



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**Análisis del impacto de la Oferta Pública de Adquisición  
formulada sobre las acciones de Abertis Infraestructuras  
S.A. en las compañías involucradas y la justificación de  
contraprestación ofrecida.**

Autor: Gabriela de Cabanyes Aguirre  
Director: Borja del Palacio Tornos

Madrid  
Junio 2018



**Análisis del impacto de la Oferta Pública de Adquisición formulada sobre las acciones de Abertis Infraestructuras S.A. en las compañías involucradas y la justificación de contraprestación ofrecida.**

## **Resumen**

El presente trabajo tiene como objetivo estudiar el resultado de la Oferta Pública de Adquisición (OPA) de las acciones de Abertis, formulada por Hochtief, competidora a la oferta formulada por Atlantia el 15 de mayo de 2017. Finalmente se anunció un pacto de accionistas el 14 de marzo de 2018 entre ACS (y su filial Hochtief) y Atlantia para controlar conjuntamente Abertis y así evitar una batalla de OPAs. Por lo tanto se estudia el resultado de la oferta contrastándola con distintos escenarios posibles.

Para facilitar la analizar el resultado de la oferta primero se examina la situación de las fusiones y adquisiciones, centrándonos en el sector que opera Abertis, además de estudiar las compañías involucradas y la evolución de la oferta. En relación al análisis de la oferta, se realiza desde dos puntos de vista distintos. En primer lugar se valoran las acciones empleando distintos métodos de valoración, justificando el precio ofrecido y dando una opinión al respecto. Por último se estudian las consecuencias derivadas de la oferta para las distintas compañías y sus accionistas.

En conclusión, este TFG da una opinión fundamentada sobre el desenlace de la operación y aconseja a los accionistas tanto de Atlantia como de ACS y Hochtief a la hora de tomar una decisión acerca de el futuro de sus acciones.

Palabras clave: Abertis, ACS, Hochtief, Atlantia, Oferta Pública de Adquisición, acciones, Valoración de empresas, accionistas, fusiones y adquisiciones, OPA voluntaria.

## **Resumen**

This dissertation's objective is to study the outcome of the Public Tender Offer (PTO) made by Hochtief for the entire share capital of Abertis, as a competitor to Atlantia's takeover bid launched on May 15th 2017. A shareholder's agreement between ACS (and its subsidiary Hochtief) and Atlantia was finally announced on the 14th of May 2018, in order to control jointly Abertis shares and prevent a takeover battle. This it studies the outcome of the offer compared to different scenarios that could have happened.

In order to ease the analysis of the effects of the offer, it first examines the global situation of the mergers and acquisitions focusing on the Industrial sector, where Abertis operates. Furthermore, it studies all of the involved companies as well as the evolution of the tender offer. In respect of the analysis, it is performed from two different points of view. First of all by evaluating Abertis' shares using different methods and justify the price paid, giving an opinion thereon. Finally, it studies the consequences derived from the offer for the different companies and its shareholders.

In conclusion, this dissertation gives a substantial opinion on the outcome of the offer and recommends shareholders of both, ACS and Hochtief and Atlantia, whilst taking a decision on the future of their shares.

Key words: Abertis, ACS, Hochtief, Atlantia, Public Tender Offer, shares, company valuations, shareholders, mergers and acquisitions, voluntary PTO, takeover bid.

## **ÍNDICE**

<b>CAPÍTULO 1: MOTIVACIÓN DEL TRABAJO</b>	<b>7</b>
1.1. Motivación del trabajo	7
1.2. Objetivos	7
1.3. Metodología	8
1.4. Estructura	8
<b>CAPÍTULO 2: INTRODUCCIÓN A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN</b>	<b>10</b>
2.1. ¿Qué es una oferta pública de adquisición de valores?	10
<i>Calendario de una OPA</i>	<i>10</i>
<i>Tipos de OPAs</i>	<i>11</i>
2.2. Análisis de las tendencias de las F&A	13
<b>CAPÍTULO 3: CONTEXTO DE LA OPA</b>	<b>16</b>
3.1. Descripción de la compañía sujeto de la OPA	16
<i>Actividad y estrategia empresarial</i>	<i>16</i>
<i>Información económica y financiera</i>	<i>17</i>
<i>Evolución de la situación del accionariado</i>	<i>18</i>
3.2. Breve descripción de las compañías oferentes	19
<i>A) Atlantia</i>	<i>19</i>
<i>B) ACS</i>	<i>20</i>
<i>C) Hochtief</i>	<i>21</i>
3.3. Contexto histórico de la historia de la OPA	22
3.4. Descripción de la modificación de los términos de la transacción	24
3.5. Posibles sinergias y razonamiento detrás de la OPA	25
3.6. Las dificultades de la operación	28

<b>CAPÍTULO 4: ANÁLISIS DE LA CONTRAPRESTACIÓN OFRECIDA</b>	<b>29</b>
4.1. Valor teórico contable de la sociedad	29
4.2. Valor liquidativo de la Sociedad	30
4.3. Cotización media ponderada de los valores	30
4.4. Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad	31
4.5. Otros métodos de valoración aplicables - Descuento de flujos de caja libres (DCF)	32
4.6. Otros métodos de valoración aplicables - Múltiplos de compañías cotizadas comparables	36
4.7. Otros métodos de valoración aplicables - Análisis de las recomendaciones de Brokers	37
4.8. Resumen de las valoraciones obtenidas	38
<b>CAPÍTULO 5: IMPACTO DE LA OFERTA EN LAS SOCIEDADES AFECTADAS</b>	<b>39</b>
5.1. Resultado de la Operación	39
5.2. Consecuencias para Abertis	40
5.3. Consecuencias para Atlantia	41
<i>Impacto financiero para Atlantia</i>	42
5.4. Consecuencias para ACS y Hochtief	44
<i>Impacto financiero para los accionistas de ACS y Hochtief</i>	45
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>48</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>50</b>

## **CAPÍTULO 1: MOTIVACIÓN DEL TRABAJO**

### 1.1. Motivación del trabajo

La OPA formulada inicialmente por Atlantia sobre la totalidad de las acciones de Abertis y posteriormente por ACS mediante su filial Alemana Hochtief, ha creado mucha duda, especulación y a veces controversia desde que fue anunciada hace un poco más de un año. Todo el mundo estaba pendiente de la evolución de lo que sería el mayor conglomerado de operador y constructor de infraestructuras del mundo. Por lo tanto, se considera un tema de gran actualidad ya que hasta hace unos pocos meses no se conocía el desenlace de la oferta, si no que se especulaba sobre la actuación de las compañías involucradas. Por lo tanto, he decidido presentar este trabajo con el fin de informar a los accionistas y posibles involucrados en la oferta, para que entiendan su finalidad y la puedan juzgar la contraprestación ofrecida. Por lo tanto los accionistas podrán realizar una evaluación fundamentada del resultado final de la oferta y tomar una decisión con respecto a sus acciones.

Para el presente trabajo me he apoyado, además de lo aprendido durante la carrera, en los conocimientos adquiridos en mis prácticas de tercero de carrera. Durante ese tiempo de prácticas estuve trabajando durante seis meses en contrato de prácticas en Mediobanca, entidad financiera italiana que asesora a Atlantia en la compra de Abertis. Por lo tanto durante mi estancia ahí tuve la oportunidad de seguir la OPA desde el principio y apoyar a los analistas en el asesoramiento a Atlantia.

Finalmente, desde un punto de vista personal, siempre he considerado este tema de gran interés, lo que me ha hecho seguir la evolución de la oferta desde sus inicios hasta ahora. Sin embargo, creo que muchas veces, a pesar de su aparición en las noticias recurrentemente y de estar al día de las noticias, no siempre se llega a entender del todo. Por lo tanto, he identificado una necesidad de informar a los interesados, desde el punto de vista de cualquiera de las cuatro sociedades involucradas, para que puedan evaluar el desenlace de la oferta.

### 1.2. Objetivos

Con el presente trabajo de análisis e investigación sobre la oferta dirigida a los accionistas de Abertis, tengo la intención de:

- Analizar los beneficios de la operación para las cuatro sociedades involucradas en la operación, en comparación con otros casos hipotéticos planteados y dar una opinión en relación al impacto de las transacciones en el accionariado.

- Comparar los términos de la operación actual con las ofertas anteriores, con la intención de analizar el impacto de la Oferta Pública de Adquisición (en adelante “OPA”) de Abertis y justificar la operación.
- Contrastar la contraprestación ofrecida con distintos métodos de valoración, con el fin de llegar a una conclusión sobre el precio equitativo ofrecido.

### 1.3. Metodología

Para llegar a una opinión sobre la oferta, y llegar a una conclusión sobre el precio pagado se llevará a cabo un análisis de las condiciones y consecuencias, con una posterior síntesis para facilitar la comprensión del tema. Para obtener dicho análisis emplearé información disponible públicamente, empleando fuentes oficiales principalmente. Para ello utilizaremos los Hechos Relevantes, Folletos y Anuncios publicados por las empresas involucradas. Además al ser un tema de gran actualidad y ser publicado continuamente, haremos uso de las declaraciones de la prensa sobre el tema, y la opinión de los distintos Brokers con cobertura sobre las acciones de Abertis, Atlantia, ACS y Hochtief.

### 1.4. Estructura

El contenido del análisis se estructura en cuatro capítulos principales:

El primer capítulo se dedica a hacer una breve introducción sobre las Ofertas Públicas de Adquisición, que incluye tanto un resumen sobre lo que es una OPA como las tendencias de las fusiones y adquisiciones. Además se analiza la actividad de F&A en el sector que opera Abertis comparado con el resto de transacciones mundiales.

En segundo lugar, nos encontramos un capítulo dedicado al contexto de la Oferta. En este capítulo hacemos referencia a seis aspectos en concreto para poder entender la transacción. Esto incluye una descripción de la compañía sujeto de la OPA, Abertis, una breve descripción de las compañías oferentes (Atlantia, ACS y Hochtief) y un pase por la historia de la transacción. Además se analizan los términos y condiciones de la transacción, en comparación con los ofrecidos en las ofertas iniciales, además de razones para perseguir las OPA y posibles sinergias que puedan surgir. Por último se explica las dificultades a las que se han tenido que enfrentar los oferentes de la OPA.

El tercer capítulo está dedicado exclusivamente a ofrecer una valoración justa de las acciones de Abertis mediante la valoración considerada equitativa por ley para las Ofertas Públicas de Adquisición de valores de exclusión. Esta valoración tiene como objetivo llegar a una conclusión sobre la contraprestación ofrecida, con el fin de analizar su equidad para los accionistas de Abertis.



El último capítulo (Capítulo 4) está dedicado al estudio del impacto de la oferta para los principales grupos de interés entre los que se encuentra ACS, Atlantia, Hochtief y los propios accionistas de Abertis.

Finalmente se llegará a una conclusión que resume el impacto de la oferta para las compañías mediante una opinión basada en el resultado del análisis obtenido con el fin de analizar si ha resultado positiva para las sociedades involucradas. Además se analizará el impacto en base a la justificación de la contraprestación ofrecida y asegurar un precio justo ofrecido para los accionistas de Abertis.

## **CAPÍTULO 2: INTRODUCCIÓN A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN**

### **2.1. ¿Qué es una oferta pública de adquisición de valores?**

Una oferta pública de adquisición de valores (en adelante “OPA”) “es una operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de un precio” (*Las opas. Qué son y cómo actuar.*, CNMV). Estas están reguladas por la Ley sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores publicada el 28 de Julio de 2007 en el Boletín Oficial del Estado (“BOE”), entrando en vigor el 13 de agosto del mismo año. En ella se detallan los aspectos a tener en cuenta a la hora de efectuar una oferta sobre valores que coticen en el mercado, cuyo principal objetivo es la protección del accionista minoritario y de la sociedad que recibe la oferta frente al Oferente. Este tipo de ofertas también está sujeta a la ley de anti competencia, que tiene como objetivo proteger a los pequeños comercios y empresas del monopolio que podría darse tras una fusión. Este comportamiento está regido por la Ley 15/2007, de 3 de julio de Defensa de la Competencia. Además están controladas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante “CNMV”), siendo los responsables de autorizar la OPA vez presentada la solicitud de autorización.

#### **Calendario de una OPA**

El calendario abreviado de una OPA formulada con carácter voluntario (publicado en la *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores* de Uría Menéndez) se resumiría en los siguientes puntos:

1. *Anuncio de la decisión de formular la oferta*: mediante un hecho relevante la compañía oferente deberá anunciar su interés en la adquisición de valores de la sociedad.
2. *Presentación de la oferta*: un mes después tomada la decisión de formular la oferta, el Oferente deberá presentar la solicitud de autorización a la CNMV adjuntando la documentación necesaria. Por lo tanto deberá presentar el folleto explicativo<sup>1</sup> de la oferta a la CNMV.
3. *Admisión a trámite de la solicitud de autorización de la oferta*: una vez recibidos todos los documentos necesarios, la CNMV tiene un plazo de 7 días para la admisión a trámite de la solicitud de autorización de la oferta.

---

<sup>1</sup> *Folleto explicativo*: Documento explicativo de la oferta en la que se recoge toda la información disponible para que el inversor pueda juzgar la oferta. Incluye la contraprestación ofrecida, los plazos para la aceptación, las condiciones de la oferta...

4. *Autorización de la oferta*: tras ser presentada la oferta, la CNMV dispone de 20 días para autorizar la oferta.
5. *Difusión pública y general de la oferta*: el Oferente deberá publicar los anuncios correspondientes en los Boletines de Cotización y en un periódico de difusión nacional tras pasar 5 días de la autorización de la oferta.
6. *Inicio del plazo de aceptación*: Al día siguiente se iniciará el plazo de aceptación<sup>2</sup> que durará entre 15 y 70 días naturales, según lo establecido en el folleto.
7. *Publicación del informe de los administradores de la sociedad afectada*: el Consejo de administración de la sociedad afectada dispone de 10 días naturales tras el inicio del plazo de aceptación.
8. *Fin del plazo de presentación de ofertas competidoras*: éstas tendrán como fecha límite hasta 5 días antes del fin del plazo de aceptación de la oferta.
9. *Fin del plazo de aceptación de la oferta*: los accionistas deberán haber tomado para entonces una decisión sobre el futuro de sus acciones.
10. *Comunicación a la CNMV del número de aceptaciones*: las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores deberán comunicar a la CNMV el número de aceptaciones hasta 5 días después del fin del plazo de aceptación.
11. *Comunicación del resultado de la oferta*: la CNMV deberá informar el resultado en los 2 días siguientes al oferente y a la sociedad afectada. Además, se publicará con un día margen el resultado en los Boletines de Cotización.
12. *Liquidación de la oferta*

Fuente: *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores* de Uría Menéndez

## **Tipos de OPAs**

*OPA obligatoria vs voluntaria*: Una oferta se considera obligatoria cuando una sociedad alcanza un 30% o más de los derechos de votos de la sociedad o designe en los últimos 24 meses a más de la mitad de los consejeros de la sociedad. Una vez alcanzado uno de los dos umbrales, la sociedad dispondría de hasta 1 mes para presentar la oferta obligatoria. El Oferente en este caso

---

<sup>2</sup> *Plazo de aceptación*: Plazo del que dispone el accionista para acudir o no a la OPA.

tendrá que dirigirse al 100% del capital social restante a un precio equitativo<sup>3</sup> además de no poder poner condiciones de la oferta para los accionistas de la sociedad. Sin embargo, a diferencia de las OPAs obligatorias, las voluntarias pueden estar formuladas con las condiciones elegidas por el Oferente. En este análisis nos vamos a fijar en las acciones voluntarias, puesto que las ofertas formuladas por Hochtief, Atlantia y ACS sobre Abertis son de carácter voluntario. Esto quiere decir que no están sujetas al principio de equidad del precio de la contraprestación y que podrán añadir condiciones a la oferta, como una aceptación mínima para que la oferta se haga efectiva. Los Oferentes de este tipo de OPAs además podrán ejercer el derecho de exigir la venta forzosa a los accionistas minoritarios que no acudiesen a la oferta a un precio equitativo. Para poder ejercerlo, una vez liquidada la oferta el Oferente deberá ser titular del 90% del capital social de la sociedad y tendrá de plazo hasta tres meses tras la finalización del plazo de aceptación. Acogerse al derecho de venta forzosa determinará la exclusión de negociación de las acciones de la bolsa de valores.

*OPA competidora:* una oferta competidora es aquella que se produce después de una oferta que sigue en pie, hasta antes de 5 días previos al fin del plazo de aceptación de la oferta inicial. Estas ofertas deben o igualar o superar el precio de la oferta inicial, o también modificar las condiciones ofrecidas por el Oferente.

*OPA de exclusión:* esta OPA tiene como objetivo excluir la sociedad de la cotización en el mercado de valores. Esta oferta se dirige a la totalidad del capital social y su contraprestación será formulada exclusivamente en efectivo. Una vez finalizada liquidada la operación, las acciones de la sociedad quedarán excluidos de la negociación.

*OPA amistosa vs hostil:* la principal diferencia es la reacción de los principales accionistas y del Consejo de Administración de la sociedad adquirida, ya que si no se llega a un acuerdo previo con los principales grupos de interés la OPA se consideraría hostil. Las OPAs hostiles son, por lo tanto, más complicadas y en muchas ocasiones no resultan exitosas ya que los accionistas activarán medidas defensivas para intentar prevenir la adquisición. Por ejemplo una compañía opada puede llegar a un acuerdo con un Caballero Blanco para que este tome la empresa de manera amistosa. Los Caballeros Blancos son terceras empresas que acuden a la OPA previamente acordado con el Consejo de la Sociedad adquirida, para prevenir la toma de control hostil del oferente.

