
De elaboración propia. Fuente: Yahoo Finance

²¹ Long Term Evolution: Es una tecnología de banda ancha inalámbrica que está principalmente diseñada para poder dar soporte al constante acceso de teléfonos móviles y de dispositivos portátiles a internet.

Las variaciones de Telefónica S.A. son muy pequeñas, no obstante en Telefónica Brasil son muchos mayores ya que la adquisición tiene un impacto mayor en esta. Se puede destacar la variación entre el 28 y 29 de agosto donde aumenta casi un 10%, esto sucede porque es el día en donde se anuncia que Vivendi está negociando exclusivamente con Telefónica la venta e GVT. Cuando se anuncia de forma oficial el 19 de septiembre la noticia ya está reflejada en el precio.

En el siguiente gráfico se puede observar la variación del precio de Telefónica Brasil durante las negociaciones. Desde que Telefónica anunció su interés el 5 de agosto de 2014 por GVT hasta que se efectuó la adquisición el 19 de septiembre de 2014, el precio aumentó un 14,62%.

GRÁFICO 14: COTIZACIÓN TELEFÓNICA BRASIL (05.08.2014-19.09.2014)



Fuente: Yahoo Finance (2014)

Sin embargo, desde que se finalizó la compra, el 19 de septiembre de 2014 hasta el 20 de mayo de 2015 las acciones de Telefónica Brasil han perdido un -30,95% de su valor. Las acciones se han visto negativamente afectadas por la reducción de beneficios en el primer trimestre de 2015 (-12,3%), los problemas macroeconómicos de Brasil y el aumento de capital de €4.650 millones, en donde se ha suscrito un total de 121,7 millones de acciones ordinarias y 243,08 millones de preferentes.

GRÁFICO 15: COTIZACIÓN DE TELEFÓNICA BRASIL (19.09.2014-20.05.2015)



Fuente: Yahoo Finance (2014-2015)

Como se puede apreciar, el mayor índice brasileño (BOVESPA) ha reducido su valor en un 5% durante el mismo tiempo, lo que refleja la mala situación de la economía brasileña en general. No obstante, en la gráfica inferior vemos una corrección en el índice, algo que no ocurre con Telefónica Brasil, que sigue con caídas principalmente por la reducción de los beneficios del primer semestre y por el empeoramiento del BPA, que se verá más en adelante.

GRÁFICO 16: COTIZACIÓN BOVESPA (19.09.2014-20.05.2015)



Fuente: Yahoo Finance

Efecto en el BPA de Telefónica S.A

Tanto la ampliación de capital (donde se han suscrito 281,21 millones de acciones) para poder adquirir a GVT como el aumento de los beneficios del grupo han supuesto un impacto en el beneficio por acción de Telefónica. Esto se va a analizar a continuación.

TABLA 6: EFECTO EN EL BPA DE TELEFÓNICA S.A.

Telefonica antes de la compra	2015e	2016e	2017e
EBITDA	16800,00	17300,00	18100,00
BN	3890,00	4500,00	5150,00
Acciones	€ 4.657,20	€ 4.657,20	€ 4.657,20
BPA	€ 0,84	€ 0,97	€ 1,11
Telefónica después de la compra			
EBITDA	€ 17.513,82	€ 18.058,44	€ 18.903,34
BN	€ 4.100,69	€ 4.723,82	€ 5.390,98
Acciones	€ 4.938,40	€ 4.938,40	€ 4.938,40
BPA	€ 0,83	€ 0,96	€ 1,09
BN con sinergias	€ 4.012,00	€ 5.206,00	€ 6.118,00
BPA con sinergias	€ 0,81	€ 1,05	€ 1,24

De elaboración propia. Fuente: Barclays

En la anterior tabla podemos ver cómo eran los pronósticos del BPA antes y después de la compra

- Antes de realizar la adquisición, el BPA habría ido aumentando moderadamente durante los siguientes años. En 2015 sería de 0,84, en 2016 de 0,97 y en 2017 sería de 1,11.
- Al realizar la adquisición y consiguiendo las sinergias esperadas por Telefónica, el BPA, según el análisis realizado, ha variado durante los tres próximos años en -3,7%, 14,5 % y 11,7% respecto al BPA de antes de la adquisición.

En conclusión, la adquisición ha influido negativamente en el beneficio por acción de Telefónica en el corto plazo (menos de un año), pero positivamente en el segundo y tercer año después de la operación.

Efecto en el BPA de Telefónica Brasil

En cuanto al BPA de Telefónica Brasil, podemos ver como la ampliación de capital de 237 millones de acciones nuevas y la fusión de GVT han tenido un efecto dilutivo en el primer año, principalmente por los altos costes de implementación. En cuanto al 2016 y 2017 se observa una mejora en el BPA.

