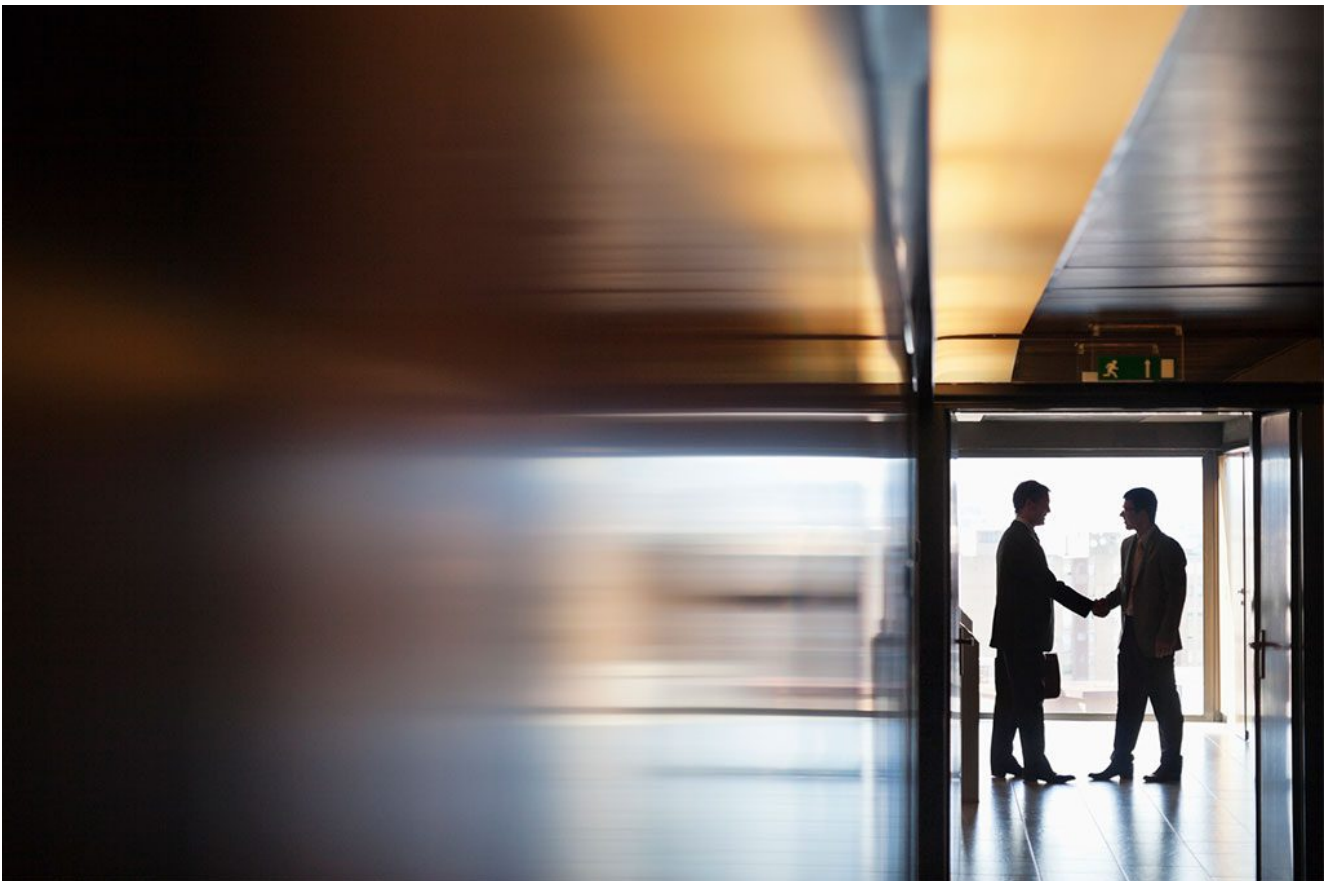


## Cómo calcular las sinergias de una fusión

**¿Cómo saber si una fusión entre empresas generará valor? Y lo más importante, ¿a cuánto ascenderá el valor de esa integración una vez se lleve a cabo? Son preguntas difíciles de responder: el valor de las sinergias, si es que existen y llegan a materializarse, solo se demuestra con el tiempo. Sin embargo, existen distintos métodos para tratar de aproximarlas.**



7 de septiembre de 2012

La nota técnica "[Tres herramientas para valorar sinergias](#)", de los profesores del IESE Miguel Cantillo y [Carles Vergara](#), presenta tres métodos útiles para estimar el valor de las sinergias esperadas ante la fusión de dos compañías: el análisis de la reacción del mercado, la valoración por múltiplos de empresas y transacciones similares, y el análisis de los flujos de caja sinérgicos.

Ninguno es perfecto ni definitivo, pero los tres, explicados con todo detalle a partir del ejemplo real de la compra de Altadis por Imperial Tobacco, arrojan luz sobre la verdadera naturaleza de las sinergias y su impacto sobre el valor de las compañías que se ven inmersas en un proceso de integración.

## **Análisis del mercado**

El primer método propuesto para estimar sinergias parte del valor en Bolsa de las empresas implicadas en una fusión antes y después del anuncio de la misma.

Cuando Imperial Tobacco lanzó su oferta por Altadis, a un precio de 45 euros por acción, la acción de la tabacalera hispano-francesa cotizaba a 38,89 euros.

La oferta de compra, por tanto, suponía pagar a los accionistas de Altadis una prima del 16%. Una cifra que, curiosamente, coincide con la revalorización media para las empresas compradas según un estudio en el que se analizaron casi 3.700 fusiones llevadas a cabo entre 1973 y 1998.