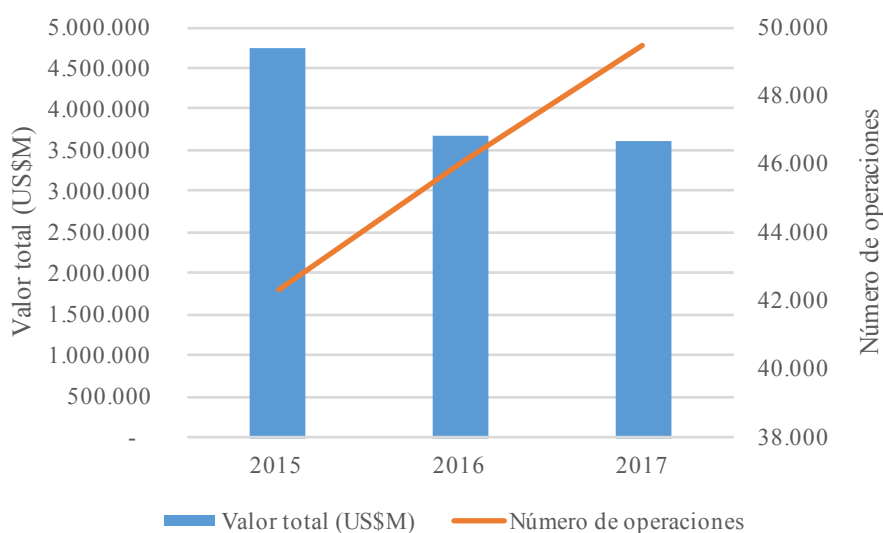
---

<sup>3</sup> “Aquél que deba lanzar una opa obligatoria ya no podrá hacerlo a cualquier precio, sino que deberá formularla al precio equitativo, siendo éste igual al más elevado que el oferente, o personas que actúen concertadamente con él, hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la opa.” (Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores, Uría Menéndez)

## 2.2. Análisis de las tendencias de las F&A

A continuación analizaremos la evolución de las operaciones de Fusiones y Adquisiciones en los últimos tres años. Según nos muestra el análisis de Thomson Reuters sobre las operaciones de Fusiones y Adquisiciones del año 2017, hemos experimentado un año récord en el número de operaciones realizadas. Durante el pasado año, se anunciaron 49.448 operaciones, un 7% más con respecto al año anterior, siendo el año más fuerte en número de operaciones desde que existen registros. En concreto el mercado europeo ha experimentado el mayor crecimiento, de aproximadamente un 17% con respecto al año 2016. Sin embargo, no podemos apreciar la misma tendencia en el valor de las operaciones anunciadas, ya que el valor total de las operaciones anunciadas (en millones de dólares de EEUU) ha ido disminuyendo progresivamente desde el año 2015. El *Gráfico 2.1.1.* ilustrado a continuación muestra claramente la tendencia de los últimos años, con fuertes subidas en número de operaciones, pero una disminución en el valor total de las mismas. En concreto, el número de operaciones de F&A mundiales anunciadas desde el año 2015 a 2017 ha crecido a una tasa anual de crecimiento compuesto del 8%, mientras que el valor total ha decrecido a una tasa del -13%. Estas cifras quiere decir que, en general, las operaciones realizadas en los últimos años son de menor tamaño.

*Gráfico 2.2.1. Evolución de las transacciones mundiales anunciadas*



Fuente: Elaborado a partir del informe de F&A Thomson Reuters 2015, 2016 y 2017

Asimismo, para entender el mercado en el que opera la OPA que vamos a analizar, vamos a estudiar la evolución de las transacciones por sector. Abertis es una compañía que opera en el sector del transporte e infraestructura, considerado dentro del sector Industrial. Este sector es uno de que más transacciones de F&A realizan, manteniéndose entorno al 10% de las transacciones

totales anunciadas mundialmente, además de estar experimentando un ligero alza en el último año. Como indica el *Gráfico 2.2.2*, en 2017 el sector Industrial representó un 12% de las operaciones de F&A totales anunciadas, entre las que se incluye las ofertas que vamos a estudiar en el análisis, formuladas por ACS (a través de Hochtief) y Atlantia por la totalidad de las acciones de Abertis. Podemos destacar que la oferta de Abertis es la tercera oferta con mayor valor anunciada en el primer trimestre 2018, con un valor total de 41.525,7 US\$M.

*Tabla 2.2.2. Evolución de las transacciones mundiales anunciadas por sector*

	2015	2016	2017	Q1 2018
Sanidad	14 %	8 %	9 %	12 %
Energía	13 %	17 %	13 %	14 %
Tecnología	13 %	13 %	13 %	10 %
Industrial	10 %	10 %	12 %	12 %
Financiero	9 %	10 %	9 %	8 %
Inmobiliario	9 %	10 %	15 %	7 %
Materias Primas	7 %	11 %	6 %	7 %
Bienes básicos de consumo	7 %	5 %	5 %	11 %
Media y entretenimiento	6 %	8 %	6 %	10 %
Telecomunicación	5 %	3 %	3 %	3 %
Productos y servicios de consumo	5 %	3 %	5 %	3 %
Venta al por menor	4 %	3 %	3 %	3 %

Fuente: Elaborado a partir del informe de F&A Thomson Reuters 2015, 2016, 2017, Q1 2018

Una vez estudiada la evolución de las operaciones de F&A y la tendencia específica para el sector Industrial en el que opera Abertis, nos interesaría estudiar cuanto se paga por estas operaciones anunciadas y así contrastar con la prima pagada por los Oferentes de la OPA a analizar. Para ello contamos con el informe the Thomson Reuters, que nos indica la prima pagada en operaciones y a partir del cual se ha elaborado la *Tabla 2.2.3*. En la tabla podemos apreciar que durante el año 2017, tanto en el mercado mundial como Europeo, las operaciones Industriales han sido pagadas una prima constante con la media. Sin embargo, si analizamos el último trimestre de 2018, podemos identificar una disminución en la prima pagada en Europa con respecto a la media del sector Industrial mundial. En el primer trimestre de lo que viene de año, se ha pagado una media del 27% por las operaciones en el sector Industrial mundial, mientras que la media europea está ligeramente por debajo, pagando tan solo un 23,3%.

Tabla 2.2.3. Media de la prima pagada en operaciones de F&A con respecto a la cotización de 4 semanas previas al anuncio

	Mundial		Europa	
	1Q 2018	2017	1Q 2018	2017
Productos y servicios de consumo	17,0 %	24,6 %	22,4 %	18,0 %
Bienes básicos de consumo	20,3 %	19,3 %	32,5 %	9,5 %
Energía	28,4 %	20,5 %	33,6 %	6,5 %
Financiero	24,2 %	30,4 %	29,9 %	32,8 %
Sanidad	31,0 %	33,7 %	32,6 %	50,3 %
Tecnología	21,3 %	23,9 %	29,3 %	22,5 %
Industrial	27,0 %	27,4 %	23,3 %	26,4 %
Materias Primas	20,5 %	31,0 %	19,1 %	30,8 %
Media y entretenimiento	17,4 %	30,3 %	22,2 %	49,9 %
Inmobiliario	15,1 %	23,7 %	11,1 %	17,4 %
Venta al por menor	25,9 %	20,2 %	23,7 %	
Telecomunicaciones	23,0 %	26,7 %	36,8 %	16,4 %
<b>Media</b>	<b>22,4 %</b>	<b>27,1 %</b>	<b>25,4 %</b>	<b>26,5 %</b>

Fuente: Informe de F&A Thomson Reuters Q1 2018

## **CAPÍTULO 3: CONTEXTO DE LA OPA**

### **3.1. Descripción de la compañía sujeto de la OPA**

Para empezar, me gustaría introducir la sociedad Abertis, compañía a la que se dirige la OPA analizada en el presente estudio. La sociedad tal y como la conocemos surge en el año 2003, fruto de la fusión de dos concesionarias de autopistas: Acesa y Aurea, tras la compra de Iberpistas por parte de Acesa. Bajo la presidencia de Alemany, que lleva gestionando la sociedad desde Mayo de 2011, ha logrado expandirse para alcanzar el liderazgo internacional en el sector de infraestructuras y de autopistas. A día de hoy, Abertis ha reforzado su estrategia para marcar su ventaja competitiva, centrándose exclusivamente en el mantenimiento de autopistas y desarrollo de proyectos *brownfield*<sup>4</sup>, cuyo motor de crecimiento ha sido la diversificación geográfica de sus activos.

#### **Actividad y estrategia empresarial**

Abertis es el principal operador de autopistas en España, además de contar con una importante presencia internacional, cuya actividad principal engloba la gestión de concesiones de autopistas, controlando directa e indirectamente una cartera de 8650km en 43 concesiones, repartidas en 15 países por todo el mundo. En los últimos años Abertis ha enfocado su negocio en base a la persecución de su plan estratégico: la centralización y optimización de su actividad de negocio. De manera que, ha ido progresivamente desinvirtiendo en las distintas líneas de negocio ajenas a la principal (concesiones de autopistas). Para ello ha procedido a la venta de los últimos activos de aeropuertos en 2015, deshaciéndose de su participación del 75% y 15% en MBJ Airports y SCL Terminal Aéreo Santiago, respectivamente. Por otro lado, ese mismo año sacó a bolsa la mayoría (un 66%) de su participación de Cellnex, sociedad perteneciente al sector de las telecomunicaciones. De modo que a día de hoy tan sólo le queda una participación del 34% en Cellnex y del 57% en Hispasat ajenos a la base de su negocio. Aunque acorde con su marcada estrategia y según el folleto explicativo de la OPA, Abertis ha llegado a un acuerdo de venta de Cellnex a la italiana Atlantia en un margen de los dos meses siguientes a la liquidación de la oferta. La venta se hará al valor medio de la cotización de los últimos 6 meses previos a la liquidación de la oferta. El adquirente tenía a su elección el porcentaje adquirido, tanto un 34%, en el que se verá forzado a lanzar una OPA obligatoria sobre la integridad de Cellnex, o un 29,9% para evitar esta situación. El pasado 20 de marzo, Atlantia finalmente acordó unas opciones de compra del 29,9% del capital de Cellnex a 21,5€ por acción que ejerció 3 días mas

---

<sup>4</sup> “Los proyectos *Brownfield* son aquellos en las que se aprovechan unas instalaciones ya existentes y que son modificadas, aumentadas y/o mejoradas tras su adquisición por nuevos inversores.” (*Economía Nivel Usuario*, [www.economianivelusuario.com](http://www.economianivelusuario.com))



tarde. A su vez, Atlantia adquirió un derecho de venta las mismas acciones a Edizione<sup>5</sup>, reservándose el derecho de recompra del 20% de lo adquirido (aproximadamente 6%) en un plazo de dos años. Por otro lado, Hispasat ha sido clasificado a finales del 2017 como actividad discontinuada, mantenido como activo mantenido para la venta. Por lo tanto Abertis ya no consolida las cuentas del activo, a pesar de haber recibido la autorización para una adquisición adicional de aproximadamente el 32,63% del capital social a Eustelsat. Esto implica una participación de Abertis en Hispasat a día de hoy de 86,69%, que será íntegramente vendida a Red Eléctrica Española (REE) tras el contrato de venta firmado por ambas partes.

El éxito de esta estrategia corporativa se ha demostrado con la evolución del negocio desde el año 2010, que ha pasado de tener cinco unidades de negocio con apenas sinergias entre ellos y minorías en el accionariado de sus activos a una única línea de negocio con participación mayoritaria en el accionariado de todas las concesiones de autopistas en las que está presente. Además, en la Junta General Ordinaria de Accionistas celebrada el 13 de Marzo de 2018 anunció el éxito de la estrategia logrado en el pasado 2017. Durante el pasado año, Abertis logró el mayor valor de sus inversiones histórico, invirtiendo un importe superior a 3.600M€ en potenciar el crecimiento orgánico e inorgánico de su actividad en las autopistas de peaje. Esto suma más de 7.000M€ invertidos durante los años del plan estratégico (2015-2017), además de una inversión futura prevista en el crecimiento orgánico de la sociedad equivalente a 4.000M€ en los próximos tres años (2018 - 2020). Este el último año (2017), cabría destacar la adquisición de Sanef (Francia), hasta llegar al 100%, al igual que la ampliación de su participación en A4 Holding (Italia). Además de aumentar la diversificación geográfica con la adquisición de autopistas en la India y cerrar un contrato de concesión en Brasil (ViaPaulistia).

### **Información económica y financiera**

Centrándonos en un punto de vista financiero, hemos podido apreciar unos resultados sólidos presentados en el último año, con unos ingresos y EBITDA de 5.300M€ y 3.500M€ respectivamente. Esto representa un incremento con respecto al año 2016 del +13% y +14% respectivamente. Dicho EBITDA proviene al 100% de las autopistas, tras centrar su actividad principal, y está diversificado geográficamente. En concreto, los activos de Abertis se reparten por todo el mundo, con EBITDA que proviene de Francia (33%), seguido de España (31%) y Chile y Brasil (ambas con un 12%). En cuanto a la solvencia, Abertis ha cerrado el año con una deuda financiera neta de 15.367M€, lo que representa un ratio de Deuda Financiera Neta / EBITDA de 4,4x. Con respecto al año anterior, Abertis ha sufrido un incremento de Deuda Financiera Neta del 7%, aunque ha mostrado constancia en el ratio Deuda Financiera Neta /

---

<sup>5</sup> Sociedad íntegramente participada por la familia italiana Benetton desde la cual tienen su participación en Atlantia.

EBITDA de 4,4x. A pesar del elevado ratio de deuda financiera, Abertis tiene pendiente la venta de dos de sus activos de satélites, con los que podría hacer frente a sus pagos requeridos y financiar las futuras inversiones.

*Tabla 3.1.1. Principales magnitudes financieras*

€m	2016	2017
Ingresos	5.371	6.019
<i>Crecimiento (%)</i>	23 %	12 %
EBITDA	3.064	3.479
<i>Margen EBITDA (%)</i>	57 %	58 %
Beneficio Neto	796	897
<i>Margen B° Neto (%)</i>	15 %	15 %
Deuda Neta	14.377	15.367
<i>Deuda Neta / EBITDA (x)</i>	4,7x	4,4x

Fuente: Elaborado a partir de las Cuentas Anuales auditadas de Abertis de 2017

La sociedad actualmente cotiza en el IBEX-35 desde el 1992 con una capitalización bursátil de 18.183M€<sup>6</sup>. Desde el primer indicio de la operación de fusión, publicada a través de un hecho relevante el día 18 de Abril de 2017, la acción de Abertis se ha revalorizado un 25%<sup>7</sup> aproximadamente. Los resultados obtenidos, y la revalorización de las acciones gracias a la OPA, han permitido un incremento con respecto al año anterior del 10% en el dividendo pagado a cuenta del año 2017. Es decir, se ha destinado 792M€ al pago de dividendos, lo que cumple una vez mas el plan estratégico de aumentar la retribución del accionista. Razón por la cual Alemany destacó la elevada rentabilidad media de la acción desde 2003 hasta hoy de 10,28% en la Junta General Ordinaria celebrada el 13 de Marzo de 2018.

### **Evolución de la situación del accionariado**

Al igual que la actividad de negocio de Abertis, el accionariado ha variado significativamente desde el año 2015, en el que estaba participado por tres accionistas mayoritarios. El accionariado de Abertis estaba compuesto por Criteria Caixa, el Grupo Villar Mir (desde OHL) y CVC con un 23,1%, 18,9% y 15,6% respectivamente, dejando el restante 42,4% cotizando como capital flotante. A lo largo de estos años, dos de los accionistas de referencia (CVC y OHL) han vendido sus acciones dejando Abertis con un solo accionista de referencia: Criteria Caixa con casi un 22% y flotante libre del 78,4%. Con esta estructura del accionariado de Abertis podemos inferir que puede dar lugar a una situación de vulnerabilidad de la empresa de cara a posibles adquisiciones. Es decir, al no tener que enfrentarse con mas de un

<sup>6</sup> Precio de la acción de Abertis de 18,36€ a cierre del día 24 de mayo de 2018.

<sup>7</sup> Revalorización con respecto al precio de cierre del día 24 de mayo de 2018 de 18,36€.

accionista de referencia, podría resultar más atractiva y accesible para una compra tanto hostil como amistosa.

Adicionalmente, dado el contexto deberíamos destacar que ACS, la sociedad que ha lanzado una oferta sobre Abertis, también llegó a ser uno de los accionistas de referencia, llegando a poseer un 25,83%. En agosto del 2010, ACS llegó un acuerdo con CVC en la que traspasaría un 15,55% de Abertis a CVC, y el restante 10,28% quedaría en manos del vehículo financiero Admirabilia, poseído por ACS en un 99% y un 1% por CVC (mediante Trébol Holdings). Dos años más tarde (Abril de 2012), ACS finalizó su venta del resto de acciones de Abertis tras la venta de su participación indirecta restante a través de Admirabilia, con el fin de reducir su deuda y de aumentar su participación en Iberdrola.

### 3.2. Breve descripción de las compañías oferentes

#### **A) Atlantia**

Atlantia es una sociedad Italiana que, al igual que Abertis, opera en el sector de la infraestructura gestionando tanto aeropuertos como autopistas. Atlantia surge tras la privatización de la entidad pública italiana Autostrade en 1999, y a día de hoy, es líder en su sector en su país de origen alcanzando una cuota del mercado de las autopistas de peaje del 50%, además de controlar los dos principales aeropuertos de Roma (Fiumicino y Ciampino). Sin embargo, no solo actúa en su país de origen, si no que ha llevado a cabo diversificación geográfica mediante la adquisición de activos en Brasil, Polonia, Chile, India y Estados Unidos. En total dispone de participaciones en 5000km de autopistas y 5 aeropuertos en Europa. Para garantizar su éxito, Atlantia coordina cada fase del proceso de construcción, desde el diseño hasta el mantenimiento del mismo.