TABLA 7: EFECTO EN EL BPA DE TELEFÓNICA BRASIL

Telef. Brasil antes de la compra	2015e	2016e	2017e
BN	€ 1.504,92	€ 1.550,06	€ 1.596,57
Acciones	€ 1.126,00	€ 1.126,00	€ 1.126,00
BPA	€ 1,34	€ 1,38	€ 1,42
Telef. Brasil después de la compra			
BN	€ 1.626,92	€ 2.256,06	€ 2.564,57
Acciones	€ 1.363,00	€ 1.363,00	€ 1.363,00
BPA	€ 1,19	€ 1,66	€ 1,88

De elaboración propia. Fuente: Barclays

Valoración de GTV

En el siguiente apartado valoraremos GTV con los diferentes métodos expuestos anteriormente. No tendremos en cuenta la deuda ya que según Fitch (2014) GTV carece de ella.

Valoración por Múltiplos

Utilizaré los múltiplos de un informe de Damodaran (2015, ver Anexo 4), en donde se analizan los datos de 77 empresas de telecomunicaciones.

- **EV/EBITDA**

La media del EV/EBITDA en la industria de las telecomunicaciones, según el informe mencionado anteriormente, es de 6,03x (2015). El EBITDA de GVT en el año 2014 fue de €815,4 millones. Si multiplicamos el EBITDA por 6,03 podremos sacar el valor de GVT en relación con las empresas del sector. El resultado sería de €4.916,86 millones. Si a esta cantidad le sumamos las

sinergias que espera alcanzar Telefónica con la operación (€4.700 millones), el precio máximo que se debería pagar por GVT serían de €9.616,9 millones.

No obstante, hay que tener en cuenta lo siguiente. En un estudio de EY sobre los factores de valuación en la industria de telecomunicaciones, se demuestra que cuanto mayor sea la exposición a mercados emergentes, mayor es el múltiplo EV/EBITDA, siempre que el operador sea lo suficientemente grande. Esto se debe a que los inversores ponen una prima en los clientes potenciales en crecimiento, siempre que se encuentren colocados y diversificados. Al ser GVT compañía que ofrece sus servicios en un mercado emergente (Brasil) y la muestra tomada es un media global del sector, el precio de la empresa puede ser todavía más elevado según este método.

- **EV/Ventas**

Según el informe, la media de este múltiplo es de 2,37x. Las ventas de GVT en 2014 fueron de 5.485 millones de BRL (€1.661,22 millones). Según este indicador el valor de GVT sería de €3.937,09 millones. Si sumamos las sinergias que espera alcanzar Telefónica, el resultado máximo que debería de pagar sería de €8.637,09 millones.

Valoración por descuento de flujos de caja

En este apartado realizaré una valoración a través del método de flujo de caja descontado. El WACC (8,31%) que se ha utilizado se he tomado de la media de las empresas de telecomunicaciones (Damodaran, 2015). Para el crecimiento (g) se ha utilizado un pronóstico del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial del aumento medio del PIB brasileño en los siguientes años (4%). En cuanto a las variaciones de las Necesidades Operativas de

Fondo (NOF), según un análisis de Barclays²², son inexistentes. Los datos del EBIT, Capex y amortizaciones se han obtenido también de un informe de Barclays, ya que no se ha podido obtener la información por ser una empresa no cotizada

TABLA 8: DFC DE GVT

Año	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	€ 334,00	€ 401,00	€ 464,00	€ 568,00	€ 579,00	€ 623,00
CAPEX	€ 638,00	€ 612,00	€ 668,00	€ 601,00	€ 505,00	€ 394,00
Amort.	€ 407,00	€ 443,00	€ 477,00	€ 506,00	€ 520,00	€ 519,00
	€ 1,00	€ 2,00	€ 3,00	€ 4,00	€ 5,00	€ 6,00
FCF	€ 9,48	€ 119,72	€ 143,08	€ 313,96	€ 431,88	€ 573,56
FCF descontado	€ 8,75	€ 102,05	€ 112,61	€ 228,14	€ 289,75	€ 5.019,85
EV	€ 5.761,15					

De elaboración propia. Fuente: Barclays

Según las estimaciones anteriormente realizadas la valoración de GVT se encuentra entre €3.937,09 millones y €5.761,14 millones.

TABLA 9: RESULTADO DE LAS VALORACIONES REALIZADAS DE GVT

Método de valoración	EV/EBITDA	EV/Ventas	DFC
Valor	€4.916,90	€3.937,09	€5.761,14

Si tenemos en cuenta las sinergias que espera Telefónica, el precio máximo que debería de haber pagado según cada método sería de:

TABLA 10: RESULTADO DE LAS VALORACIONES REALIZADAS DE GVT TENIENDO EN CUENTA LAS SINERGIAS

Método de valoración	EV/EBITDA	EV/Ventas	DFC
Valor (más sinergias)	€9.616,90	€8.637,09	€10.461,14

²² Barclays (2014) Games of Thrones VIII: GVT Move

Sección IV: Conclusión

Este trabajo se ha centrado en explicar el desarrollo de la industria de las telecomunicaciones y su situación actual en España y en Brasil. Con el fin de explicar los motivos estratégicos de la adquisición de GVT por parte de Telefónica y la valoración de la empresa comprada.

