

ALQUÍMICA 2011¹

Lucila Van Groen era miembro del equipo de Fusiones y Adquisiciones de la empresa Internacional de Productos Químicos (IPQ), una multinacional con sede central en Holanda. A principios del año 2011 le habían encomendado la valoración de la empresa española Químicas de Alcalá, SA (Alquímica), con la que la dirección de IPQ había iniciado conversaciones para su posible adquisición.

El sector en que operaban IPQ y Alquímica estaba viviendo un fuerte proceso de consolidación por adquisiciones y fusiones de las empresas más pequeñas. De esta forma se iban agrupando, formando conglomerados con escala suficiente para desarrollar con éxito la I+D que el mercado demandaba.

IPQ era considerado un operador de tamaño mediano en el sector, con unas ventas de 190 millones de euros. Había realizado en los últimos años adquisiciones en Francia, Italia, Grecia y Austria. Con la compra de Alquímica pretendía introducirse en el mercado español, donde hasta ese momento no tenía ninguna presencia, y aumentar al mismo tiempo su capacidad de producción mediante las instalaciones industriales de Alquímica.

Alquímica tenía su fábrica en Alcalá de Guadaíra (Sevilla - España) con instalaciones para la mezcla y formulación de compuestos a partir de sustancias tanto líquidas como sólidas. Comercializaba sus productos en toda España a través de una red de mayoristas y minoristas especializados. Los estados financieros de Alquímica se presentan en el Anexo 1.

¹ Caso de la División de Investigación del Instituto Internacional San Telmo, España. Preparado por el profesor Miguel A. Soto Araneta, del Instituto Internacional San Telmo, para su uso en clase, y no como ilustración de la gestión, adecuada o inadecuada, de una situación determinada.

Copyright © Septiembre 2013, Instituto Internacional San Telmo. España.

No está permitida la reproducción, total o parcial, de este documento, ni su archivo y/o transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro o por otros medios, sin la autorización expresa y escrita del Instituto Internacional San Telmo.

Lucila tuvo una primera reunión de trabajo con Peter Brummel, un Ingeniero Químico de su equipo con amplia experiencia comercial que había visitado las instalaciones de Alquímica. Con la información suministrada por Peter preparó las siguientes hipótesis que le ayudarían a proyectar los resultados futuros de la posible adquisición:

- El primer año esperaban una reducción de las ventas de aproximadamente el 10%, como consecuencia de la eliminación de algunos productos y el impacto del cambio en la propiedad y la dirección. El segundo año las ventas crecerían el 15% y el tercero el 25%, merced a la incorporación de nuevos productos de IPQ, hasta completar la capacidad de producción de la fábrica de Alquimia (aproximadamente 24 millones de euros).
- A partir del tercer año los crecimientos serían únicamente por precio, salvo que se realizasen nuevas inversiones que no estaban contempladas en este plan de negocio. En esas circunstancias era razonable esperar un incremento de todas las partidas según la evolución del IPC. En países desarrollados IPQ consideraba habitualmente un IPC del 2%.
- El margen bruto, en % sobre ventas, permanecería constante, previsiblemente.
- Como consecuencia de la integración de ambas organizaciones, esperaban una reducción de gastos de personal de 175.000 euros. Gracias a las economías de escala de esta industria esperaban que un crecimiento del 5% en los gastos de personal para los años siguientes sería suficiente para acompañar el crecimiento de la producción.
- Las sinergias esperadas también permitirían una reducción de la partida de “otros gastos de explotación” en 150.000 euros en el primer año. Para absorber el incremento de la producción en los años 2 y 3 se esperaba un crecimiento de estos gastos del 15% anual.
- Una previsión razonable de inversiones para los próximos 3 años podía estar en torno a 170.000 euros anuales, sin esperar por ello un incremento significativo de la capacidad. Estas nuevas inversiones tendrían poco impacto en la cifra de amortización anual.
- Se esperaba que la proporción de necesidades operativas de fondos² sobre ventas se mantuviese similar a la que podía apreciarse al cierre de cuentas de 2010.

Lucila sabía que IPQ acostumbraba a mantener la estructura financiera de las sociedades que adquiría, es decir, no pedirían nueva deuda para comprar Alquímica, ni tampoco tenían previsto reducir su nivel de endeudamiento con recursos de la central. IPQ exigía a los recursos propios empleados en nuevas adquisiciones una rentabilidad del 15% después de impuestos. Los tipos de interés de la deuda eran del 5%. El tipo impositivo a aplicar sobre el beneficio era del 30%.

² Necesidades operativas de fondos: la inversión en activo circulante (clientes, existencias, caja operativa y otros deudores) neta de la financiación espontánea (proveedores y otros acreedores comerciales a corto plazo).

Con esta información, que a Lucila le parecía bastante escasa, su jefe le había pedido una primera aproximación al valor de Alquímica y de sus acciones. Lucila recordaba, de sus lecciones en el MBA que había cursado recientemente, que las acciones de una empresa se podían valorar mediante el *descuento de flujos de fondos para el accionista*, pero para eso necesitaba conocer mejor la estructura de la deuda y su evolución previsible. Por suerte, también recordaba que podía valorarse un negocio mediante la proyección de los *flujos de fondos libres*, descontándolos al coste medio ponderado de los recursos. Armada con su hoja de cálculo, Lucila se presentó ante su jefe para discutir su primera aproximación de valor.

En la entrevista, su jefe se mostró de acuerdo con las hipótesis generales sobre el negocio que Lucila había formulado para realizar la valoración, pero sugirió que sería más esclarecedor utilizar la técnica del descuento de flujos de caja para el accionista. Así pues, Lucila solicitó a los responsables de Alquímica la información pertinente sobre su estructura de financiación, recibiendo la siguiente información:

- La deuda a largo plazo de la empresa tenía que ser amortizada, según los contratos de préstamo con los bancos, en los siguientes importes anuales:

2011:	340.000 euros
2012:	278.000 euros
2013:	298.000 euros
Años posteriores:	2.500.000 euros

- La deuda a corto plazo consistía en una póliza de crédito con un riesgo máximo de 500.000 euros y varias líneas de descuento para el anticipo de cobro de clientes, con un riesgo máximo de 3 millones de euros. Alquímica tenía habitualmente “en el cajón” documentos de cobro de los clientes suficientes para disponer del saldo máximo de las líneas de descuento, pero únicamente los utilizaba de acuerdo con sus necesidades de tesorería.

Lucila consideraba prudente pensar que la disponibilidad de crédito a corto plazo se mantendría en los límites negociados, y que no podrían contar con ampliarla. Por eso, si Alquímica tuviese necesidades adicionales de financiación, ésta tendría que ser aportada por la empresa matriz: IPQ.

A partir de esta información, Lucila utilizó el descuento de flujos de caja para el accionista para calcular el valor de Alquímica. Al observar las diferencias entre los valores obtenidos por ambos métodos no podía dejar de preguntarse ¿A qué se debían esas diferencias? ¿Cuál de los valores obtenidos resultaba más significativo?

Su jefe le había pedido que discutiese la valoración de Alquímica en la siguiente reunión del equipo de Fusiones y Adquisiciones.