El grupo cotiza en la bolsa italiana con una capitalización bursátil de 22.223M€<sup>8</sup> y un capital flotante de 50,39% disponible para inversores. El resto de su accionariado está compuesto por un principal inversor, Sintonia, que a su vez forma parte del holding de Edizione, controlado por la familia Benetton. A todo esto podemos añadir otras participaciones significantes, como GIC (8,14%), Blackrock (5,12%) y Fondazione Cassa di Risparmio di Torino (5,06%), además de acciones en autocartera de Atlantia de 1,06% del capital social.

De los resultados publicados en 2017, cabe destacar unos ingresos y EBITDA de 5.973M€ y 4,185M€ respectivamente, con un incremento del 9% y 8% con respecto al año anterior. Estos ingresos provienen de las autopistas de peajes en un 70%, dejando un 13% para la gestión de aeropuertos y el resto de otros contratos. Atlantia también ha demostrado unos

---

<sup>8</sup> Precio de la acción de Atlantia de 25,70€ a cierre del día 24 de mayo de 2018.

resultados sólidos en el pasado año, ya que su balance nos indica una reducción de la Deuda Financiera Neta de casi un 20%, pasando de 11.677M€ en 2017 a 9.923M€ en 2016. Esto implica una reducción del principal indicador de solvencia, el ratio Deuda Financiera Neta / EBITDA de 3,5x a 2,6x. Las cifras representa una clara mejora en la solvencia de Atlantia, impulsada por la venta del 10% de su filial Autostrade, con el fin de financiar la operación sobre Abertis. La operación ha valorado Autostrade en su totalidad en 14.800M€ (valor empresa), generando unas ganancias de 736M€ para Atlantia.

En el contexto de la OPA, cabe destacar la longeva relación entre Atlantia y Abertis, ya que en 2006 Abertis intentó ganar el control de la sociedad italiana Autostrade, actualmente Atlantia. Esta fusión crearía la mayor concesionaria europea, sin embargo, el ministro de infraestructuras italiano en aquel entonces, Romano Prodi, previno la operación ya que se opuso al control extranjero de las concesiones del Estado italiano. Según varias fuentes, una de las principales razones era la presencia de ACS en el accionariado de Abertis, que no iba acorde con la normativa ya que no se permitía que una constructora entrase en el accionariado de Autostrade. Por lo tanto, a pesar de la seguridad del éxito de la fusión a ojos de ambas compañías y sin la aprobación del ANAS<sup>9</sup>, no han podido superar los obstáculos, quedando a la espera de una posible fusión futura.

## **B) ACS**

Actividades de Construcción y Servicios (ACS) es una sociedad española, que también opera en el sector de las infraestructuras. La sociedad tal y como la conocemos hoy fue fundada en el año 1997, tras la fusión de OCP y Ginés Navarro, dos de las compañías de construcción con mayor presencia en España. En la actualidad, dispone de tres principales líneas de negocio: construcción, enfocada a proyectos de obra civil, edificación y minería; servicios industriales de infraestructuras energéticas, industriales y de movilidad; y servicios de mantenimiento. El Grupo ACS opera a través de sus filiales con presencia en países de todos los continentes, destacando Asia Pacífico y America del Norte, siendo sus mayores mercados que suponen un 36% y 38% de la cartera total, que equivale a 65.526M€ repartidos por todo el mundo.

El grupo cotiza en la bolsa española, con una capitalización bursátil de 11.419M€<sup>10</sup>. Su accionariado está compuesto por un principal accionista partícipe del 12,52% del capital social, Inversiones Vesan, que a su vez está controlado por el presidente del grupo, Florentino Perez. El Grupo ACS también cuenta con otros accionistas de referencia, como el fondo internacional

---

<sup>9</sup> Sociedad italiana de propiedad estatal, dedicada a la construcción y mantenimiento de autopistas, que opera bajo el control del Ministerio de la Infraestructura y el Transporte.

<sup>10</sup> Precio de la acción de Grupo ACS de 36,29€ a cierre del día 24 de mayo.

Blackrock (3,01%), Invernelin (2,77%), la sociedad controlada por Alberto Cortina y Alcocer “Percacer” (1,39%) y Comercio y Finanzas (1,37%).

Desde un punto de vista financiero, el Grupo ACS ha publicado unos ingresos y EBITDA en 2017 de 34.898M€ y 2.279M€ respectivamente, que representan un incremento con respecto al año anterior del 9% y 13%. En el balance, la Deuda Financiera Neta equivale a 153M€, con un ratio de Deuda Financiera Neta / EBITDA de 0,07x, muy por debajo del valor del año pasado (1.214M€) y un ratio 0,6x. De hecho, en los últimos años ha seguido una fuerte estrategia enfocada en reducir su deuda. Para ello se ha enfocado en la generación de caja además mantener una disciplinada política de control del fondo de maniobra. Además, ACS ha ido deshaciéndose de los activos no estratégicos en los últimos años. Por consiguiente, ha pasado de una deuda máxima en 2011 de 9.334,2M€ a estar cerca de obtener una posición positiva de caja. Esto le ha llevado a ver una mejora en su calificación crediticia, al ser clasificado por Standard & Poors’s como *investment grade*<sup>11</sup> y BBB el pasado Mayo.

### C) Hochtief

Finalmente, me dispongo a describir Hochtief, la filial alemana del Grupo ACS, de la que posee un 71.72% del capital social y desde la cual se dirige la oferta formulada por las acciones de Abertis. Hochtief actúa en el campo de las actividades de construcción, las alianzas público-privadas, la ingeniería y la minería, siendo uno de los principales protagonistas en el sector de la infraestructura, en concreto en el desarrollo de los proyectos *greenfield*<sup>12</sup>. Tiene presencia en casi todos los continentes, por lo que cuenta con tres sedes distintas (Américas, Asia Pacífico y Europa) para controlar de manera más eficaz cada zona geográfica.

ACS está presente en el accionariado de Hochtief desde el año 2006, después de comprar un 25,1% al holding Custodia por 1.625M€, convirtiéndose en el accionista mayoritario. Más tarde, tras lanzar una OPA sobre la totalidad de las acciones de Hochtief en septiembre de 2010, logra una participación de casi un 34% de la compañía. No obstante, adquirió el control y consolidó su filial tras lanzar una OPA sobre la totalidad de sus acciones en septiembre de 2010, cuando casi poseía un 30% de las acciones. La sociedad actualmente cotiza en bolsa, con un flotante libre del 28,21% y una autocartera del 0.07%, y una capitalización bursátil de 9.786M€<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Calidad crediticia otorgada por las agencias de rating clasificadas como riesgo relativamente bajo.

<sup>12</sup> “Se conoce como proyecto *Greenfield* aquel que se refiere a la realización de un proyecto desde cero, o aquel existente que se cambia en su totalidad.” (*Economía Nivel Usuario*, [www.economianivelusuario.com](http://www.economianivelusuario.com))

<sup>13</sup> Precio de la acción de Hochtief de 152,20€ a cierre del día 24 de mayo.

### 3.3. Contexto histórico de la historia de la OPA

En primer lugar, voy a analizar la evolución de la oferta y los distintos oferentes de lo que se ha considerado una batalla de OPAs por Abertis. Ya casi ha pasado un año desde que se supo por primera vez sobre las intenciones de Atlantia sobre Abertis. A consecuencia de unas filtraciones en prensa el 18 de Abril de 2017, Atlantia se vio obligada a emitir un Hecho Relevante al respecto. Sin embargo, no se hace oficial hasta el 15 de Mayo, en el que se publica el anuncio de oferta pública previo a la autorización de la oferta. Este incluía un folleto que daba la opción a los accionistas de optar por una contraprestación de 16,50€ por acción en efectivo, o una contraprestación de 0,697 Acciones Especiales de Atlantia de por cada acción de Abertis. Las Acciones Especiales de Atlantia estaban capadas a un máximo del 23,2% del capital de Abertis y condicionadas a un mínimo de aceptación del 10,1% del mismo. La oferta fue aprobada por la CNMV el 9 de octubre, lo que daría lugar al plazo de aceptación de la oferta entre los días 10 y 24 de octubre.

Sin embargo, la oferta de Atlantia se ve paralizada al presentarse una oferta competidora, publicada por Hochtief, filial alemana de ACS, el día 18 de octubre. Según el Real Decreto 1066/2017 publicado en el BOE sobre las ofertas públicas de adquisición de valores, se podrá presentar una oferta competidora al cumplir una serie de requisitos. En primer lugar, todas las ofertas tienen como plazo hasta cinco días naturales previos al fin del plazo de aceptación, en este caso el 24 de octubre. Asimismo, una oferta competidora deberá superar o el valor de la contraprestación, o el número de valores a los que se dirige la oferta. Al cumplir dichos requisitos, ACS decide lanzar su oferta. Tan sólo nueve días después (27 de octubre), la CNMV admite a trámite la oferta competidora. Después de las últimas modificaciones de la oferta publicadas en el Folleto el 8 de Marzo de 2018, fue autorizada por la CNMV el 12 de marzo de 2018.

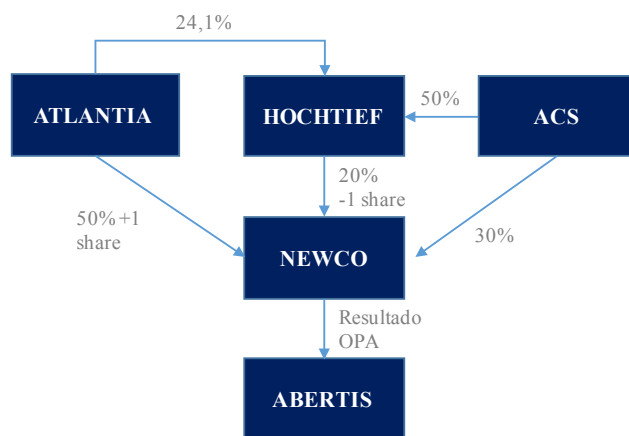
Los principales directivos de Abertis nunca llegaron a manifestar su opinión sobre la oferta, si no que se declaró imparcial con respecto a ella. Al igual que su presidente, Salvador Alemany, que decidió mantenerse al margen y neutral con respecto a la oferta, a pesar de su cercanía a Atlantia, sociedad en la que fue consejero durante tres años, y amistad con Florentino Pérez (presidente de ACS). Alemany declaró que había evitado mantener el contacto con los involucrados “para mantener estrictamente el deber de pasividad y neutralidad” (Salvador Alemany en El Economista).

Tras unos meses con perspectivas de batalla de OPAs, y a la espera de una mejora de la oferta de Atlantia, las tres compañías involucradas (Atlantia, Hochtief y ACS) llegaron a un acuerdo sobre Abertis el 14 de Marzo de 2018. Los términos del acuerdo acordaban una toma de

control conjunta sobre Abertis, tras la creación de una Sociedad Holding en la que participarían las tres sociedades. Esto implicaba una modificación de la oferta por Hochtief, y la retirada de la correspondiente oferta de Atlantia, que había sido aprobada por la CNMV el día 9 de octubre. En cuanto al futuro del accionariado de Abertis, tras la finalización del plazo de aceptación de la oferta y asumiendo una aceptación del 100%, la sociedad se repartiría entre Atlantia, que controlaría el 50% más una acción, ACS el 30% y Hochtief el 20% menos una acción. Este traspaso de acciones se haría mediante de la adquisición de la sociedad vehículo de las acciones a Hochtief tras la liquidación de la OPA. Con esta distribución, ACS evitaría consolidar la deuda de Abertis en su balance, que le permitiría mantener el rating *investment grade* obtenido en 2017, después del esfuerzo en reducir significativamente su deuda que se llevó a cabo a partir de 2015.

Este acuerdo no solo unifica a los tres grupos con un control compartido de Abertis, si no que Atlantia entra en el accionariado de Hochtief. Para ello, Hochtief realizará una ampliación de capital de hasta 6,43M de acciones (10% de las acciones actuales) a un precio de 164,42€, que serán suscritas en su totalidad por ACS, lo que aumenta el porcentaje de ACS en Hochtief a 74,3%. Tras la ampliación de capital, Abertis venderá hasta 2.500M€ de acciones a Atlantia, el equivalente de aproximadamente 17 millones de acciones. A través de esta adquisición, Atlantia entrará en el accionariado de Hochtief con un porcentaje de aproximadamente el 24%, diluyendo a ACS de su participación del 72% pero sin dejar de consolidar la sociedad en su balance, ya que mantendrá un 50,2%. Igualmente, las tres sociedades involucradas pretenden comprometerse a crear una alianza a largo plazo, y así maximizar las sinergias con Abertis, colaborando en proyectos tanto en la frase inicial de construcción (*greenfields*) y operar en activos (*brownfields*). El *Gráfico 3.3.1.* facilita la comprensión de lo que resultaría la combinación de negocios tras la liquidación de la OPA.

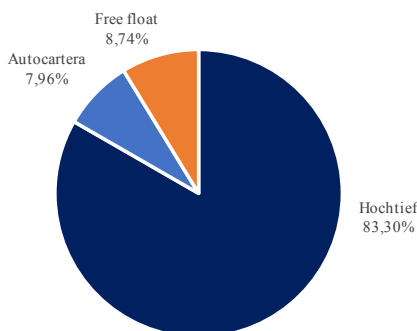
*Gráfico 3.3.1. Situación del accionariado de los involucrados tras la OPA*



Fuente: Elaboración propia a partir del Folleto de la OPA

Dicho acuerdo, aprobado el 15 de marzo por los Consejos de Administración de las respectivas sociedades, se hizo público tras el anuncio en la CNMV el día 19 de marzo de 2018 y fue finalmente aprobada la correspondiente modificación de la oferta por parte de Hochtief por la CNMV el pasado 12 de abril. En consecuencia, se dio lugar al plazo de aceptación que concluyó el pasado 14 de mayo, con una aceptación del 85,60% de las acciones a las que se dirigió la oferta, un 78,79% de las acciones de Abertis si excluimos las acciones mantenidas en autocartera. Al haber superado el mínimo de aceptación para que se efectúe la oferta, se considera que ha tenido un resultado positivo. Sin embargo, no ha alcanzado el umbral del 90% por lo que no puede acogerse al derecho de venta forzosa de los minoritarios restantes en la sociedad. Por lo tanto, teniendo en cuenta que su objetivo sigue siendo la exclusión de Abertis de bolsa y para evitar tener que lanzar una OPA de exclusión está llevando a cabo una orden permanente de compra, que le ha permitido alcanzar un 83,30% del accionariado de Abertis. En resumen, Hochtief todavía tiene que hacerse con el restante 8,74% de la sociedad, si excluimos el 7,96% mantenido en autocartera, para lograr excluir Abertis de la cotización en Bolsa y que las tres sociedades involucradas obtengan un control del 100% de la compañía. El gráfico muestra la situación del accionariado actual tras la liquidación de la oferta.

*Gráfico 3.3.2. Accionariado de Abertis a día 23 de Mayo de 2018*



Fuente: [www.abertis.com](http://www.abertis.com)

Finalmente, suponiendo que Hochtief logra alcanzar un 100% en Abertis significaría una participación mayoritaria de Atlantia en el vehículo solitario. Este control viene dado por las participaciones directa e indirecta (a través de su participación en Hochtief) de un 54,8%. De tal forma que la participación de Atlantia superará a la de ACS, que contará con una participación del 40%: 30% de control directo y 10% a través del 50,2% en Hochtief.

### 3.4. Descripción de la modificación de los términos de la transacción

La oferta competidora que concluyó este 14 de mayo, se considera de carácter voluntario. Esto quiere decir que el Oferente (Hochtief) puede no está sujeto a obligaciones si no que puede estructurar la oferta de la manera que considere. Además también se considera de tipo Oferta competidora, puesto que superaba la oferta inicialmente presentada por Abertis. Sin embargo, al



haber sido retirada la oferta de Abertis el pasado 12 de abril ya no se considera competidora, si no la única oferta en pie.

Por consiguiente, dada la libertad de elección de condiciones, las últimas modificaciones de la oferta publicada implicaban un valor por acción de 18,76€, que resultaron en 18,36€ tras el ajuste del dividendo pagado a los accionistas el 30 de marzo de 2018. Este precio supuso una mejora sustancial de la oferta inicial formulada por Abertis el 15 de mayo del 2017, con una prima de casi un 14% sobre los 16,5€ ofrecidos. De la misma manera, esta modificación de los términos conllevó a una anulación de la contraprestación en acciones, dejando la única opción de optar por efectivo. Esto repercutió a los accionistas de Abertis ya que no han podido participar en el crecimiento de Abertis dentro de la sociedad Holding, dejándoles fuera de las posibles creaciones de valor y materialización de las sinergias generadas fruto de la adquisición.

En cuanto a la finalidad perseguida, las empresas oferentes tienen la intención de excluir la sociedad de bolsa de valores, por lo que preveían ejercer el derecho a la venta forzosa a un precio equitativo en el caso en el que llegasen al umbral mínimo de aceptación. Según el Artículo 47 del Real Decreto 1066/2007 sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, una vez se haya efectuado la liquidación de la oferta, y habiendo superado el 90% de la aceptación, los oferentes tendrán el derecho a exigir la venta forzosa de sus acciones al resto de los accionistas que inicialmente no hayan aceptado. Por lo tanto, pretendían acogerse al derecho para posteriormente promover la exclusión. Sin embargo, a pesar del apoyo de Critería Caixa del que dependían para el éxito de la operación (por su elevado porcentaje del accionariado del 21,55%), y los pactos parasociales para facilitar la oferta, Hochtief no ha alcanzado el umbral mínimo para ejercer el derecho de venta forzosa. Es decir, Hochtief no ha contado con el apoyo de todos los minoritarios para lograr sus objetivos con respecto a la OPA.