Habiendo realizado esto, se intenta dar respuesta a las siguientes cuestiones:

- **¿Qué razones llevan a Telefónica a invertir en el mercado brasileño?**

Los ingresos de Telefónica dependen en gran medida del mercado español, el cual representaba casi la mitad de sus ingresos en 2014. No obstante, el mercado de telecomunicaciones español se encuentra muy saturado y tiene pocas previsiones de crecimiento, en 2014 el único segmento que creció fue el de banda ancha móvil y solo representa el 12,4% de los ingresos de la industria. Los demás segmentos (telefonía móvil y fija, banda ancha fija y televisión de pago) han ido sufriendo una tendencia bajista durante los últimos años.

Por esta razón, Telefónica se ve obligada a buscar oportunidades en mercados emergentes. Sudamérica tiene unas previsiones positivas de crecimiento a largo plazo según el FMI, además, dentro de este continente, Brasil tiene la industria de telecomunicaciones más grande. Telefónica ha tenido presencia en Brasil desde que empezó el proceso de privatización de la industria en 1998, habiendo desde entonces aumentado su cuota de mercado en telefonía móvil, en banda ancha y en la televisión de pago. No obstante, en este último segmento no ha crecido lo suficiente (3% de cuota de mercado) y en banda ancha sólo estaba presente en Sao Paulo.

La adquisición de GVT le ha permitido duplicar su presencia en la televisión de pago y ofrecer servicios de banda ancha en casi todo el país. Asimismo, la fusión de Vivo (Telefónica Brasil) y GVT combina fuerzas complementarias en los servicios ofrecidos y la distribución geográfica de ambas empresas.

- **¿Es adecuado para Telefónica el precio pagado por GVT?**

Telefónica pagó a Vivendi €7.450 millones por GVT, estimando que podría alcanzar unas sinergias de €4.700 millones.

Para valorar GVT se han utilizado los siguientes métodos de valoración: valoración por múltiplos (EV/EBITDA y EV/VENTAS) y un descuento de flujo de cajas. Los resultados han sido los siguientes (en millones):

Método de valoración	EV/EBITDA	EV/Ventas	DFC
Valor	€4.916,90	€3.937,09	€5.761,14

Como Telefónica espera obtener unas sinergias de €4.700 millones, habría que sumarlas al valor obtenido para averiguar el precio máximo que la compañía debería haber pagado por GVT. Estos son los resultados (en millones):

Método de valoración	EV/EBITDA	EV/Ventas	DFC
Valor (más sinergias)	€9.616,90	€8.637,09	€10.461,14

Es decir, tras el análisis realizado en este trabajo y teniendo en cuenta las sinergias esperadas, se fija el valor de GVT para Telefónica entre €8.637 – €10.461 millones. Esto es mayor que la cantidad realmente pagada, por lo que la respuesta a esta pregunta es que el precio pagado por Telefónica es adecuado a la luz de la creación de valor.

- **¿Qué impacto ha tenido en la cotización y en el beneficio por acción de Telefónica la adquisición de GVT?**

Impacto en la cotización

Los accionistas de Telefónica S.A. han visto pequeñas variaciones en el precio de cotización de sus acciones. En el siguiente gráfico se puede observar los cambios durante los días más importantes de la cotización (ver Tabla 2).

Telefónica S.A				
Día	Precio de cierre	Día	Precio de cierre	Variación
5 de agosto	€ 15,59	6 de agosto	€ 15,73	0,90%
28 de agosto	€ 15,84	29 de agosto	€ 15,85	0,06%
19 de septiembre	€ 15,76	20 de septiembre	€ 15,72	-0,25%

En cambio, las acciones de Telefónica Brasil han tenido variaciones mayores en la cotización. Siendo la más destaca la subida del 9,94% en el día en el que se confirma que Vivendi ha entrado en negociaciones exclusivas con Telefónica para la venta de GVT, por lo que el mercado vió con buenos ojos la operación.

Telefónica Brasil				
Día	Precio de cierre	Día	Precio de cierre	Variación
5 de agosto	€ 18,88	6 de agosto	€ 18,95	0,37%
28 de agosto	€ 19,52	29 de agosto	€ 21,46	9,94%
19 de septiembre	€ 21,98	20 de septiembre	€ 21,29	-3,14%

Asimismo, hay que destacar una caída en la cotización de Telefónica Brasil de más de un 30% desde el 19.09.2014 (día de la compra) hasta el 20.05.2015. Después de realizar un análisis, se concluye que esta bajada está causada por varios factores: la caída del 5% del mayor índice brasileño (BOVESPA), los resultados del primer trimestre de 2015, que descienden en un 12,3% respecto al año anterior

y un descenso del 11,97% en el BPA en 2015 causado por la compra de GVT.