Sin embargo, la acción de Altadis reaccionó a la oferta con una subida todavía mayor, revalorizándose casi un 23%. Lo más sorprendente, sin embargo, es que el precio de la acción de Imperial Tobacco también subió tras el anuncio (más de un 8%), cuando lo habitual es que el precio de la empresa compradora baje.

Primera interpretación: el mercado valoraba la fusión muy positivamente. De hecho, le daba un valor mayor del que reflejaba la propia oferta de Imperial Tobacco (Altadis llegó a cotizar a 47,72 euros, por encima de los 45 euros ofertados).

Dicho de otro modo: si la oferta progresaba, Imperial Tobacco pagaría por Altadis menos de lo que valía realmente. Ese buen negocio que estaría haciendo explica la subida, poco común, de la empresa compradora.

Cuando el anuncio de una fusión hace aumentar el valor de una o de ambas empresas es porque el mercado interpreta que existen sinergias derivadas de la integración.

Coloquialmente, diríamos que "uno más uno suman más de dos". Pero, la pregunta es: ¿cuánto más? La respuesta no puede ser más que una estimación, con el margen de error que eso conlleva.

Para obtener un valor aproximado, basta con comparar el valor que el mercado otorga a la unión de las dos empresas en un escenario de integración (sumando las capitalizaciones en Bolsa de Altadis e Imperial Tobacco tras la noticia de su posible fusión) con el que tenían antes del anuncio de la operación. La diferencia son las sinergias estimadas.

El análisis de la reacción del mercado es un método de valoración de sinergias muy sencillo pero que aporta mucha información: no solo ofrece una estimación del valor de las sinergias esperadas, sino también información de cómo se distribuyen entre los accionistas de una y otra empresa, e incluso si se paga por la empresa adquirida lo que realmente vale o no.

Esa es su principal ventaja: con unos pocos datos y unas operaciones de lo más sencillas, podemos extraer bastantes conclusiones. Su principal inconveniente, es que solo sirve para fusiones entre empresas cotizadas y que depende completamente de la percepción, subjetiva, del mercado. Y este se equivoca muchas veces.

## **Múltiplos de empresas y transacciones similares**

El segundo método toma como base para la estimación de las sinergias lo ocurrido anteriormente en operaciones entre empresas parecidas. Se trata de encontrar un múltiplo que represente el "efecto multiplicador" que ha tenido para ellas la fusión.

Para calcular este múltiplo, se puede recurrir a distintos ratios: en el numerador, lo más habitual es utilizar indicadores sobre el valor del negocio (*Enterprise Value*, capitalización en Bolsa...); para el denominador, se suele utilizar el EBITDA o EBIT (u otras variables como ventas, beneficio neto, valor en libros...).

Una vez calculado este múltiplo para cada una de las empresas y transacciones de referencia, se saca el promedio, que es el que utilizaremos para estimar el valor de la empresa en un escenario de fusión.

En la fusión de Imperial Tobacco-Altadis, por ejemplo, el múltiplo promedio que resulta de analizar transacciones similares es de 12,05 si utilizamos un ratio de valor del negocio (numerador) sobre EBITDA (denominador).

Conociendo el valor de este múltiplo promedio y sabiendo que el EBITDA estimado de Altadis

en 2008 era de 1.243 millones de euros, podemos deducir que su valor, una vez descontada su deuda (2.702 millones de euros), asciende a 12.276,15 millones de euros. O, lo que es lo mismo: 47,95 euros por acción.

Llegados a este punto, solo nos queda ver la variación en el valor de Altadis tras el anuncio de fusión para concluir que las sinergias esperadas suman 2.319 millones de euros, el resultado de multiplicar el cambio en el precio de la acción (47,95 — 38,89) por el número de acciones (256 millones).

Con este método, obtenemos una valoración inferior, más conservadora, de las sinergias que en el anterior.

## **Descuento de flujos de caja sinérgicos**

El tercer y último mecanismo de estimación de sinergias propuesto por los autores pasa por la aplicación de la fórmula general de descuento de flujo de caja, lo que implica estimar previamente una tasa de crecimiento ( $g$ ) de los flujos de caja y una tasa de descuento del capital ( $k$ ), o sea, tener algunas nociones de matemáticas financieras. Es, por tanto, bastante más complejo que los anteriores.

Además, este mecanismo requiere trabajar con proyecciones a una serie de años vista del valor de los flujos de caja sinérgicos: aquellos ingresos extras atribuibles al proceso de integración (sinergias en ventas) y, sobre todo, los ahorros derivados de los procesos de reestructuración (sinergias en costes), que se dan con mucha mayor frecuencia y seguridad.

En el caso de Altadis, tanto la empresa compradora como los bancos hicieron sus proyecciones de los flujos de caja sinérgicos a cinco años vista (de 2008 a 2012). A partir de ahí, con los cálculos oportunos, estimaron unas sinergias de 3.417 y 4.308 millones de euros, respectivamente.

## **¿Cuál elegir?**

Hemos visto cómo calcular las sinergias esperadas por la fusión entre Altadis e Imperial Tobacco de tres maneras distintas. Ninguna es perfecta y cada una nos da un valor distinto. Sin embargo, nos dan un rango razonable de entre 2.300 y 3.900 millones de euros.

Puede parecernos muy amplio, ya que el valor de las sinergias puede variar hasta 1.600 millones de euros según el método de cálculo elegido. Por eso, idealmente, usaríamos los tres. Y sin olvidar que son solo aproximaciones, podríamos ponderar nuestra decisión.

[www.iese.edu/es/insight](http://www.iese.edu/es/insight)