Sobre el futuro de Abertis, Florentino Pérez confirmó que Atlantia nombraría al consejero delegado y ACS al presidente. A día de hoy, con la sociedad participada exclusivamente por Hochtief hasta el traspaso de las acciones acordado, se ha producido la salida de los consejeros independientes y los nombrados por el anterior accionista mayoritario (Critería Caixa) para ser sustituidos por consejeros nombrados por Hochtief. Además ha sido nombrado presidente de Abertis Marcelino Fernández Verdes, consejero delegado de ACS y Hochtief, y Director General Francisco José Aljaro Navarro.

### 3.5. Posibles sinergias y razonamiento detrás de la OPA

Las sinergias son los beneficios adicionales obtenidos con la combinación de dos o más negocios, que se clasifican en: operativas y no operativas. Las sinergias operativas son aquellas que afectan al beneficio de explotación de la compañía y derivan principalmente del aumento de

ingresos o ahorro en costes. Aplicado al caso de la OPA, podemos identificar unas sinergias de ingresos mediante la entrada en nuevos mercados y la comercialización de nuevos productos. Sinergias de mercados destacados como Latinoamérica, donde Atlantia y Abertis están presentes, especialmente Brasil y Chile. Además, la alianza de Hochtief y Abertis suena interesante ya que pueden generarse sinergias en países como Alemania (representado un 5% de las ventas de Hochtief), Norte América y Australia donde Atlantia aún no ha llegado. Además, ambas sociedades podrían pujar conjuntamente para proyectos Greenfield construidos por Hochtief y que mas tarde permitirían a Atlantia o Abertis a operar las concesiones. Con la transacción logramos un refuerzo del posicionamiento de Atlantia en Francia, consolidando el 100% de HIT<sup>14</sup> tras la adquisición del 15,5% en Eurotunnel<sup>15</sup> a Goldman Sachs el pasado 2 de marzo de 2018. Estas sinergias de ingresos son ilimitadas sin embargo son mas difíciles de estimar y materializar. En segundo lugar, la adquisición de una compañía también puede generar sinergias de ahorros en costes. Estas sinergias emanan de la mejora de eficiencia productiva por la transferencia de know-how entre ambas sociedades. Estas sin embargo son limitadas, pero mas fáciles de estimar. Finalmente habría que añadir las sinergias no operativas, tanto financieras como fiscales. Las primeras provienen de un aumento de la capacidad de endeudamiento, que gracias a la estructura de la transacción se evita apalancar excesivamente las sociedades adquirentes, lo que podría limitar la financiación para futuros proyectos. Además podría dar resultado a un WACC menor, ya que se conseguiría un menor coste de la deuda después de garantizar mutuamente la deuda. Finalmente tras las sinergias financieras se obtiene un mejor rating de las agencias crediticias, o en el caso de ACS consigue mantener su rating recién otorgado de *investment grade*.

Por otra parte, Atlantia publicó en la presentación de la oferta las seis principales razones por las que decidió perseguir la operación. En primer lugar, Atlantia pretende crear el mayor operador global de infraestructura de transporte, que combinado con Abertis hubiese alcanzado un EBITDA total de 7.143€ en 2017, superando al actual operador con mayor EBITDA, el operador Francés de construcción y concesiones Vinci (EBITDA de 6.500M€ en 2017). El aumentar la cartera también proporcionaría a Atlantia una mayor posibilidad para acceder a sinergias operacionales, como la combinación de servicios de peaje electrónico que ofrecen tanto Abertis como Atlantia en distintos mercados y así ahorrar en costes y entrar en distintos mercados. Además, Atlantia considera la adquisición como una vía rápida para la diversificación, que pasaría de una dependencia de los activos italianos que representaron en 2017 un 82% del

---

<sup>14</sup> Holding d'Infrastructures de Transports, holding que controla la sociedad concesionaria de autopistas francesas.

<sup>15</sup> Túnel inaugurado en 1994 que atraviesa el canal de la Mancha, desde Reino Unido a Francia, tanto por tren como por "Shuttle" controlado por la sociedad Getlink.

EBITDA total a reducir dicho porcentaje al tan solo el 45% con la combinación de negocio de Abertis. Por lo tanto la combinación de negocios impulsaría tanto la diversificación geográfica como la diversificación en activos, que reduce el riesgo y el coste de alcanzar la diversificación mediante una sola transacción en comparación con realizar adquisiciones individuales de activos competitivos. Sin embargo Atlantia no solo vela por los activos que adquiere al combinar ambos negocios, si no que pretende mejorar la solidez de Atlantia, creando una estructura de capital óptima que permite a la combinada a tener mayor acceso al mercado de capitales dada la gran escala alcanzada. En resumen Atlantia pretende acelerar su expansión crecimiento de manera inorgánica gracias a su balance relativamente desapalancado y escenarios de bajos tipos de interés que le permiten financiarse a bajo coste.

Por otro lado, ACS también publicó el razonamiento de la operación desde su punto de vista, al anunciar la operación en octubre 2017. Entre ellas mencionó que el proyecto sería de carácter estratégico y de creación de valor. Esto se explica por la relación entre la naturaleza de ambos negocios. Al posicionarse Hochtief como una de las operadoras de infraestructura y principal impulsor de los proyectos *greenfield*, lo hace complementario al mayor operador de carreteras de telepeaje proporcionándole una mas amplia cartera de activos y proyectos *brownfield* además de alargar las perpetuidad de las concesiones del portafolio. Esto permitiría a Hochtief construir con sus capacidades *greenfield* y la experiencia de Abertis en el campo. “La combinación de los negocios de ambas compañías llevaría a una generación de cash flow más elevada y con mayor visibilidad, evitando la ciclicidad propia del negocio puramente constructor.” (Renta 4, 2007). ACS también pretende combinar la capacidad financiera de ambas compañías, con balances fuertes y estables para aumentar la inversión y potenciar el retorno de sus accionistas, siendo siempre su principal prioridad mantener la estabilidad del balance. Tiene como objetivo aumentar la proporción de pago de dividendos hasta aproximadamente el 90%. A todo esto, ACS formula la operación teniendo en cuenta el rating recientemente otorgado por S&P de *investment grade* con la intención de mantenerlo. Las sinergias calculadas por el propio ACS que se materializarán después del final de la transacción se calculan entre 6.000M€ y 8.000M€. Este valor viene principalmente de la obtención de proyectos y oportunidades de inversión nuevas derivadas de la entrada en nuevos mercados y la apertura de Abertis al mantenimiento y explotación de las nuevas concesiones construidas por Hochtief, además de sinergias en costes tras optimizar los costes gracias a la experiencia de ambas sociedades. Por ejemplo, la entrada en mercados incluye zonas como Norte América, Australia y otros en Europa donde Abertis no está aun presente. En conclusión ACS pretende transformar su modelo de negocio para obtener flujos de caja mas recurrentes liquidando activos en desarrollo para liberar fondos y construir otros nuevos.

### 3.6. Las dificultades de la operación

Durante el transcurso de la oferta Atlantia ha se ha tenido que enfrentar a varias dificultades y trámites por parte del gobierno para conseguir hacerse con la concesionaria española. Abertis tiene actualmente una participación del 34% en Cellnex y de 86,69% en Hispasat, dos activos considerados estratégicos para el gobierno español. Por un lado Cellnex opera en el sector de las infraestructuras de telecomunicación, que permite la transmisión y difusión de contenidos inalámbrica, posicionado como su mayor operador en Europa, permitiendo una transmisión fiable y de calidad. Por otro lado Hispasat también opera en el sector de la telecomunicación, siendo el principal transmisor de contenidos a través de satélites en España y Portugal. Por lo tanto, el desprendimiento de ambos activos y adquisición de terceras partes necesitan autorización por parte del Gobierno español. De hecho Teniendo en cuenta la importancia estratégica de Hispasat para España, y tal y como declaró Alvaro Nadal<sup>16</sup>: “Queremos que Hispasat acabe en buenas manos ... necesita un buen plan de negocio y un buen plan estratégico. Si alguien quiere comprar Abertis me parece muy bien, pero tiene que tener un plan de negocio sobre la empresa; no puede conformarse con decir "ya la venderé””. Lo que significa que, teniendo en cuenta la actividad de negocio de los oferentes, para asegurarse la aprobación de la OPA, han tenido que buscar una solución ambos activos, resultando en la venta de los mismos.

Por otro lado, además de los activos estratégicos mencionados, la ley de las concesionarias española, que data del 1972 indica en el artículo 31 que la cesión a terceras partidas de las concesiones necesitaría consentimiento previo del gobierno, en concreto del ministerio de Fomento. Sin embargo, sin la aprobación del gobierno la CNMV aprobó el folleto publicado por Atlantia, con la consecuente aprobación del traspaso de las concesionarias de autopistas españolas en manos italianas, tras declararse independiente a cualquier otra aprobación con respecto a la oferta de Atlantia. Tras el intento de bloqueo de la OPA de Atlantia, posterior a la autorización de la CNMV, la situación se suavizó una vez Atlantia pidió la autorización al Gobierno el 22 de diciembre.

---

<sup>16</sup> Ministro de Energía, Turismo y Agenda Digital en España desde el 4 de noviembre de 2016.

## CAPÍTULO 4: ANÁLISIS DE LA CONTRAPRESTACIÓN OFRECIDA

Para llevar a cabo un estudio sobre la equidad de la contraprestación ofrecida, llevaremos a cabo un análisis sobre la valoración de las acciones de Abertis, centrándonos en el informe de valoración referido en el artículo 34.5 de la Ley 24/1988 del mercado de valores. Este informe trata de justificar el valor ofrecido basándose en los siguientes métodos de valoración.

- Valor teórico contable de la Sociedad
- Valor liquidativo de la Sociedad
- Cotización media ponderada de los valores durante el semestre previo al anuncio
- Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad
- Otros métodos de valoración aplicables (descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías comparables y recomendación de los informes de Equity Research)

### 4.1. Valor teórico contable de la sociedad

El valor teórico contable de una sociedad es el valor estático de los recursos propios de la sociedad en un momento dado, es decir, el valor del capital aportado por los accionistas y las reservas acumuladas. En el caso de Abertis, hemos dividido el valor del Patrimonio Neto de la Sociedad, neto de intereses minoritarios, entre el número de acciones netas de acciones mantenidas en autocartera.

*Tabla 4.1. Cálculo del Valor Teórico Contable de Abertis*

<b>Valor Teórico Contable a 31 de diciembre de 2017</b>	
Patrimonio Neto	4.776.674.000 €
- Intereses minoritarios	2.528.859.000 €
<b>Patrimonio atribuible a la Sociedad Dominante (€)</b>	<b>2.247.815.000 €</b>
Número de acciones	990.381.308
- Acciones propias	78.815.937
<b>Número total de acciones en circulación</b>	<b>911.565.371</b>
<b>Valor Teórico Contable por acción</b>	<b>2,47 €</b>

Fuente: Elaborado a partir de las Cuentas Anuales auditadas de 2017

Sin embargo, a efectos de valorar Abertis con respecto a la oferta, considero que el resultado no es muy significativo comparado con la contraprestación ofrecida, ya que está sujeto a la subjetividad de la normativa contable. Además, está muy por debajo del valor de mercado al

que cotiza Abertis, actualmente 18,36€<sup>17</sup>, ya que este valor no tiene en cuenta las expectativas de crecimiento del mercado y otros aspectos que revalorizan la acción en el mercado.

#### 4.2. Valor liquidativo de la Sociedad

Este método de valoración estático asume la liquidación de Abertis y por lo tanto la venta de sus activos con la correspondiente cancelación de deuda a fecha de liquidación. Se calcularía ajustando el valor del patrimonio neto con los gastos de liquidación de la sociedad, que incluye gastos como las indemnizaciones de la plantilla. He decidido no proceder al cálculo del valor liquidativo ya que resultaría en un valor muy inferior y por lo tanto poco comparable. Además, las condiciones de dicho método no reflejan la situación actual, ya que no procedemos a la venta de los activos ni a su cierre, si no que calculamos el valor de una sociedad que todavía sigue en funcionamiento.

Por lo tanto, como indica el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, “Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia.”, me acojo a la decisión de no obtener la valoración bajo este método.

#### 4.3. Cotización media ponderada de los valores

Para analizar la contraprestación ofrecida, vamos a analizar la evolución de la cotización de Abertis ponderada por volumen de compra-venta de valores en tres puntos distintos del calendario de la oferta. En primer lugar, partimos del 13 de abril, día anterior al primer indicio de operación sobre las acciones de Abertis, en el que Atlantia confirma mediante un hecho relevante la existencia de conversaciones sobre lanzar una OPA sobre la totalidad de las acciones de Abertis. En segundo lugar, utilizaremos como referencia la fecha del anuncio en la CNMV de la OPA de Atlantia (15 de mayo de 2017) y finalmente la fecha del anuncio de la oferta de Hochtief:

*Tabla 4.3.1. Análisis del VWAP<sup>18</sup> 6 meses anteriores*

	VWAP	PRIMA
13 de abril 2017	13,65	37 %
15 de mayo 2017	14,04	34 %
18 de octubre 2017	16,64	13 %

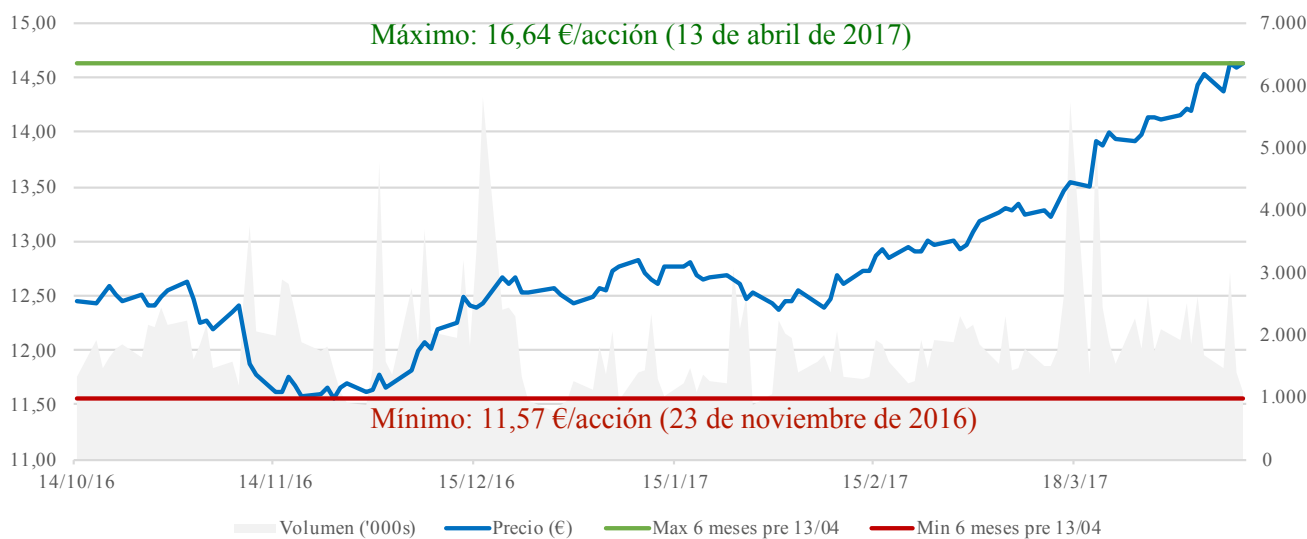
Fuente: Bloomberg

<sup>17</sup> Precio de la acción de Abertis a cierre del día 24 de Mayo de 2017.

<sup>18</sup> Volume Weighted Average Price: Cotización media ponderada de las acciones

La *Tabla 4.3.1.* nos muestra la prima pagada sobre la cotización media ponderada durante los 6 meses previos a tres fechas distintas. Con esta tabla podemos identificar que la prima inicial pagada (en las fechas anteriores a la oferta de Atlantia) se sitúa alrededor del 30%. Sin embargo, el efecto que produce la revalorización del anuncio de una OPA, como el producido tras anunciarse la oferta de Atlantia (el 18 de abril y 15 de mayo oficialmente) la prima pagada disminuye. El *Gráfico 4.3.2.* demuestra los valores a los que cotizaba la acción de Abertis antes de la OPA, con un máximo y mínimo de 16,64€ y 11,57€ respectivamente, mientras que desde noviembre de 2017 la cotización no ha bajado de 18€/acción.

*Gráfico 4.3.2. Evolución de la cotización en los 6 meses previos al 13 de Abril de 2017*



Fuente: Elaborado a partir datos financieros de expansion.com

#### 4.4. Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

Este método de valoración utiliza como referencia el valor ofrecido en la oferta anterior en los últimos 12 meses. En este caso, vamos a emplear la oferta efectuada el 15 de mayo de 2017 por Atlantia, por la totalidad de las acciones de Abertis, que valora la acción a un precio de 16,5€.