Impacto en el BPA

En cuanto al BPA de Telefónica S.A. se puede observar cómo ha tenido un efecto dilutivo el primer año pero ha mejorado en los dos siguientes según el análisis realizado.

	2015e	2016e	2017e
BPA TEF antes de la adquisición	0,84	0,97	1,11
BPA TEF después de la adquisición	0,81	1,05	1,24
Efecto	-2,81%	8,34%	10,74%

Respecto al efecto en el BPA de Telefónica Brasil, los análisis realizados concluyen que también va a tener un efecto dilutivo en el primer año pero aumenta en los dos siguientes.

	2015e	2016e	2017e
BPA TEF B antes de la adquisición	1,34	1,38	1,42
BPA TEF B después de la adquisición	1,19	1,66	1,88
Efecto	-11,97%	16,83%	24,64%

En ambos casos, el BPA ha tenido un efecto dilutivo a corto plazo pero se espera que sea positivo en un medio-largo plazo.

Con todo lo expuesto anteriormente, se puede afirmar que la compra de GVT ha sido buena para Telefónica, ya que podrá aumentar su presencia en el mercado brasileño, el precio pagado ha sido bueno y aunque haya tenido un impacto negativo en la cotización de Telefónica Brasil en 2015, se estima que este impacto sea positivo en los dos siguientes años.

5. Bibliografía

1. Luis Blanco Pascual (2009), VALORACIÓN DE EMPRESAS POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA: PROYECCIÓN DE RATIOS Y ESTIMACIÓN DEL VALOR TERMINAL POR MÚLTIPLOS. [Artículo en línea. Disponible en <http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=8032511b-16bc-41a5-b719-915ff4b3b67f%40sessionmgr114&vid=2&hid=111>] (Última visita 16 de mayo de 2014).
2. Pablo Fernandez (2006), WACC: DEFINICIÓN, INTERPRETACIONES EQUIVOCADAS Y ERRORES. [Artículo en línea. Disponible en <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0914.pdf>] (Última visita 12 de mayo de 2015).
3. IESE Universidad de Navarra, INTRODUCCIÓN A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS POR EL METODO DE LOS MULTIPLOS DE COMPAÑIAS COMPARABLES. [Artículo en línea. Disponible en <http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/FN-0462.pdf>] (Última visita 12 de mayo de 2015).
4. BCG & Technische Universität München, (2013) Divide and Conquer: How successful M&A Deals Split the Synergies . [Artículo en línea. Disponible en <http://www.bcg.de/documents/file130658.pdf>] (Última visita 3 de mayo de 2015).
5. Tom Lott & Derek Loosvelt , (2005) Vault careers guide to Investment Banking: The inside scoop on investment banking careers
6. The Economist Intelligence Unit (2014) Industry Report: Telecommunications Spain.
7. Giuseppe Jannelli y Diego Mora Oviedo. Accenture. Telecomunicaciones: Replantearse el modelo del negocio inalámbrico. [Artículo en línea. Disponible en http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/Local_Spain/PDF/Accenture_Replantearse_El_Modelo_de_negocio_inalambrico.pdf]

8. Stanley Foster Reed, Alexandra Lajoux & H. Peter Nesvold (2007). *The Art of M&A. A Merger Acquisition Buyout Guide*.
9. Juan Mascareñas Perez-Iñigo. (1992) *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*.
10. Marketline (2015). *Company Profile Telefónica, S.A*,
11. CNMC (Comisión Nacional de los mercados y la competencia)(2014) .*Informe Económico de las Telecomunicaciones y del sector Audiovisual 2014*. . [Artículo en línea. Disponible en <http://www.cnmc.es/Portals/0/Ficheros/Telecomunicaciones/Informes/Informes%20Anuales/2014/Informe%20Telecomunicaciones%20CNMC%202014.pdf>]
12. Damodaran, Aswath (2012) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*. Ed. Wiley. (2nd edition)
13. Agrawal, A., & Jaffe, J. (2003). Do takeover targets underperform? Evidence from operating and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*
14. Alford, A. W. (1992). The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method. *Journal of Accounting Research*.
15. Brown, P., Gallery, G., & Goei, O. (2006). Does market misvaluation help explain share market long-run underperformance following a seasoned equity issue? *Accounting and Finance*
16. Myeong-Cheol Park, Dong-Hoon Yang, Changi Nam & Young-Wook Ha. (2002). *Mergers and Acquisitions in the Telecommunications Industry: Myths and Reality*.
17. H. Dixon Wilcox, Kuo-Chung Chang & Varun Grover. (2000), *Valuation of mergers and acquisitions in the telecommunications industry: a study on diversification and firm size*.
18. Espiñeira, Sheldon y Asociados. (2008). *Boletín de Finanzas Corporativas y Recuperaciones: Fusiones y Adquisiciones*.

19. Néboa Zazaya González. (2007) Las fusiones y adquisiciones como formula de crecimiento empresarial.
20. Pedro Pinto Oliveira. (2014) Telcos Brasil: The Holy Grail of Brazilian.
21. José María del Rey (2010) Capítulo 26: Telefónica, Cátedra Nebrija-Grupo Santander en Dirección Internacional de Empresas. [Artículo en línea. Disponible en <http://www.nebrija.com/catedras/nebrija-santander-direccion-empresas/pdf/caso-brasil-telefonica.pdf>]
22. Sáenz-Diez, R (2005). Fusiones y Adquisiciones. Documentación académica, Departamento de Gestión Financiera, Universidad Pontificia Comillas de Madrid.
23. Aswath Damodaran, Stern School of Business (2005). The value of Business. [Artículo en línea. Disponible en <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>]
24. Telefónica, S.A. Investor Relations (2014) Creating Integrated Telco in Brazil. [Artículo en línea. Disponible en http://www.telefonica.com/en/shareholders-investors/pdf/hr_20140829.pdf]
25. Francisco Blanco Bermúdez (2002) La expansión de Telefónica: un caso de internacionalización empresarial.
26. PwC (2013), Spanish Entertainment and Media Outlook: 2013-2017: Medios y Entretenimiento
27. Altran (2014), Evolución del macro-sector de las Telecomunicaciones en España 2014-2017.
28. Informes de Telebrasil: la asociación brasileña de telecomunicaciones.
29. Datos recolectados de GSM Association Intelligence, una asociación de operadores móviles.
30. Allen & Overy (2015), M&A Insights, Q1 2015. [Artículo en línea. Disponible en

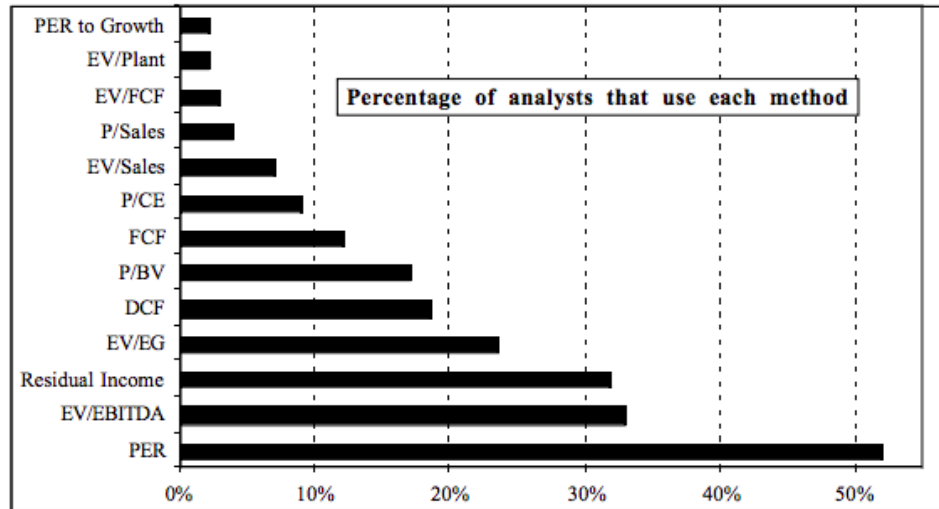
- <http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/MA%20Q1%202015.pdf>]
31. Omar Khedr (2014) IBIS World, Industries Primed for M&A in 2015. Disponible en <http://media.ibisworld.com/wp-content/uploads/2014/12/Industries-poised-for-MA-activity.pdf>]
 32. NYU Stern: ACQUISITIONS AND TAKEOVERS. [Artículo en línea. Disponible en <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/acquisitions.pdf>]
 33. Katherine Betancourt Bejarano, Carlos Mario García Díaz, Viviana Lozano Riaño (2013) Teoría de Markowitz con metodología EWMA para la toma de decisión sobre cómo invertir su dinero. [Artículo en línea. Disponible en http://www.unagaliciamoderna.com/eawp/coldata/upload/Vol1_2013_teor%C3%ADa_Markowitz.pdf]
 34. Luis Blanco Pascual (2009). VALORACIÓN DE EMPRESAS POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA: PROYECCIÓN DE RATIOS Y ESTIMACIÓN DEL VALOR TERMINAL POR MÚLTIPLOS.
 35. Nicholas Economides (2003), TELECOMMUNICATIONS REGULATION: AN INTRODUCCION. [Artículo en línea. Disponible en http://www.stern.nyu.edu/networks/Economides_Telecommunications_Regulation.pdf]
 36. Fundación AUNA (2003), Evolución del sector de las telecomunicaciones en EE UU. [Artículo en línea. Disponible en <http://fundacionorange.es/documentos/analisis/notas/EEUU.pdf>]
 37. David M. Schweiger and Philippe Very (2003). CREATING VALUE THROUGH MERGER AND ACQUISITION INTEGRATION. [Artículo en línea. Disponible en <http://karhen.home.xs4all.nl/Papers/2/Creating%20value%20through%20merger%20and%20acquisition%20integration.pdf>]
 38. Mei Zhang (2008), A Theoretical and Empirical Study of Computing Earnings Per Share [Artículo en línea. Disponible en <http://drum.lib.umd.edu/bitstream/1903/8360/1/umi-umd-5666.pdf>]