*Tabla 4.4. Cálculo de la prima ofrecida con respecto a la oferta anterior*

<b>Contraprestación ofrecida con anterioridad</b>	
Contraprestación ofrecida por Abertis	16,50 €
Contraprestación ofrecida por Hochtief	18,76 €
<b>Mejora de la contraprestación</b>	<b>2,26 €</b>
<b>Prima ofrecida vs oferta inicial</b>	<b>13,7 %</b>

Fuente: Elaborado a partir de las Cuentas Anuales auditadas de 2017

#### 4.5. Otros métodos de valoración aplicables - Descuento de flujos de caja libres (DCF)

A diferencia de los dos primeros métodos de valoración analizados anteriormente, el método de descuento de flujos de caja libres tiene en cuenta el crecimiento futuro de la compañía y su inversión necesaria para el funcionamiento operativo de la compañía. Estos flujos representan la caja generada por el negocio y todos sus activos para todos los proveedores de capital (accionistas y prestamistas), sin tener en cuenta como se financia la empresa y como está estructurado el capital, proyectados a futuro. Asimismo, precisamos del cálculo del Valor Residual de la compañía al terminar el periodo de proyecciones, que asume un crecimiento de la sociedad constante a perpetuidad. Una vez obtenidos los flujos de caja futuros de la compañía y valor terminal, se obtiene su valor presente, siendo descontados a una la tasa de descuento WACC (Weighted Average Cost of Capital), que pondera coste del capital y de la deuda por su peso.

Este método tiene en cuenta las perspectivas del negocio y su viabilidad en un futuro además de la estrategia operativa de la sociedad. Por otro lado, el hecho de que se descuenten los Flujos de Caja, sin llegar hasta el beneficio neto, nos garantiza el uso de cálculos menos afectados por la contabilidad y su interpretación. Además, es el método no estático menos influenciado por el sentimiento de mercado y la situación del Mercado de Valores. Por último, este método nos permite llegar a una valoración por separado de las distintas líneas de negocio y combinarlas para obtener una valoración final. Sin embargo, a pesar de ser el método mas utilizado, tiene varias consideraciones a tener en cuenta la hora de emplearlo. En primer lugar, está sujeto a la subjetividad del analista en todo momento. Es decir, es muy vulnerable a las interpretaciones de proyecciones, al igual que al valor terminal y la tasa de descuento empleada que pueden hacer que varíe la valoración obtenida. Esto hace que sea el método mas volátil de valoración, creando la necesidad de realizar un análisis de sensibilidades para limitar la subjetividad en la valoración. Además, una alteración del valor terminal puede variar significativamente el resultado obtenido al final, ya que supone un gran porcentaje del valor total obtenido en el cálculo. Por lo tanto, es muy fácil alterar la valoración según las variables empleadas en el valor terminal. Por último, este método no tiene en cuenta la situación del mercado y el ciclo en el que se encuentre, ni la prima de control que se paga normalmente por un negocio. Por lo que a la hora de llegar a una conclusión, se debe tener en cuenta dicha prima y situación del mercado para adaptar la compra a cada situación.

Para llegar a una valoración de las acciones de Abertis, seguiremos unos pasos para obtener los datos necesarios para el cálculo.



## Paso 1: Estimación de las cifras de negocio y cálculo del Flujo de Caja Libre

En la siguiente tabla podemos ver el cálculo de los Flujos de Caja libres proyectados para los siguientes tres años, además del Valor Residual (VR) y el descuento para obtener una valoración que explicaremos a continuación. Estos flujos de caja representa la caja disponible para el repago de deuda o dividendos, una vez cubiertas las necesidades operativas de la sociedad, obtenidos mediante la siguiente fórmula: EBIT (1-T) + Amortización y Depreciación - Capex - Variación de NOF. Una vez obtenidos estamos listos para descontarlos.

Tabla 4.5.1. Cálculo de los Flujos de Caja Libre

€m	2018E	2019E	2020E	VR
EBIT (Autopistas + Hispasat)	2.331	2.579	2.751	
- TAX	(744)	(823)	(878)	
<b>= NOPAT</b>	<b>1.587</b>	<b>1.756</b>	<b>1.873</b>	
+ Amortización y depreciación	1.565	1.659	1.759	
- Capex	(2.293)	(2.394)	(2.505)	
- Variación NOF	78	76	59	
<b>= Flujos de Caja Libres</b>	<b>937</b>	<b>1.097</b>	<b>1.186</b>	<b>31.619</b>
<b>Flujos de Caja Libres Descontados</b>	<b>893</b>	<b>997</b>	<b>1.028</b>	<b>26.794</b>

Fuente: Estimaciones EBIT, Amortización, Capex y Variación NOF según informe de Abertis de Bankinter del 19 de mayo de 2017.

## Paso 2: Cálculo de WACC

En la *Tabla 4.5.2.* se muestra el resultado obtenido para la tasa a la que se van a descontar (WACC) los flujos de caja obtenidos en el Paso 1. Esta tasa representa la rentabilidad media exigida por todos los proveedores de financiación de la empresa, ponderados por su estructura óptima. En primer lugar tenemos la rentabilidad exigida por los proveedores de capital, los accionistas, que se calcula mediante el CAPM (Tasa libre de riesgo +  $\beta$  (Prima de riesgo del Mercado)). A la hora de calcularlo, empleamos la rentabilidad del bono Español a 10 años como la tasa libre de riesgo, la  $\beta$  de estimada por Bankinter en su Informe sobre Abertis del 19 de mayo de 2017 y la prima de mercado comúnmente aceptada de 6,5%. La  $\beta$  representa la volatilidad de nuestro valor con respecto al mercado, por lo tanto una  $\beta$  de 0,73 significa que las rentabilidades de los accionistas serán menos volátiles que aquellas que ofrezca el mercado. En segundo lugar, calculamos el coste de la deuda neto de impuestos, que hemos empleado el último de Abertis de 2017, neto de la media de impuestos en los principales países en los que opera, ponderado por los ingresos en cada país. Por último, se calcula el WACC, ponderando los costes que venimos de calcular con el correspondiente porcentaje de Deuda o Capital. Para ello hemos

empleado la deuda actual, suponiendo un capital de un precio por acción equivalente al de la oferta (18,36€ / acción).

Tabla 4.5.2. Cálculo WACC

<b>Coste de los RRPP (Ke)</b>	
Tasa libre de riesgo	1,5 %
Beta Reapalancada	0,73
Prima de mercado	6,5 %
<b>Ke</b>	<b>6,2 %</b>
<b>Coste de la deuda después de impuestos (Kd)</b>	
Coste de la deuda (antes de impuestos)	4,8 %
% Impuesto sociedades	32 %
<b>Kd</b>	<b>3,3 %</b>
<b>WACC</b>	
Coste de los RRPP (Ke)	6,2 %
Coste de la deuda después de impuestos (Kd)	3,3 %
% Total Deuda	46 %
% RRPP	54 %
<b>WACC</b>	<b>4,9 %</b>

Fuente: Informe de Bankinter de Abertis del 19 de mayo de 2017, Informe Anual 2017, y Cotizaciones de Expansión.com

### **Paso 3: Cálculo de Valor Terminal al final del periodo proyectado**

En siguiente lugar, calculamos el Valor Residual de la sociedad en el último año de proyección, asumiendo una tasa de crecimiento constante, en nuestro caso 1%. Esto se calcula de la siguiente manera:  $VR = FCL_3 (1+g) / (WACC - g)$ . (Ver *Tabla 4.5.1.* con el resultado del Valor Residual)

### **Paso 4: Cálculo del Valor Empresa mediante el descuento de FCL y Valor Residual**

Por último, una vez calculados tanto los Flujos de Caja Libres como el Valor Residual se descuentan a la tasa de descuento WACC. El resultado del descuento de los Flujos de Caja Libres estimados descontados se encuentran en la *Tabla 4.5.1.* El Valor Empresa obtenido con el este método es de 29.713M€, que representa el valor de todos los recursos de una compañía que incluye el capital y la deuda.

### **Paso 5: Cálculo del Valor del Capital (Equity Value) y valor por acción**

El Valor Equity de una compañía es lo que percibirán sus accionistas por la transacción. Para calcular el valor del Equity y llegar a un precio por acción de Abertis, hay que ajustar el

valor Empresa. Para ello restaremos la deuda financiera neta y las participaciones minoritarias y sumaremos las Inversiones en sociedades asociadas (participación de Cellnex del 34%) valoradas por el propio Abertis en su informe del primer trimestre de 2018.

*Tabla 4.5.3. Cálculo valor de las acciones*

€m	
Valor Empresa	29.713
Deuda Financiera Neta Q1 2018	(15.201)
Minoritarios Q1 2018	(1.553)
Inversiones en asociadas Q1 2018	4.113
<b>Valor Equity</b>	<b>17.072</b>
Número de acciones	990
<b>Precio por acción (€/acción)</b>	<b>17,24</b>
Precio oferta Hochtief (€/acción)	18,36
<b>Prima de la oferta con respecto a valoración</b>	<b>6,5 %</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas del primer trimestre de 2018 y cálculos previos

El cálculo del precio de las acciones de Abertis mediante el método de Descuento de Flujos de Caja nos da una valoración de 17,24€ / acción, que supone una prima de 6,5% pagada por Hochtief sobre el precio estimado de las acciones.

### **Paso 6: Análisis de sensibilidades**

En el apartado anterior hemos llegado a una valoración de las acciones, sin embargo, dada la subjetividad de este método de valoración se precisa elaborar un análisis de sensibilidades que estudia el impacto de la elección de variables para la valoración. Para ello hemos decidido analizar como varía el precio por acción con distinta tasa de crecimiento (g) y WACC, ya que son las dos variables que más pueden afectar a la valoración.

*Tabla 4.5.4. Cálculo valor de las acciones*

		<b>Tasa de crecimiento</b>				
		0,50 %	0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %
	4,38 %	17,52	19,48	21,72	24,33	27,38
<b>W</b>	4,63 %	15,67	17,38	19,33	21,56	24,15
<b>A</b>	4,88 %	14,03	15,54	17,24	19,17	21,40
<b>C</b>	5,13 %	12,56	13,90	15,40	17,10	19,02
	5,38 %	11,25	12,45	13,78	15,27	16,96

Fuente: Elaboración propia

En este análisis hemos decidido dejar un margen de 0,25% de cada variable, tanto para el WACC como g. Para ello hemos destacado aquellos valores que consideramos dentro de nuestro rango de valoración, que va desde 13,90€ / acción, asumiendo un WACC de 5,13% y g de 0,75%, hasta 21,56€ / acción, con 4,63% de WACC y 1,25% de g.

#### 4.6. Otros métodos de valoración aplicables - Múltiplos de compañías cotizadas comparables

Como método de valoración adicional, vamos a utilizar el método de Múltiplos de compañías cotizadas comparables, que valora la compañía en función de la valoración obtenida en el mercado de activos similares en la misma industria. Por lo tanto, este método tiene en cuenta la situación y el ciclo en el que se encuentra el mercado además de las perspectivas de las empresas dentro del mismo sector. Sin embargo, asume un comportamiento igual entre las empresas de una misma industria, a pesar de que en ocasiones no se da el caso.

Una compañía se considera comparable si es similar en términos de nivel de facturación, servicios y actividades a las que se dedica, modelo de negocio, presencia internacional y magnitudes financieras. Tras un estudio de las compañías posibles, consideramos Atlantia, ACS, Vinci, Sacyr, FCC, Ferrovial y OHL relativamente comparables al negocio de Abertis. Sin embargo hemos decidido omitir de la media y mediana a Sacyr, Ferrovial y OHL puesto que cotizaban a múltiplos muy diferentes al resto de comparables. En la tabla siguiente podemos apreciar con detalle los resultados obtenidos del estudio.

*Tabla 4.6.1. Múltiplos de compañías cotizadas comparables*

Compañía	País	EV / EBITDA (€m)		PER	
		2018E	2019E	2018E	2019E
Atlantia	Italia	7,65x	7,36x	15,99x	14,84x
ACS	España	4,45x	4,05x	13,21x	12,01x
Vinci	Francia	9,14x	8,52x	16,04x	14,87x
FCC	España	8,32x	7,37x	19,78x	16,58x
<b>Mediana</b>		<b>7,98x</b>	<b>7,37x</b>	<b>16,01x</b>	<b>14,85x</b>

Fuente: Múltiplos consenso [eleconomista.es](http://eleconomista.es) a excepción de Atlantia (elaboración propia a partir de estimaciones de EBITDA y Bº Neto de <http://www.4-traders.com>) y [expansion.com](http://expansion.com))

La *Tabla 4.6.1.* nos muestra los resultados obtenidos de la media de múltiplos para las compañías cotizadas comparables. Estos datos nos permiten obtener un valor por acción de Abertis, que mostraremos en la siguiente tabla:

Tabla 4.6.1. Resultado precio por acción de Múltiplos

	2018E
Mediana EV / EBITDA 2018	7,98x
EBITDA Esperado (€m)	3.655
<b>Valor Empresa (€m)</b>	<b>29.186</b>
Deuda Financiera Neta Q1 2018 (€m)	-15.201
Minoritarios Q1 2018 (€m)	-1.553
Inversiones en asociadas Q1 2018 (€m)	4.113
<b>Valor Equity (€m)</b>	<b>16.545</b>
Número de acciones (m)	990
<b>Precio por acción</b>	<b>16,71</b>
Mediana PER	16,01x
B° Neto Esperado (€m)	1.005
<b>Valor Equity (€m)</b>	<b>16.100</b>
Número de acciones (m)	990
<b>Precio por acción</b>	<b>16,26</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de resultados, EBITDA y B° Neto esperado del [economista.es](http://economista.es)

#### 4.7. Otros métodos de valoración aplicables - Análisis de las recomendaciones de Brokers

Como último método a aplicar, vamos a comparar las recomendaciones realizadas por los analistas de investigación sobre el precio objetivo de las acciones de Abertis después del anuncio de la contraoferta de Hochtief, tras anunciar el precio objetivo de 18,76€ / acción. Los analistas de compañías realizan informes sobre la acciones después de un análisis exhaustivo, con el fin de dar una opinión fundamentada sobre el precio objetivo fundamentado. La media de los informes de las compañías de Abertis da a una media de valoración de 18,73, que supone una prima de 1,99% sobre el precio pagado en la oferta. Además, los analistas valoran las acciones de Abertis con un rango que va desde 18,00€ hasta el máximo de RBC de 20€.

Tabla 4.7. Precios Objetivo por los analistas de Equity Research

	Fecha	Precio Objetivo	Prima vs 18,36€
Natixis	15-mar-18	18,36	0,00 %
UBS	07-feb-18	18,00	-1,96 %
Alphavalue	09-mar-18	18,60	1,31 %
RBC	20-feb-18	20,00	8,93 %
<b>Media</b>		<b>18,73</b>	<b>1,99 %</b>

Fuente: Elaborado a partir precios recomendados por Brokers en [www.bolsamania.com](http://www.bolsamania.com), [www.expansion.com](http://www.expansion.com) y UBS 7 de Febrero de 2018

#### 4.8. Resumen de las valoraciones obtenidas

Después de un recorrido por todos los métodos de valoración aplicables, debemos determinar la equidad del precio pagado a los accionistas de Abertis.

*Tabla 4.8. Resumen de valoración obtenida*

	€/ acción
4.1. Valor Teórico Contable	2,47
4.3. Valor Liquidativo de la Sociedad	No valorado
4.3. Cotización Media Ponderada 6 meses anteriores al anuncio	
13 de abril de 2017	13,65
15 de mayo de 2017	14,04
18 de octubre de 2017	16,64
4.4. Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad	16,50
4.5. Descuento de Flujos de Caja Libres	17,24
4.6. Múltiplos de compañías cotizadas comparables (Mediana)	
PER	16,26
EV / EBITDA	16,71
4.7. Precios Objetivo por los analistas de Equity Research	18,73

Fuente: Elaboración propia

La *Tabla 4.8* nos da una idea de todas las valoraciones obtenidas por los distintos métodos que aplicados a Abertis para llegar a una valoración. El rango de valoración va desde 2,47€ del Valor Teórico Contable a 18,73€ de la media de Precio Objetivo de los analistas de Equity Research. Sin embargo, consideramos que el Valor Teórico Contable no es representativo a la hora de valorar una OPA, ya que es un método estático que no tiene en cuenta la capacidad de generación de caja de una compañía. Asimismo, si hacemos una media de las valoraciones obtenidas excluyendo el Valor Teórico Contable, llegamos a una valoración de 16,22€, aproximadamente el precio ofrecido por Atlantia en su oferta inicial. Sin embargo al ser el DCF el método mas subjetivo y con mayor rango, podemos tener en cuenta el análisis de sensibilidades, que valora las acciones entre un rango aceptado de 13,90€ hasta 21,56€.

## **CAPÍTULO 5: IMPACTO DE LA OFERTA EN LAS SOCIEDADES AFECTADAS**

### **5.1. Resultado de la Operación**

Tras analizar el contexto de la oferta y sus términos y condiciones, podemos analizar la deuda necesaria que levanta la sociedad vehículo para la compra de Abertis. Actualmente posee 83,3% de la sociedad Abertis, sin incluir la autocartera, sin embargo su objetivo es alcanzar el 100%. Este análisis está realizado a 23 de mayo, siendo la fecha de las últimas noticias que conocemos sobre el resultado del accionariado Abertis adquirido por Hochtief, tras la adicional adquisición mediante la orden permanente de compra.