39. Cisneros Trujillo, C., Jiménez Cupido, M. (2003). Análisis comparativo de las Fusiones y Adquisiciones en los Planes Estratégicos de las empresas mexicanas.
40. Allen & Overy (2014) M&A Index
41. Pablo Fernandez & Antonio Bonet (1989) FUSIONES, ADQUISICIONES Y CONTROL DE LAS EMPRESAS.
42. Julio Navio Marco (2012) ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR A LARGO PLAZO DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES ENTRE OPERADORAS EN EL SECTOR DE TELECOMUNICACIÓN.
43. Bilbao, P., Escudero, C. y Rodriguez, J.M. (2008). Política de empresa y estrategia. Madrid: Universitas Internacional.

6. Anexos

ANEXO 1: MÉTODOS DE VALORACIÓN MÁS UTILIZADOS

Figure 1. Most widely used valuation methods



Source: Morgan Stanley Dean Witter Research.

ANEXO 2: HECHO RELEVANTE DE TELEFÓNICA



RAMIRO SÁNCHEZ DE LERÍN GARCÍA-OVIES
Secretario General y
del Consejo de Administración
TELEFÓNICA, S.A.

TELEFÓNICA, S.A. de conformidad con lo establecido en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores, procede por medio del presente escrito a comunicar el siguiente

HECHO RELEVANTE

Como continuación al Hecho Relevante registrado por Telefónica, S.A. el 29 de agosto de 2014 (número de registro 210238), Telefónica, S.A. informa que se ha formalizado con Vivendi, S.A. el contrato definitivo para la adquisición por Telefónica Brasil, S.A. de Global Village Telecom, S.A. y su sociedad holding GVT Participações, S.A (conjuntamente denominadas "GVT").

El precio de adquisición del 100% de GVT será el contenido en la oferta presentada a GVT el 28 de agosto de 2014, esto es, un pago en efectivo de 4.663 millones de Euros, así como en la entrega de acciones de nueva emisión representativas de un 12,0% del capital social de Telefónica Brasil, S.A. tras la combinación de ésta con GVT.

Tal y como se anunció en anteriores Hechos Relevantes, la contraprestación en efectivo será financiada mediante una ampliación de capital en Telefónica Brasil, S.A. en la que Telefónica, S.A. suscribirá su parte proporcional, financiada, a su vez, mediante una ampliación de capital.

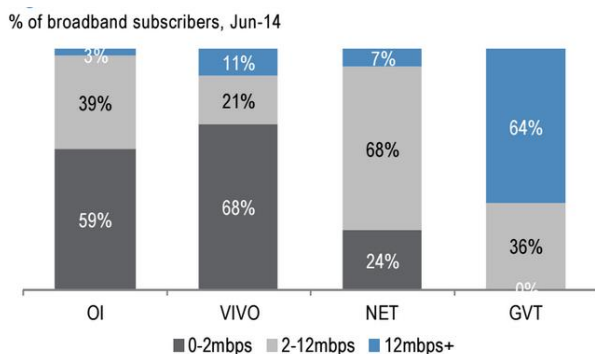
Asimismo, se informa que Vivendi, S.A. ha aceptado el ofrecimiento de Telefónica, S.A. de adquirir una participación en Telecom Italia, S.p.A. ("Telecom Italia"), concretamente, la adquisición de 1.110 millones de acciones ordinarias de Telecom Italia, que representan actualmente una participación del 8,3% del capital con derecho a voto de Telecom Italia (equivalente a un 5,7% de su capital social), a cambio de un 4,5% del capital que Vivendi, S.A. recibirá de la sociedad resultante tras la combinación de Telefónica Brasil, S.A. y GVT y que representa todas las acciones ordinarias recibidas por Vivendi, S.A. y un número de acciones preferentes (representativas de un 0,7% de dicha clase de acciones).

El cierre de la transacción está sujeto a la obtención de las pertinentes autorizaciones regulatorias (incluyendo en materia de telecomunicaciones y de defensa de la competencia) y al cumplimiento de otras condiciones habituales en este tipo de transacciones.

Madrid, a 19 de septiembre de 2014.

Gran Vía, 28 - 9º Plantin - 28013 Madrid

ANEXO 3: VELOCIDADES DE BANDA ANCHA EN BRASIL



Source: Anatel and J.P. Morgan estimates. With competition means that GVT or NET is present in the city

ANEXO 4: EMPRESAS INCLUIDAS EN EL ÍNDICE REALIZADO POR DAMODARAN

Verizon Communications Inc. (NYSE:VZ)	Renovate Neighborhoods, Inc. (OTCPK:RNVT)
CenturyLink, Inc. (NYSE:CTL)	Horizon Telecom, Inc. (OTCPK:HRZC.B)
Level 3 Communications, Inc. (NYSE:LVLT)	dellathree, Inc. (OTCPK:DDDC)
Windstream Holdings, Inc. (NasdaqGS:WIN)	Craig Wireless Systems Ltd (TSXV:CWG)
Frontier Communications Corporation (NasdaqGS:FTR)	RoomLinX Inc. (OTCPK:RMLX)
IDT Corporation (NYSE:IDT)	InterMetro Communications Inc. (OTCPK:IMTO)
Cincinnati Bell Inc. (NYSE:CBB)	Unilava Corporation (OTCPK:UNLA)
Zayo Group Holdings, Inc. (NYSE:ZAYO)	Fullnet Communications Inc. (OTCPK:FULO)
Fairpoint Communications, Inc. (NasdaqCM:FRP)	Pervasip Corp. (OTCPK:PVSP)
General Communication Inc. (NasdaqGS:GNM.A)	LYFE Communications, Inc. (OTCPK:LYFE)
Vonage Holdings Corporation (NYSE:VG)	Bluegate Corporation (OTCPK:BGAT)
Consolidated Communications Holdings Inc. (NasdaqGS:CNSL)	World Access, Inc. (OTCPK:WAXS)
Premiere Global Services, Inc. (NYSE:PGI)	Digerati Technologies, Inc. (OTCPK:DTGI.Q)
Iridium Communications Inc. (NasdaqGS:IRDM)	Covista Communications Inc. (OTCPK:CVST)
Hawaiian Telecom Holdco, Inc. (NasdaqGS:HCOM)	Champion Communication Services Inc. (OTCPK:CCMS)
Cogent Communications Holdings, Inc. (NasdaqGS:CCOI)	Somerset Transition Corporation (OTCPK:TLVA)
Atlantic Tele-Network, Inc. (NasdaqGS:ATNI)	TVC Telecom Inc. (OTCPK:TVCE)
Alaska Communications Systems Group Inc. (NasdaqGS:ALSK)	American Nortel Communications, Inc. (OTCPK:ARTM)
Broadview Networks Holdings, Inc. (OTCPK:BVWN)	WQN, Inc. (OTCPK:WQNI)
Inteliquent, Inc. (NasdaqGS:IQNT)	NW Tech Capital, Inc. (OTCPK:NWTT)
Lumos Networks Corp. (NasdaqGS:LMOS)	ConnectiSys Corporation (OTCPK:CONC)
inContact, Inc. (NasdaqCM:SAAS)	Global eScience Corp. (OTCPK:GSNC)
8x8 Inc. (NasdaqGS:EGHT)	Cordia Corporation (OTCPK:CORG)
LICT Corporation (OTCPK:LICT)	Celexpress, Inc. (OTCPK:CELX)
North State Telecommunications Corp. (OTCPK:NORS.A)	Ecuity Inc. (OTCPK:ECUI)
Globalstar Inc. (AMEX:GSAT)	Cannalink, Inc. (OTCPK:CNLK)
ORBCOMM, Inc. (NasdaqGS:ORBC)	U.S. National Telecom, Inc. (OTCPK:USNL)
Fusion Telecommunications International, Inc. (NasdaqCM:FSNN)	KeyOn Communications Holdings Inc. (OTCPK:KEYO)
Otelco Inc. (NasdaqCM:OTEL)	Teleplus World, Corp. (OTCPK:TLPE.Q)
New ULM Telecom Inc. (OTCPK:NULM)	Arvana, Inc. (OTCPK:AVNI)
Towerstream Corporation (NasdaqCM:TWER)	iTeknik Holding Corporation (OTCPK:ITKH)
Alteva, Inc. (AMEX:ALTV)	Lightyear Network Solutions, Inc. (OTCPK:LYNS)
Straight Path Communications Inc. (AMEX:STRP)	O2 Secure Wireless, Inc. (OTCPK:OTOW)
ICTC Group, Inc. (OTCPK:ICTG)	BluePrint Technologies, Inc. (OTCPK:BKSD)
CIBL, Inc. (OTCPK:CIBY)	PhoneBrasil International Inc. (OTCPK:PHBR)
Competitive Companies, Inc. (OTCPK:CCOP)	Flint Telecom Group, Inc. (OTCPK:FLTT)
HC2 Holdings, Inc. (OTCPK:HCHC)	Elevate, Inc (OTCPK:ELEV)
VOIP PAL.com, Inc. (OTCPK:VPLM)	In Media Corporation (OTCPK:IMDC)