*Tabla 5.1.1. Resultado de la Sociedad Vehículo poseedora de las acciones Abertis tras la OPA<sup>19</sup>*

Número de acciones de Abertis (m)	990,38
Acciones en autocartera (m)	78,82
<b>Total número de acciones a las que se dirige la oferta (m)</b>	<b>911,57</b>
<hr/>	
Precio por acción de la oferta (€/acción)	18,36
<b>Total valor de la operación (100% excluyendo autocartera) (€m)</b>	<b>16.736</b>
<hr/>	
Total porcentaje de acciones de SPV a día 23 de mayo 2018	83,3 % <sup>19A</sup>
<b>Valor total desembolsado (€m)</b>	<b>15.147</b>
<hr/>	
Financiación:	
Capital aportado (€m)	7.000 <sup>19B</sup>
<b>Deuda necesaria (€m)</b>	<b>8.147</b>
<hr/>	
Venta del 34% de Cellnex (€m) <sup>19C</sup>	1.693,60
Venta del 86,69% de Hispasat (€m) <sup>19D</sup>	996,82
<b>Deuda necesaria después de la venta de participaciones (€m)</b>	<b>5.456</b>
<hr/>	

Fuente: Elaboración propia a partir de Resultado OPA CNMV, Expansión.com

Esta tabla nos indica que el balance de la sociedad vehículo estará compuesta por 7.000M€ aportados por los 3 socios (que se detallará a continuación), dando lugar a una necesidad de levantar 8,147M€ de deuda en dicha sociedad. Sin embargo, empleando la caja

<sup>19A</sup>) 83,3% asume el 78,79% del capital tras la liquidación de la OPA y el porcentaje adicional adquirido equivalente al 4,5% anunciado el 23 de mayo de 2018 con las órdenes permanentes de compra.

<sup>19B</sup>) 7.000M€ aportados en el capital de la sociedad vehículo como anunciado por Atlantia y ACS.

<sup>19C</sup>) Asume un precio de venta de 21,50€/ acción, precio acordado en el derecho de venta de la sociedad.

<sup>19D</sup>) Asume la venta del 86,69% de la sociedad, incluyendo la reciente adquisición realizada por Abertis a Eustelsat, autorizada el pasado 3 de abril. Asume el precio de venta mínimo anunciado por Abertis de 656M€ por el 57,05€ que asume un valor por el 100% del capital de 1.149,87M€.

obtenida tras asumir la venta tanto del 34% en Cellnex como el 87% en Hispasat, la necesidad se ve reducida significativamente a tan solo 5.456M€.

A continuación, analizaremos el desembolso de cada sociedad con el fin de inyectar capital en la sociedad holding y estructurar las sociedades como acordado. En primer lugar, las tres sociedades necesitan aportar el capital correspondiente a su participación en la Sociedad Vehículo hasta llegar a 7.000M€. Esto supone un desembolso de 3.500M€ por parte de Atlantia, 2.100M€ por ACS y 1.400M€ por Hochtief. Aparte, Hochtief realizará una ampliación de capital representativo del 10% de su capital, suscrito íntegramente por ACS. Posteriormente, ACS venderá 24,1% del total del capital social de Hochtief a Atlantia, que supone un 32% de las acciones que posee después de la ampliación. En resumen, las dos operaciones, detalladas en la *Tabla 5.1.2.* resultan en un mínimo desembolso final para ACS y Hochtief de 611M€ y 344€ respectivamente, a cambio de una dilución de la participación de ACS en Abertis y Hochtief. En cambio, Atlantia tendrá que desembolsar mas de 6.000M€ para completar la operación a cambio de una mayor participación en Abertis y la consecuente consolidación de sus estados financieros, además de una participación en la alemana Hochtief.

*Tabla 5.1.2. Necesidad de inyección de capital para cada sociedad<sup>20</sup>*

(m)	Atlantia	ACS	Hochtief	TOTAL
Porcentaje del capital en SV	50,0 %	30,0 %	20,0 %	100 %
Inyección de capital en SV (€m)	-3.500	-2.100	-1.400	7.000
Ampliación de capital en Hochtief <sup>20A</sup>	—	-1.056	1.056	—
Venta de acciones de Hochtief a Atlantia <sup>20B</sup>	-2.544	2.544	—	—
<b>Total capital invertido</b>	<b>-6.044</b>	<b>-611</b>	<b>-344</b>	<b>-7.000</b>

Fuente: Elaboración a partir del resultado de la OPA en la CNMV, Expansión.com

Con una inversión en capital de aproximadamente 6 mil millones de euros, la italiana se ha hecho con el control de Abertis, mediante una participación directa del 50% mas una acción en la sociedad vehículo que controla Abertis y un 4,8% indirecto a través de su participación del 24,1% en Hochtief (que a su vez controla el 20% menos una acción de la sociedad vehículo).

## 5.2. Consecuencias para Abertis

Como indicó su expresidente Salvador Alemany el 13 de marzo de este año “el accionista ya ha ganado con esta OPA”. Gracias a la oferta de Atlantia y posterior contraoferta de Hochtief la

<sup>20A</sup>) Asume ampliación de capital en Hochtief de 6,43M de acciones representativas del 10% del capital suscritas íntegramente por ACS al precio acordado, 164,2€/acción.

<sup>20B</sup>) Asume la venta del 24,1% del capital social de Hochtief a Atlantia al mismo precio al que se suscribe la ampliación de capital (164,2€/acción).



acción se ha revalorizado en casi un 40%. En concreto, los accionistas han ganado una prima del 37% con respecto a la cotización media ponderada de los 6 meses anteriores al 18 de abril de 2017 (13,65€ por acción), antes de conocerse la intención de lanzar una oferta por las acciones de Abertis. Hasta entonces, las acciones habían cotizado hasta un máximo de 16,64€, mientras que se han pagado por las mismas acciones 18,36€ descontando el dividendo pagado. Asimismo, con respecto a la valoración media obtenida en el Capítulo 4 de 16,56€ por acción, se ha pagado una prima del 11%.

Sin embargo, los accionistas podrían haber ganado incluso más de no haberse llegado a un acuerdo entre Atlantia, ACS y Hochtief. La italiana estaba planteándose aumentar la contraprestación ofrecida: “Atlantia mantiene conversaciones avanzadas con el grupo de bancos que financian su opa sobre Abertis para incrementar de manera significativa su oferta y hacerla más atractiva que la presentada por ACS.” (*Expansión*, 6 de febrero de 2018) y podrían haberse beneficiado de la continuada batalla de OPAs. De hecho, la misma fuente indica que estaba preparada para subir la oferta hasta casi 20 o 21 euros, lo que supone una prima de hasta 27% con respecto su oferta inicial. Por añadidura, el desenlace de la oferta ha dejado a los accionistas de Abertis fuera de la creación de valor del conglomerado. Las ofertas competidoras anteriores ofrecían la posibilidad de aceptar la oferta mediante acciones tanto de Atlantia como de Hochtief, sin embargo el acuerdo final no admite dicha posibilidad. Por lo tanto, si los accionistas considerasen que la oferta creará valor en el futuro deberán comprar independientemente acciones de Atlantia, Hochtief o ACS ya que Abertis se excluirá próximamente de bolsa. Por último, los accionistas de Abertis se enfrentan a un impacto fiscal inmediato de las plusvalías obtenidas con las acciones. Estas son consideradas ganancias patrimoniales, por lo que están gravadas entre el 19% y 23% de las plusvalías, a pagar en la declaración de la renta.

### 5.3. Consecuencias para Atlantia

Atlantia se beneficia de la alianza con la constructora Española, ya que a ojos del Ministerio de Fomento, primer responsable de renovar las concesiones de las autopistas españolas, las concesiones españolas se quedan en parte en España. Abertis tiene en sus manos dos concesiones con reciente expiración: Acesa e Inviat en 2021, pendientes de ser renovadas. Sin embargo, parece ser que de la Serna, el ministro de Fomento, no tenía pensado renovar estas concesiones, a no ser que se queden en manos españolas: “Pero si finalmente las autopistas terminan en manos españolas, podría cambiar de parecer, según apuntan fuentes del sector.” (Iñigo de la Serna, *Economía Digital*, 2018). Estas concesionarias representan el 47% del EBITDA generado en España, por lo que consigue con la alianza mantener los dos activos de mayor tamaño en su país. Por otro lado, considero que esta alianza hispano-italiana no sólo beneficia a Atlantia con la retención de las concesionarias, si no que le ha facilitado la consecución de la oferta en general,

que podría haberse visto afectada o entorpecida por el gobierno español. Además de considerar que mantener una buena relación con el gobierno español y el Ministerio de Fomento es esencial, especialmente ahora cuando está a punto de lanzarse el programa PIC (Plan Extraordinario de Inversión en Carreteras) que plantea una inversión privada de aproximadamente 5.000M€, del que podría sacar mucho partido Atlantia.

### Impacto financiero para Atlantia

Con el acuerdo, Atlantia también se beneficia desde un punto de vista financiero, ya que evita el escenario de una contraoferta por parte de ACS, provocado tras una batalla de OPAs. Esto hubiese encarecido significativamente la oferta y hubiese supuesto un elevado nivel de endeudamiento para la compañía. A pesar de los tipos de interés anormalmente bajos, que permite un acceso a los mercados de capitales en busca de deuda, en escenarios con subidas de tipos se encarecería aún mas la oferta.

Para analizar lo que hubiera supuesto entrar en una batalla de OPAs para Atlantia, y compararlo con el resultado de la oferta actual, hemos creado un análisis de escenarios representado en la *Tabla 5.4.2.* con posibles situaciones que representarían los posibles resultados de la OPA, asumiendo una mejora de la contraprestación ofrecida a los accionistas de Abertis.

*Tabla 5.3.1. Resultado de OPA asumiendo contra oferta de Atlantia a 21,00 €/acción<sup>21</sup>*

% aceptado tras la OPA	50 %	50 %	54,8 %	70 %	100 %	100 %
% en acciones	10 %	23 %	0 %	10 %	10 %	23 %
Total # acciones aceptado (m) <sup>20A</sup>	456	456	500	638	912	912
Total aceptado (€m)	9.571	9.571	10.490	13.400	19.143	19.143
Financiación:						
En Acciones	1.914	4.403	0	1.914	1.914	4.403
Total Deuda	7.657	5.169	10.490	11.486	17.229	14.740

Fuente: Elaboración propia

El escenario marcado en rojo representa un porcentaje adquirido equivalente al que posee Atlantia después de la OPA actual asumiendo una aceptación del 100%. Como se puede apreciar, en comparación con el desembolso de 6.044M€ (calculado en la *Tabla 5.1.2.*), si Atlantia pujase sola por Abertis a un precio superior y consiguiese un 54,8%, le supondría una inversión de 10.490M€, muy por encima del desembolso actual. Además, hay que tener en cuenta que

<sup>21</sup> Excluye las acciones en autocartera

Atlantia ha también posee una participación en Hochtief con la inversión actual, mientras que el escenario propuesto en rojo tan solo le daría entrada en el accionariado de Abertis.

Por otro lado, la tabla plantea varios escenarios, desde el mínimo de aceptación siendo el 50% hasta conseguir una aceptación del 100%. La opción que requiere menor deuda es la segunda opción, que asume una aceptación del 50% que incluye 23% en acciones. Esta opción, a pesar de suponer un menor requerimiento de inversión que la solución con la Sociedad Vehículo, diluye al máximo a los accionistas de Atlantia además de cerrar la operación con un sólo un 50% de Abertis.

*Tabla 5.3.2. Deuda Neta Atlantia tras la adquisición de la participación en Hochtief y Abertis<sup>22</sup>*

€m	2018E
DN Atlantia anterior a la OPA (FY 2017) <sup>22A</sup>	9.496
DN Abertis anterior a la OPA (Q1 2018) <sup>22A</sup>	15.201
Nueva deuda ATL por inversiones en HOT y Sociedad Vehículo	6.044
Nueva deuda en Sociedad Vehículo para la compra de ABE	8.147
<b>Total Deuda</b>	<b>38.888</b>
Venta del 34% de Cellnex (€m)	-1.694
Venta del 86,69% de Hispasat (€m)	-997
CF transacción (Coste deuda adicional inversiones HOT y ABE @ 1,9%) <sup>22B</sup>	115
<b>DN Ajustada después de la transacción</b>	<b>36.313</b>
EBITDA 2018E <sup>22C</sup>	7.567
<b>DN / EBITDA (x)</b>	<b>4,80x</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de publicaciones de Atlantia y Abertis, [Eleconomista.com](http://Eleconomista.com) y [4-traders.com](http://4-traders.com)

Finalmente hemos calculado el impacto en la Deuda Neta de Atlantia, con la consolidación del 100% de la Sociedad Vehículo y así entender en profundidad el efecto que este tendrá en Atlantia. Este resultado se presenta en la *Tabla 5.3.1.* que indica que el ratio Deuda Financiera Neta / EBITDA aumentará de manera significativamente con respecto al ratio 2,6x del año pasado.

Por último, analizaremos el impacto para los accionistas de Atlantia en la *Tabla 5.3.3.* para el que hemos calculado el efecto estimado en el B° Neto de Atlantia, asumiendo una adquisición del 100% de Abertis. El análisis realizado nos lleva a concluir que el efecto

<sup>22A)</sup> Última Deuda Financiera Neta reportada por Ambas compañías.

<sup>22B)</sup> Asume coste de deuda 1,9% según coste asumido para la deuda de la transacción por Atlantia en su presentación de la transacción el 15 de Mayo de 2017. (*Atlantia*, 2017).

<sup>22C)</sup> EBITDA Abertis estimado [eleconomista.com](http://eleconomista.com) y Atlantia de [4-traders.com](http://4-traders.com)

producido de las adquisiciones para Atlantia es un aumento de su Beneficio Neto de aproximadamente el 35%. Además, al no haber canje de acciones no se ha producido un efecto dilutivo para los accionistas de Atlantia. Por lo tanto, la adquisición de Abertis y Hochtief se traduce directamente a un aumento de Beneficio por Acción esperado en 2018 de +35%.

Tabla 5.3.3. Efecto en el Beneficio Neto de Atlantia<sup>23</sup>

€m	2018E
B° Esperado ABE <sup>23A</sup>	1.005
Coste de deuda extra SV (100% ABE) <sup>23B</sup>	-82
<b>ABE SV Beneficio Neto</b>	<b>924</b>
Participación de Atlantia en SV	50 %
Participación de SV en Abertis (excluyendo autocartera)	92 %
<b>B° Neto ABE correspondiente a ATL (por 50% SPV)</b>	<b>425</b>
B° Esperado Hochtief <sup>23C</sup>	495
<b>B° Neto HOT correspondiente a ATL (24,1%)</b>	<b>119</b>
<b>Coste de deuda (después de impuestos) deuda ATL <sup>23D</sup></b>	<b>-91</b>
<b>Impacto en B° Neto Atlantia</b>	<b>454</b>
B° Neto pre deal <sup>23A</sup>	1.278
B° Neto post deal	1.732
<b>Efecto</b>	<b>35 %</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de publicaciones de Atlantia, Abertis y Hochtief, [eleconomista.com](http://eleconomista.com) y [4-traders.com](http://4-traders.com)

#### 5.4. Consecuencias para ACS y Hochtief

En cuanto a las consecuencias del acuerdo final para ACS, considero que la española se ve beneficiada mayoritariamente desde un punto de vista financiero. ACS lleva unos años en una persecución para minimizar su deuda. Finalmente lo ha conseguido, habiendo sido otorgada la calificación de *investment grade* por S&P como ya hemos visto en capítulos anteriores. Por lo tanto, gracias a su participación minoritaria en comparación con Atlantia en Abertis (30% directo y 10% a través de su participación del 50,2% en Hochtief) logra no consolidar la deuda de la Sociedad Vehículo, 5.546M€ según los cálculos representados en la *Tabla 5.2.1.* Por otro lado

<sup>23A</sup>) Estimación Abertis de [eleconomista.com](http://eleconomista.com) // [Atlantia 4-traders.com](http://Atlantia-4-traders.com).

<sup>23B</sup>) Asume coste de deuda 2% e impuesto de 25% de DN ajustada después de vender participaciones (Ver *Tabla 5.1.1.*).

<sup>23B</sup>) Estimación Hochtief media del rango publicado por Hochtief *Company Presentation Q1 2018*

<sup>23D</sup>) Asume coste de deuda 2% e impuesto de 25% de total capital invertido (Ver *Tabla 5.1.2.*)

los beneficios para los accionistas de ACS se pueden apreciar ya que una subida en bolsa de las acciones de ACS de casi 8% en el momento de la publicación del acuerdo final, demuestra una reacción positiva.

### Impacto financiero para los accionistas de ACS y Hochtief

Puesto que el objetivo de Atlantia era no aumentar su deuda y mantener su calificación crediticia, vamos a analizar el impacto en ACS desde el punto de vista de la deuda.

*Tabla 5.4.1. Deuda Neta ACS tras la adquisición de la participación en Abertis<sup>24</sup>*

€m	Escenario actual	100% en cash
DN ACS anterior a la OPA (Q1 2018) <sup>24A</sup>	359	359
DN Abertis anterior a la OPA (Q1 2018) <sup>24A</sup>	--	15.201
Nueva Deuda ACS por inversiones y venta HOT y Sociedad Vehículo	611	--
Nueva deuda HOT para la compra de ABE (100%)	--	16.736
<b>Total Deuda</b>	<b>970</b>	<b>15.560</b>
Venta del 34% de Cellnex (€m)		-1.694
Venta del 86,69% de Hispasat (€m)		-997
CF transacción (Coste deuda adicional* @ 2%) <sup>24B</sup>	12	335
<b>DN Ajustada después de la transacción</b>	<b>983</b>	<b>13.204</b>
EBITDA 2018E <sup>24C</sup>	2.363	6.018
DN / EBITDA (x)	0,42x	2,19x

Fuente: Elaboración propia a partir de publicaciones de ACS y Abertis, Eleconomista.com

Hemos realizado el mismo análisis de deuda que el llevado a cabo para Atlantia en el punto 5.3., pero en este caso comparándolo con un escenario en el que no se hubiese formulado el pacto y ACS se quedase con el 100% Abertis financiado íntegramente en efectivo. El primer escenario replicaría el escenario actual, en el que se calcula un ratio de Deuda Neta / EBITDA de 0,42x comparado a 0,07x en 2017. A pesar de que ACS experimentará un aumento en el ratio de la deuda, tiene aún capacidad para endeudarse sin alterar los ratings de las agencias crediticias. Este bajo nivel de deuda se mantiene gracias a su participación minoritaria en Abertis comparado con Atlantia y no consolidar la deuda. Por lo tanto resultaría en una deuda Neta aproximada de 983M€, después de la salida de caja empleada en pagar la deuda de nueva emisión.

<sup>24A)</sup> Última Deuda Financiera Neta reportada por Ambas compañías.

<sup>24B)</sup> Asume coste de deuda 2% según coste asumido para la deuda de la transacción por ACS en su presentación de la transacción de Octubre 2017. (ACS, 2017).

<sup>24c)</sup> EBITDA estimado Abertis y ACS según consenso [eleconomista.es](http://eleconomista.es).

Seguidamente analizaremos el escenario en el que ACS puja en solitario por Abertis, sin asumir una prima adicional en el precio pagado (18,36€/acción), con la opción de optar exclusivamente en efectivo. Esta situación eleva significativamente la situación de la deuda en Abertis, ya que implica un desembolso de 16.736M€ para adquirir la compañía. Además, ACS consolidaría su balance, que aumenta aun mas la deuda de la consolidada (+15.201M€). En resumen, ACS adquiriendo la compañía en efectivo resultaría en una sociedad con una deuda de 13.204M€ después de proceder a la venta de Cellnex e Hispasat. Esto supone un ratio de Deuda Neta EBITDA muy por encima del escenario actual (2,19x vs 0,42x actuales), por lo que consideramos que el pacto de accionistas ha beneficiado a ACS y le ha permitido conservar la deuda que le permite mantener el rating de *investment grade*.

Para terminar y completar el análisis del efecto en ACS, vamos a estudiar el efecto para los accionistas, mediante en el impacto en el Beneficio Neto esperado de 2018. Para ello, llevaremos a cabo el mismo procedimiento empleado para el análisis en Atlantia.

Tabla 5.4.2. Efecto en el Beneficio Neto de ACS<sup>25</sup>

€m	2018E
B° Esperado ABE <sup>25A</sup>	1.005
Coste de deuda extra SV (100% ABE) <sup>25B</sup>	-82
<b>ABE SV Beneficio Neto</b>	<b>924</b>
Participación de ACS en SV	30 %
Participación de SV en Abertis (excluyendo autocartera)	92 %
<b>B° Neto ABE correspondiente a ACS (30% directo)</b>	<b>255</b>
B° Esperado Hochtief <sup>25C</sup>	495
<b>Pérdida de B° por venta de participación de HOT (71,7% a 50,2%)</b>	<b>-106</b>
<b>Coste de deuda (después de impuestos) deuda ACS <sup>25D</sup></b>	<b>-9</b>
<b>Impacto en B° Neto ACS</b>	<b>139</b>
B° Neto pre deal <sup>25A</sup>	852
B° Neto post deal	992
<b>Efecto</b>	<b>16 %</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de publicaciones de ACS, Abertis y Hochtief, Eleconomista.com y [4-traders.com](http://4-traders.com)

<sup>25A</sup>) Estimación Abertis y ACS de [eleconomista.com](http://eleconomista.com)

<sup>25B</sup>) Asume coste de deuda 2% e impuesto de 25% de DN ajustada tras vender participaciones (Tabla 5.1.1.).

<sup>23B</sup>) Estimación Hochtief media del rango publicado por Hochtief *Company Presentation Q1 2018*

<sup>25D</sup>) Asume coste de deuda 2% e impuesto de 25% de total capital invertido (Ver Tabla 5.1.2.)

Al igual que el impacto en el Beneficio Neto esperado de Atlantia, la adquisición de la participación de Abertis y posterior venta de acciones de Hochtief a Atlantia da lugar a un efecto positivo en el Beneficio Neto de Atlantia. Los accionistas de ACS experimentarán un efecto positivo en el Beneficio Neto de 16%. Este efecto está por debajo del efecto en Atlantia, que espera un incremento de BPA del 35%.

## **CONCLUSIONES**

Abertis, Atlantia, ACS y Hochtief serán a partir de este momento el mayor conglomerado en el sector de la infraestructura y transporte, que operará aprovechándose de las sinergias y facilidades generadas a través de la transacción. Como hemos podido analizar, ambas compañías interesadas en Abertis sacan partido de la adquisición de Abertis y del consecuente pacto entre ellas para crecer y generar unos flujos de caja estables que aseguran la viabilidad de las compañías en un futuro. Atlantia ha empleado la adquisición para crecer de manera inorgánica con rapidez y estabilidad, mientras que ACS consigue su objetivo estratégico en sinergias sin dañar su balance (principal prioridad de la constructora). De manera colateral, Atlantia también podrá aprovecharse de los proyectos Greenfield en los que participe Hochtief, pujando conjuntamente por la construcción y posterior mantenimiento de los activos. A su vez, Abertis seguirá operando en el mercado de la misma manera, manteniendo su sede en Madrid sin perjudicar a los actuales trabajadores, con la diferencia de que seguramente será excluido de bolsa. En resumen, las compañías crean una alianza a largo plazo con el que todas ganan desde un punto de vista operativo.

Por añadidura, a pesar de que muchos podían prever una mejora de la oferta por parte de Atlantia, la valoración de las acciones de Abertis obtenida descarta la necesidad de ofrecer un precio superior por ellas. Las acciones de Abertis ya se han revalorizado significativamente desde el anuncio de la oferta de Atlantia, y una revalorización mayor podría resultar negativa para los adquirentes. La media de precio por acción (descartando el valor teórico contable) se sitúa en 16,22€, que supone una prima pagada del 13% con respecto a los 18,36€ ofrecidos. Por lo tanto, el análisis nos lleva a deducir que pagar un precio superior podría suponer estar sobrevalorando la compañía y pagar un precio excesivo por ella. Fruto de un sobreprecio, los accionistas de Abertis materializarían en el instante sus ganancias, mientras que los accionistas de las adquirentes se verían afectadas negativamente. Por lo tanto podemos concluir que evitar entrar en una batalla de OPAs ha sido la mejor solución para evitar pagar excesivamente por las acciones, sin dejar de haber ofrecido un precio justo y equitativo a los accionistas de Abertis.

Asimismo, gracias a la alianza, Atlantia ha logrado cerrar la operación y mantener buena relación con el gobierno, ya que tenía la capacidad de bloquear la operación, como pasó con el gobierno italiano en el año 2006 en el intento de operación inverso (Abertis adquiriendo Atlantia). Atlantia Además ha conseguido limitar el desembolso efectuado (asumiendo el 100% de Abertis en la Sociedad Vehículo) que resulta en 6.044M€ inyectados en capital, a diferencia de lo invertido a cambio del mismo porcentaje en Abertis lanzando otra contraoferta (10.490M€). En resumen, los accionistas de Atlantia han salido ganando del acuerdo con un incremento del



Beneficio Neto por Acción estimado de +35%, que será reflejado en el dividendo repartido en el futuro.

Por último, ACS y Hochtief logran mantener su principal objetivo de conservar su deuda a niveles mínimos, mientras que siguen materializando las sinergias. En resumen, el resultado actual supone un ratio de Deuda Financiera Neta / EBITDA de 0,42x, mientras que asumiendo un escenario en el que ACS puja solo (mediante Hochtief) por las el 100% de las acciones en efectivo le supondría una deuda adicional de mas de 30.000M€ y una alteración del ratio Deuda Neta / EBITDA de hasta 2,19x. Asimismo, ACS logra un impacto positivo en su beneficio por acción de +16%, incluyendo la venta de parte de su participación en Hochtief a Atlantia, sin dejar de consolidar sus cuentas.

En resumen, valoramos positivamente la transacción y esperamos una evolución positiva en el futuro, gracias a las sinergias generadas y a la estructura de la transacción, considerada óptima para un adecuado cumplimiento de los objetivos de todos los involucrados.

## **BIBLIOGRAFÍA**

- Independiente, E. (14/03/2018). *ACS y Atlantia frenan la guerra de opas y cierran el pacto para controlar juntas Abertis*. [online] El Independiente. Disponible en: <https://www.elindependiente.com/economia/2018/03/14/acs-atlantia-frenan-la-guerra-opas-cierran-pacto-controlar-juntas-abertis/>
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
- Cinco Días. (13/12/2006). *Abertis y Autostrade abandonan su proyecto de fusión*. [online] Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2006/12/13/economia/1166149405\\_850215.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2006/12/13/economia/1166149405_850215.html)
- Caixa Bank (n.d.). *Cómo valorar una empresa Cotizada*. [ebook] Available at: [https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/Manual\\_Valorar\\_empresa\\_Cotizada.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/Manual_Valorar_empresa_Cotizada.pdf)
- Intereconomía. (15/03/2018). *Florentino Pérez: Abertis ni se despieza ni se repartirá sus activos con Atlantia*. [online] Available at: <https://intereconomia.com/empresas/transporte/florentino-perez-atlantia-florentino-perez-abertis-20180315-1305/>
- Uría Menendez (n.d.). *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*. [ebook] Available at: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/2700/documento/GuiaUM.pdf?id=2927>
- Marco, A. (09/03/2018). *El biscotto de Abertis, cocinado en secreto entre Borja Prado, Reynés y Florentino*. *Noticias de Empresas*. [online] El Confidencial. Available at: [https://www.elconfidencial.com/empresas/2018-03-09/opa-abertis-abc-atlantia-borja-prado-reynes-florentino\\_1532732/](https://www.elconfidencial.com/empresas/2018-03-09/opa-abertis-abc-atlantia-borja-prado-reynes-florentino_1532732/)
- Segovia, E. (20/11/2017). *Atlantia: pros y contras de elevar su oferta sobre Abertis por encima de la de Florentino*. *Noticias de Empresas*. [online] El Confidencial. Available at: [https://www.elconfidencial.com/empresas/2017-11-20/atlantia-abertis-acs-elevar-opa-florentino\\_1480094/](https://www.elconfidencial.com/empresas/2017-11-20/atlantia-abertis-acs-elevar-opa-florentino_1480094/)
- ABC. (12/05/2018). *ACS y Atlantia toman el 85% de Abertis tras triunfar su opa*. [online] Available at: [http://www.abc.es/economia/abci-y-atlantia-logran-7879-por-ciento-abertis-tras-exito-201805141654\\_noticia.html#ns\\_campaign=mod-sugeridos&ns\\_mchannel=relacionados&ns\\_source=acs-y-atlantia-toman-el-85-de-abertis-tras-triunfar-su-opa&ns\\_linkname=noticia.foto.economia&ns\\_fee=pos-2](http://www.abc.es/economia/abci-y-atlantia-logran-7879-por-ciento-abertis-tras-exito-201805141654_noticia.html#ns_campaign=mod-sugeridos&ns_mchannel=relacionados&ns_source=acs-y-atlantia-toman-el-85-de-abertis-tras-triunfar-su-opa&ns_linkname=noticia.foto.economia&ns_fee=pos-2)
- El Economista. (16/05/2017). *ACS logra calificación de 'investment grade' de S&P*. [online] Available at: <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/8344316/05/17/Economia-Empresas-ACS-logra-calificacion-de-investment-grade-de-SP.html>
- Pascual, M. (12/08/2010). *ACS hace caja en Abertis con la venta a CVC de un 15,5% de la concesionaria*. [online] Cinco Días. Available at: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2010/08/12/empresas/1281620379\\_850215.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2010/08/12/empresas/1281620379_850215.html)
- ABC. (06/08/2006). *Abertis mantiene su oferta de fusión sobre Autostrade, pese al veto del Gobierno Prodi*. [online] Available at: [http://sevilla.abc.es/hemeroteca/historico-06-08-2006/sevilla/Economia/abertis-mantiene-su-oferta-de-fusion-sobre-autostrade-pese-al-veto-del-gobierno-prodi\\_1422764368453.html](http://sevilla.abc.es/hemeroteca/historico-06-08-2006/sevilla/Economia/abertis-mantiene-su-oferta-de-fusion-sobre-autostrade-pese-al-veto-del-gobierno-prodi_1422764368453.html)

- Ebhardt, T., Duarte, E., Lepido, D. and Baigorri, M. (2018). *Atlantia CEO Says \$23 Billion Abertis Deal Will Speed Growth*. *Bloomberg*. [online] Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-03-14/atlantia-ceo-says-23-billion-abertis-deal-will-speed-expansion>.
- El Mundo. (15/02/2018). *Nadal ralentiza la OPA de Atlantia sobre Abertis con la exigencia de más requisitos*. [online] Available at: <http://www.elmundo.es/economia/macroeconomia/2018/02/15/5a8490ac46163fde608b4676.html>
- El Confidencial. (18/05/2018). *Marcelino Fernández Verdes, nuevo presidente de Abertis tras la OPA*. [online] Available at: [https://www.elconfidencial.com/empresas/2018-05-18/marcelino-fernandez-verdes-abertis-opa-accs\\_1565719/](https://www.elconfidencial.com/empresas/2018-05-18/marcelino-fernandez-verdes-abertis-opa-accs_1565719/)
- Expansión. (14/03/2018). *ACS-Atlantia pagarán 18,36 euros por acción en efectivo por Abertis y se excluirá de Bolsa*. [online] Available at: <http://www.expansion.com/empresas/transporte/2018/03/14/5aa8f7e0468aeb7f248b4667.html>
- OK DIARIO. (19/10/2017). *Soy accionista de Abertis: ¿Qué hago ante esta guerra de OPAs?*. [online] Available at: <https://okdiario.com/economia/empresas/2017/10/19/accionista-abertis-hago-esta-guerra-opas-1434291>
- Economía Nivel Usuario. (2013). *¿Qué es un Proyecto Greenfield? ¿Y un proyecto Brownfield?*. [online] Available at: <https://economyanivelusuario.com/2013/08/07/que-es-un-proyecto-greenfield-y-un-proyecto-brownfield/>
- Ugalde, R. (24/07/2017). *Que todo quede en España: la desesperada búsqueda de un caballero blanco en Abertis*. [online] El Confidencial. Available at: [https://www.elconfidencial.com/empresas/2017-07-24/que-todo-queda-en-espana-la-desesperada-busqueda-de-un-caballero-blanco-en-abertis\\_1419264/](https://www.elconfidencial.com/empresas/2017-07-24/que-todo-queda-en-espana-la-desesperada-busqueda-de-un-caballero-blanco-en-abertis_1419264/)
- Thomson Reuters (2018). *MERGERS & ACQUISITIONS REVIEW FULL YEAR 2017*. FINANCIAL ADVISORS. [online] Available at: <https://www.thomsonone.com>.
- Thomson Reuters (2018). *MERGERS & ACQUISITIONS REVIEW 1st QUARTER 2018*. FINANCIAL ADVISORS. [online] Available at: <https://www.thomsonone.com>.
- Thomson Reuters (2017). *MERGERS & ACQUISITIONS REVIEW FULL YEAR 2016*. FINANCIAL ADVISORS. [online] Available at: <https://www.thomsonone.com>.
- Thomson Reuters (2016). *MERGERS & ACQUISITIONS REVIEW FULL YEAR 2015*. FINANCIAL ADVISORS. [online] Available at: <https://www.thomsonone.com>.
- Expansión. (21/02/2018). *Atlantia valorará si mejora su opa por Abertis tras la aprobación de la CNMV a la de ACS*. [online] Available at: <http://www.expansion.com/empresas/transporte/2018/02/21/5a8d5d31e2704e00028b45f2.html>
- Estrategiasdeinversion.com. (2018). *Qué hacer con acciones de Abertis | Estrategias de Inversión*. [online] Available at: <https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-espana/que-aconsejan-hacer-los-analistas-con-abertis-n-383407>
- Atlantia (02/03/2018). *Atlantia acquires a 15.49% stake in Eurotunnel (Getlink)*. [online] Available at: [http://www.atlantia.it/en/area-stampa/-/page/content-Atlantia\\_acquires\\_a\\_15\\_49\\_\\_stake\\_in\\_Eurotunnel\\_Getlink\\_.html?id=1250&lang=en](http://www.atlantia.it/en/area-stampa/-/page/content-Atlantia_acquires_a_15_49__stake_in_Eurotunnel_Getlink_.html?id=1250&lang=en)
- <https://www.getlinkgroup.com/uk/group/our-business/>