ANEXO 5: BALANCE CONSOLIDADO DE TELEFÓNICA

Estados de situación financiera consolidados al 31 de diciembre

Millones de euros	REFERENCIA	2014	2013
ACTIVO			
A) ACTIVOS NO CORRIENTES		99.435	89.597
Intangibles	(Nota 6)	22.353	18.548
Fondo de comercio	(Nota 7)	25.111	23.434
Inmovilizado material	(Nota 8)	33.343	31.040
Inversiones puestas en equivalencia	(Nota 9)	788	2.424
Activos financieros no corrientes	(Nota 13)	10.973	7.775
Activos por impuestos diferidos	(Nota 17)	6.867	6.376
B) ACTIVOS CORRIENTES		22.864	29.265
Existencias		934	985
Deudores y otras cuentas a cobrar	(Nota 11)	10.606	9.640
Administraciones públicas deudoras	(Nota 17)	1.749	1.664
Activos financieros corrientes	(Nota 13)	2.932	2.117
Efectivo y equivalentes de efectivo	(Nota 13)	6.529	9.977
Activos no corrientes mantenidos para la venta	(Nota 2)	114	4.882
TOTAL ACTIVOS (A + B)		122.299	118.862

	REFERENCIA	2014	2013
PASIVO Y PATRIMONIO NETO			
A) PATRIMONIO NETO		30.289	27.482
Patrimonio neto atribuible a los accionistas de la Sociedad dominante y a otros tenedores de instrumentos de patrimonio	(Nota 12)	21.115	21.185
Patrimonio neto atribuible a intereses minoritarios	(Nota 12)	9.174	6.297
B) PASIVOS NO CORRIENTES		62.311	62.236
Deuda financiera a largo plazo	(Nota 13)	50.688	51.172
Acreedores y otras cuentas a pagar a largo plazo	(Nota 14)	2.377	1.701
Pasivos por impuestos diferidos	(Nota 17)	2.566	3.063
Provisiones a largo plazo	(Nota 15)	6.680	6.300
C) PASIVOS CORRIENTES		29.699	29.144
Deuda financiera a corto plazo	(Nota 13)	9.094	9.527
Acreedores y otras cuentas a pagar a corto plazo	(Nota 14)	16.943	15.221
Administraciones públicas acreedoras	(Nota 17)	2.026	2.203
Provisiones a corto plazo	(Nota 15)	1.595	1.271
Pasivos asociados con activos no corrientes mantenidos para la venta	(Nota 2)	41	922
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO NETO (A+B+C)		122.299	118.862

Las Notas 1 a 23 y los Anexos I a VII forman parte integrante de estos estados de situación financiera consolidados.

ANEXO 6: CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE TELEFÓNICA

Millones de euros	REFERENCIA	2014	2013	2012
CUENTA DE RESULTADOS				
Ventas netas y prestaciones de servicios	(Nota 18)	50.377	57.061	62.356
Otros ingresos	(Nota 18)	1.707	1.693	2.323
Aprovisionamientos		(15.182)	(17.041)	(18.074)
Gastos de personal		(7.098)	(7.208)	(8.569)
Otros gastos	(Nota 18)	(14.289)	(15.428)	(16.805)
RESULTADO OPERATIVO ANTES DE AMORTIZACIONES (OIBDA)		15.515	19.077	21.231
Amortizaciones	(Nota 18)	(8.548)	(9.627)	(10.433)
RESULTADO OPERATIVO		6.967	9.450	10.798
Participación en resultados de inversiones puestas en equivalencia				
	(Nota 9)	(510)	(304)	(1.275)
Ingresos financieros		992	933	963
Diferencias positivas de cambio		4.110	3.323	2.382
Gastos financieros		(3.511)	(3.629)	(4.025)
Diferencias negativas de cambio		(4.413)	(3.493)	(2.979)
Resultado financiero neto	(Nota 16)	(2.822)	(2.866)	(3.659)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS		3.635	6.280	5.864
Impuesto sobre beneficios	(Nota 17)	(383)	(1.311)	(1.461)
RESULTADO DEL EJERCICIO		3.252	4.969	4.403
Resultado del ejercicio atribuido a los intereses minoritarios	(Nota 12)	(251)	(376)	(475)
RESULTADO DEL EJERCICIO ATRIBUIDO A LOS ACCIONISTAS DE LA SOCIEDAD DOMINANTE		3.001	4.593	3.928
Resultado por acción, básico y diluido, atribuido a los accionistas de la Sociedad dominante (euros)				
	(Nota 18)	0,61	0,99	0,85

Las Notas 1 a 23 y los Anexos I a VII forman parte integrante de estas cuentas de resultados consolidadas.