- Atlantia (18/04/2018). *Abertis comunica que Atlantia S.p.A. le ha manifestado su interés en explorar una posible operación corporativa.* [online] Available at: [https://www.abertis.com/media/relevants\\_facts/2017/04/18/20170418%20HR%20inter%C3%A9s%20Atlantia.pdf](https://www.abertis.com/media/relevants_facts/2017/04/18/20170418%20HR%20inter%C3%A9s%20Atlantia.pdf)
- Abertis (13/03/2018). *Abertis culmina su Plan Estratégico 2015-2017 con más de 7.000 millones de euros invertidos.* [online] Available at: [https://www.abertis.com/media/general\\_meetings/2018/13032018\\_Junta2018.pdf](https://www.abertis.com/media/general_meetings/2018/13032018_Junta2018.pdf)
- Atlantia (2017). *Folleto Explicativo Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Abertis Infraestructuras S.A. Formulada por Atlantia, S.p.A.* [online] CNMV. Available at: <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Folletos/ListaOPAS.aspx?nif=A-08209769>
- Atlantia (2017). *Anuncio de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones que formula "Atlantia, S.p.A" sobre las acciones representativas del capital social de "Abertis Infraestructuras S.A".* [online] CNMV. Available at: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={2c7fe197-897d-4263-b2ae-fb4659c02081}>
- Hochtief (2018). *Anuncio de la modificación de la Oferta Pública Voluntaria de Adquisición de acciones de Abertis Infraestructuras S.A. formulada por Hochtief Aktiengesellschaft.* CNMV, pp.<https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={12429a93-e8d4-4aac-81ab-a4895d7158d4}>.
- Hochtief (2018). *Suplemento al Folleto Explicativo Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Abertis Infraestructuras S.A. Formulada por Hochtief Aktiengesellschaft.* [online] CNMV. Available at: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={b067c1fc-38ec-4e7d-9c18-938dacac3e4d}>
- Abertis (2018). *REPORT BY THE BOARD OF DIRECTORS OF ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A. ON THE TAKEOVER BID BY HOCHTIEF AKTIENGESELLSCHAFT AUTHORISED BY THE NATIONAL SECURITIES MARKET COMMISSION (CNMV) ON 12 APRIL 2018.* [online] CNMV. Available at: [https://www.abertis.com/media/relevants\\_facts/2018/04/17/hr%20eng.pdf](https://www.abertis.com/media/relevants_facts/2018/04/17/hr%20eng.pdf)
- Hochtief, (2017), *Anuncio de la Oferta Pública Voluntaria, con carácter de competidora de Adquisición de acciones de Abertis Infraestructuras S.A. formulada por Hochtief Aktiengesellschaft.* Available at: [http://www.bolsamadrid.es/docs/Estadisticas/Boletin/BMadrid/Diario/2018/03/19/1\\_73\\_0\\_20180319.pdf](http://www.bolsamadrid.es/docs/Estadisticas/Boletin/BMadrid/Diario/2018/03/19/1_73_0_20180319.pdf)
- Urrutia, C. (22/07/2017). *Contraataque de Italia sobre Abertis 11 años después.* [online] El Mundo. Available at: <http://www.elmundo.es/economia/empresas/2017/07/22/597257bfe2704ef90b8b460a.html>
- Segovia, C. (2018). *Italia apoya que Atlantia compre Abertis tras vetar lo contrario en 2006.* [online] El Mundo. Available at: <http://www.elmundo.es/economia/empresas/2017/05/16/5919ecf0ca474132228b45db.html>
- ACS, (10/2017). *Creating a Uniquely Global and Integrated Infrastructure Group, ACS.* Available at: [https://www.grupoacs.com/ficheros\\_editor/File/03\\_accionistas\\_inversores/OPA\\_ABERTIS/2017.10 ACS Investors.pdf](https://www.grupoacs.com/ficheros_editor/File/03_accionistas_inversores/OPA_ABERTIS/2017.10 ACS Investors.pdf)
- Atlantia, (15/05/2017). *CREATING A GLOBAL LEADER IN TRANSPORTATION INFRASTRUCTURE, Atlantia.* Available at: [https://www.abertis.com/media/relevants\\_facts/2017/05/15/Presentación ATL.pdf](https://www.abertis.com/media/relevants_facts/2017/05/15/Presentación ATL.pdf)

- Campos, P., 2018. *Nadal: los opantes de Abertis no saben de satélites y no pueden conformarse con vender Hispasat*. Expansión. Available at: <http://www.expansion.com/empresas/transporte/2018/02/19/5a8ac4af46163fa9328b45f4.html>.
- ACS, (2017) *S&P rates ACS with a BBB credit score*. Available at: [https://www.grupoacs.com/ficheros\\_editor/File/07\\_sala\\_prensa/01\\_noticias/01\\_notas\\_prensa/acs/Ingles/S&P rates ACS with a BBB credit score.pdf](https://www.grupoacs.com/ficheros_editor/File/07_sala_prensa/01_noticias/01_notas_prensa/acs/Ingles/S&P rates ACS with a BBB credit score.pdf)
- Atlantia (2017). *Group Profile*, Atlantia. Available at: [http://www.atlantia.it/documents/20184/118295/Atlantia\\_GP\\_2017\\_ENG\\_12-18\\_low.pdf/0b1c9c0c-ed66-4998-ba6d-759180573b00](http://www.atlantia.it/documents/20184/118295/Atlantia_GP_2017_ENG_12-18_low.pdf/0b1c9c0c-ed66-4998-ba6d-759180573b00)
- Abertis (2018), *Abertis culmina su Plan Estratégico 2015-2017 con más de 7.000 millones de euros invertidos*. Available at: <https://www.abertis.com/es/el-grupo/sobre-abertis/actualidad/975>.
- CNMV (n.d.), *Las opas. Qué son y cómo actuar.*, CNMV. Available at: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO\\_OPA.PDF](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO_OPA.PDF).
- ACS (2018). *ACS Confirmación acuerdo ATL*. Available at: [https://www.abertis.com/media/relevants\\_facts/2018/03/14/HR ACS confirmación acuerdo ATL compra ABE.pdf](https://www.abertis.com/media/relevants_facts/2018/03/14/HR ACS confirmación acuerdo ATL compra ABE.pdf).
- El Independiente, (2018). *ACS y Atlantia frenan la guerra de opas y cierran el pacto para controlar juntas Abertis*. Available at: <https://www.elindependiente.com/economia/2018/03/14/acs-atlantia-frenan-la-guerra-opas-cierran-pacto-controlar-juntas-abertis/>.
- ABC (2018). *ACS y Atlantia elevan su control sobre Abertis al 83,30% del capital tras invertir 820,5 millones en Bolsa*. Available at: [http://www.abc.es/economia/abci-y-atlantia-elevan-control-sobre-abertis-8330-por-ciento-capital-tras-invertir-8205-millones-bolsa-201805251204\\_noticia.html](http://www.abc.es/economia/abci-y-atlantia-elevan-control-sobre-abertis-8330-por-ciento-capital-tras-invertir-8205-millones-bolsa-201805251204_noticia.html)
- ACS (2006). *El Grupo ACS acuerda la compra del 25,1% del grupo de construcción y concesiones alemán Hochtief*. Available at: [https://www.grupoacs.com/ficheros\\_editor/adjuntos/2074\\_notadeprensahochtief.pdf](https://www.grupoacs.com/ficheros_editor/adjuntos/2074_notadeprensahochtief.pdf).
- Abertis, *Estructura accionarial*. Available at: <https://www.abertis.com/es/relacion-con-inversores/gobierno-corporativo/participaciones-significativas-y-autocarera/estructura-accionarial>.
- Atlantia (2018). *Cellnex*. Available at: [https://www.abertis.com/media/relevants\\_facts/2018/03/23/Hr Cellnex.pdf](https://www.abertis.com/media/relevants_facts/2018/03/23/Hr Cellnex.pdf).
- Hochtief, (2018), *HOCHTIEF Group Report 2017*. Available at: [http://www.hochtief.com/hochtief\\_en/604.jhtml?c=5406&y=2017](http://www.hochtief.com/hochtief_en/604.jhtml?c=5406&y=2017).
- ACS, (2018), *Integrated Annual Report of ACS Group 2017*. Available at: [https://www.grupoacs.com/ficheros\\_editor/File/03\\_accionistas\\_inversores/03\\_informe\\_anual/2017/ACS%202017%20ENG.pdf](https://www.grupoacs.com/ficheros_editor/File/03_accionistas_inversores/03_informe_anual/2017/ACS%202017%20ENG.pdf).
- Atlantia, (2018), *Annual Report 2017*. Available at: [http://www.atlantia.it/documents/20184/27156/Atlantia\\_RFA\\_2017\\_+Inglese.pdf/81e1ddbc-e8df-406a-9352-30d42cf83184](http://www.atlantia.it/documents/20184/27156/Atlantia_RFA_2017_+Inglese.pdf/81e1ddbc-e8df-406a-9352-30d42cf83184)
- Abertis, (2018), *Integrated Annual Report 2017*. Available at: [https://www.abertis.com/media/annual\\_reports/2017/InformeAnualAbertis2017\\_ENG.pdf](https://www.abertis.com/media/annual_reports/2017/InformeAnualAbertis2017_ENG.pdf)
- Abertis, (2017), *Integrated Annual Report 2016*. Available at: [https://www.abertis.com/media/annual\\_reports/2016/abertis-2016-integrated-annual-report.pdf](https://www.abertis.com/media/annual_reports/2016/abertis-2016-integrated-annual-report.pdf)

- Abertis, (2016), *Annual Report 2015*. Available at: [https://www.abertis.com/media/annual\\_reports/2015/IA2015\\_abertis\\_eng\\_bP7VWsH.pdf](https://www.abertis.com/media/annual_reports/2015/IA2015_abertis_eng_bP7VWsH.pdf)
- Abertis, (2016), *Consolidated Financial Statements for the year ended 31 December 2015*. [https://www.abertis.com/media/annual\\_reports/2015/Cuentas%20anuales%20consolidadas%20integradas\\_5vV4LQj.pdf](https://www.abertis.com/media/annual_reports/2015/Cuentas%20anuales%20consolidadas%20integradas_5vV4LQj.pdf)
- Madalina Mihai, A. (2014-2015). *Abertis Infraestructuras S.A. y su valor en bolsa*, Escuela Universitaria de Estudios Universitarios Donostia - San Sebastian.
- Puente Valbuena, R.. (2016). *Valoración y Adquisición de Empresas: Valoración de Oferta de Caixabank sobre BPI*, Universidad de Cantabria
- Expansión (2018). *La CNMV autoriza la opa de ACS sobre Abertis*. Available at: <http://www.expansion.com/empresas/transporte/2018/03/12/5aa6329aca4741ae498b4571.html>
- El Economista (2018). *Abertis pide que su "historia de éxito" siga íntegra en un proyecto "más grande" tras las OPAs*. Available at: <http://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/9000094/03/18/Abertis-celebra-hoy-su-junta-general-de-accionistas.html>.
- Mesones, J., Esteller, R. & Triana, C., 2018. Hochtief (ACS) y Atlantia se repartirán el poder en Abertis: la OPA conjunta se lanzará a 18,36 euros y en efectivo. Available at: <http://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/9003202/03/18/Atlantia-anuncia-que-ha-llegado-a-un-acuerdo-con-ACS-y-Hochtief-por-Abertis.html>
- Anon, Deal timeline of Abertis/Atlantia. *Manalo LLP*. Available at: <https://www.manalo-llp.com/deals/3-abertis-atlantia>.
- Berenberg Sector Report (2017). *Hochtief is eyeing up on Abertis*. Construction: Infrastructure / Concessions. [online] Available at: <https://es.scribd.com/document/361335936/Construction-09-2017-26-Sector-Hidden>.
- Europa Press (2018). *La OPA a Abertis termina este martes y el grupo deja la Bolsa*. [online] europapress.es. Available at: <http://www.europapress.es/economia/noticia-opa-abertis-termina-martes-grupo-deja-bolsa-20180506111044.html>.
- CNMV (2018). *RESULTADO DE LA OPA SOBRE ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A. FORMULADA POR HOCHTIEF, AG*. [online] Available at: [https://www.abertis.com/media/relevants\\_facts/2018/05/14/Hr%20resultado%20OPA%20Abertis.pdf](https://www.abertis.com/media/relevants_facts/2018/05/14/Hr%20resultado%20OPA%20Abertis.pdf).
- García, P. and Monzón, A. (2018). *Por qué Florentino hace buen negocio con Abertis en el país de las autopistas quebradas*. [online] El Independiente. Available at: <https://www.elindependiente.com/economia/2018/03/15/florentino-buen-negocio-abertis-autopistas-quebradas/>
- Parreño Santa-Olalla, J. (2018). *Fusiones y adquisiciones: Tema 3. Descuentos de Flujos de Caja*.
- Parreño Santa-Olalla, J. (2018). *Fusiones y adquisiciones: Tema 3. Introducción a la valoración de empresas*.
- Parreño Santa-Olalla, J. (2018). *Fusiones y adquisiciones: Tema 2. Régimen Español y Ley de OPAs*
- Capital Markets (2018). *MARKET FLASH: ACS - Abertis: CNMV aprueba OPA de Hochtief*. [online] Available at: <https://www.capi.es/CapitalMarkets/informes/bolsa/Analisis/Market%20Flash%20ACS-Abertis%2012-03-18.pdf>.

- Álvarez, D. (2018). *El Gobierno facilita a Abertis la venta de Hispasat a Red Eléctrica*. [online] La Vanguardia. Available at: <http://www.lavanguardia.com/economia/20180407/442274217522/abertis-hispasat-opa-red-electrica-espanola.html>
- Expansión (2018). *Abertis pide a la junta vender Hispasat a REE por 1.149 millones*. [online] Available at: <http://www.expansion.com/empresas/transporte/2018/02/08/5a7bfa86e2704ec51f8b4645.html>.
- Expansión (2018). *Atlantia planea subir a más de 20 euros su opa por Abertis*. [online] Available at: <http://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2018/02/06/5a78b6be468aebdc258b4645.html>.
- BOLSAMANIA. (2018). *La fiscalidad de la inversión en 2017: así tributan acciones, bonos, ETF, fondos, planes y sicavs*. [online] Available at: <http://www.bolsamania.com/noticias/declaracion-renta/fiscalidad-hacienda-acciones-dividendos-bonos-etf-fondos-planes-sicavs--2491754.html>.
- Economía Digital (2018). *Abertis: así se la repartirán ACS y Atlantia (con el Gobierno en medio)*. [online] Available at: [https://www.economiadigital.es/directivos-y-empresas/abertis-acs-atlantia-reparto\\_542057\\_102.html](https://www.economiadigital.es/directivos-y-empresas/abertis-acs-atlantia-reparto_542057_102.html).
- Magariño, J. (2018). *Hacienda y la Abogacía del Estado retienen el plan estrella de Fomento*. [online] Cinco Días. Available at: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/04/06/companias/1523040397\\_824349.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/04/06/companias/1523040397_824349.html).
- Ojeda, B. (2018). *Abertis: Results OK ahead of bid approval*, UBS Research
- Renta 4 (2017). *ACS, a través de HOCHTIEF, lanza una contraoferta por Abertis*. Available at: [https://www.r4.com/analisis/informes/acs\\_opa\\_abertis\\_20171019.pdf](https://www.r4.com/analisis/informes/acs_opa_abertis_20171019.pdf)
- Bankinter (19-05-2017), *Abertis Broker Report* [https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=PVAL&subs=IBEX&nombre=ABE\\_Mayo2017\\_OPA%20Atlantia.pdf](https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=PVAL&subs=IBEX&nombre=ABE_Mayo2017_OPA%20Atlantia.pdf)
- EXPANSION (2018). *Opa de ACS sobre Abertis: Guía para los accionistas*. [online] Available at: <http://www.expansion.com/mercados/2018/03/18/5aae91c9e2704e807d8b4627.html>.
- EXPANSION (2018). *ACS y Atlantia sondean repartirse Abertis y evitar la guerra de opas*. [online] Available at: <http://www.expansion.com/empresas/transporte/2018/03/08/5aa0da48e2704e83758b4617.html>.
- Abertis (2018). *RESULTADOS ENERO-MARZO 2018*. [online] Abertis Nota de Prensa. Available at: [https://www.abertis.com/media/news/2018/04/25/25042018\\_Abertis1Q2018.pdf](https://www.abertis.com/media/news/2018/04/25/25042018_Abertis1Q2018.pdf).
- Abertis (2018). *Results Q1 2018*. [online] Abertis Nota de Prensa. Available at: [https://www.abertis.com/media/quarterly\\_results/2018/Business%20Evolution%201T%202018\\_cAAuT78.pdf](https://www.abertis.com/media/quarterly_results/2018/Business%20Evolution%201T%202018_cAAuT78.pdf)
- Deloitte. (2018). *La Importancia de Anticipar los Impactos Contables en Fusiones y Adquisiciones (M&A) | Deloitte Chile | Purchase Price Allocation*. [online] Available at: <https://www2.deloitte.com/cl/es/pages/finance/articles/impactos-contables-fusiones-adquisiciones.html>.
- Hochtief (2018). *CR/IR Company Presentation* [online] Available at: <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=6&ved=0ahUKEwjEp7GS7rTbAhXDyaQKHVBbCQsQFghOMAU&url=https%3A%2F%2Fwww.hochtief.de%2Fhochtief%2Fmmdownload%3Fid%3D144209%26format%3D4&usq=AOvVaw2Blt62bptUoLCA3O8pNTjO>

- 4-traders.com. (2018). *Atlantia : Financials, earnings estimates and forecasts for Atlantia | ATL | 4-Traders*. [online] Available at: <http://www.4-traders.com/ATLANTIA-104077/financials/>

**Páginas web y bases de datos consultadas:**

- Bloomberg
  - <http://www.bolsamania.com/accion/ABERTIS>
  - <http://www.expansion.com/mercados/recomendaciones.html>
  - [www.abertis.com](http://www.abertis.com)
  - [www.hochtief.com](http://www.hochtief.com)
  - [www.grupoacs.com](http://www.grupoacs.com)
  - [www.atlantia.it/en](http://www.atlantia.it/en)
  - <http://www.edizione.it>
  - <https://www.hispasat.com/es/>
  - <https://www.cellnextelecom.com/quienes-somos/>
  - Cotización histórica: [http://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/historicos/abertis\\_M.ABE.html](http://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/historicos/abertis_M.ABE.html)
  - CNMV: <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>
    - <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Folletos/ListaOPAS.aspx?nif=A-08209769>
    - <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/DerechosVoto/Notificaciones-Participaciones.aspx?qS={00454ad3-51a2-4730-a0e2-8288f09fa675}>
    - <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folletos/ListaOPAS.aspx?fechaDesde=01/01/2010&fechaHasta=23/05/2018>
-