



→ 2014 puede ser un año de movimientos en el sector de la consultoría. Durante los próximos meses veremos fusiones de compañías de nicho, españolas internacionalizándose y extranjeras, especialmente asiáticas, comprando en nuestro país. Eso sí, la dependencia del factor humano y la presión en márgenes lo hacen un sector complicado para inversores financieros.

La consultoría es un sector de personas. Sus productos y servicios son importantes pero todo su valor reside en el capital humano que es capaz de captar. A pesar de que el negocio en España no pasa por su mejor momento, muchas compañías han conseguido seguir mejorando sus márgenes gracias a su expansión internacional. Después de más de cinco años de contracción, el mercado español vuelve a experimentar un incremento. Al menos eso asegura **Francisco Ruiz, Director Corporativo de Desarrollo de Negocio de Axis Corporate**, que señala que el mercado español es "el tercero de Europa por volumen de negocio y es relativamente maduro, sin llegar a los niveles de EE.UU. o Reino Unido, pero comparable a otros europeos como el alemán o el francés". Nos encontramos ante un sector con una fragmentación razonable, con grandes multinacionales, pero también con empresas de nicho.

En general, el comienzo de la recuperación económica ha dado lugar a algunos movimientos de concentración. **Francisco R. Aldavero, Socio de Araoz & Rueda**, asegura que, "sin duda, las últimas operaciones cerradas o anunciadas, tanto en España como en el extranjero (Foster Wheeler, Applus+, Everis, Mapro,

BGL, ElisaDBI, etc.) animan a pensar que 2014 será un año de movimientos en el sector". En este sentido, **Ruiz** considera que "algunas de las operaciones corporativas que realizan este tipo de compañías se orientan a incorporar equipos con experiencia en áreas de las que la empresa no dispone y que tienen demanda en el mercado. Asimismo, las fusiones se enfocan a incrementar el volumen de negocio y poder competir con consultoras de mayor tamaño". Desde el punto de vista de **Benito Vázquez, CEO de Everis**, no habrá grandes deals, aunque "sí puede haber fusiones de compañías de nicho que se integren entre sí o adquieran algo fuera de España en mercados menos maduros. También es posible que compañías chinas o indias compren alguna española, aunque lo veo menos probable".

Quizá lo más probable será ver compras de españoles en el exterior, continuando la expansión internacional que han llevado a cabo durante los últimos años. En general, los profesionales tienen claro que el principal mercado para crecer es Latinoamérica, principalmente Brasil, México, Colombia y Perú, por motivos culturales y por las oportunidades de negocio que generan estos países. **Vázquez** apunta que, además, también es interesante el mercado africano, es-

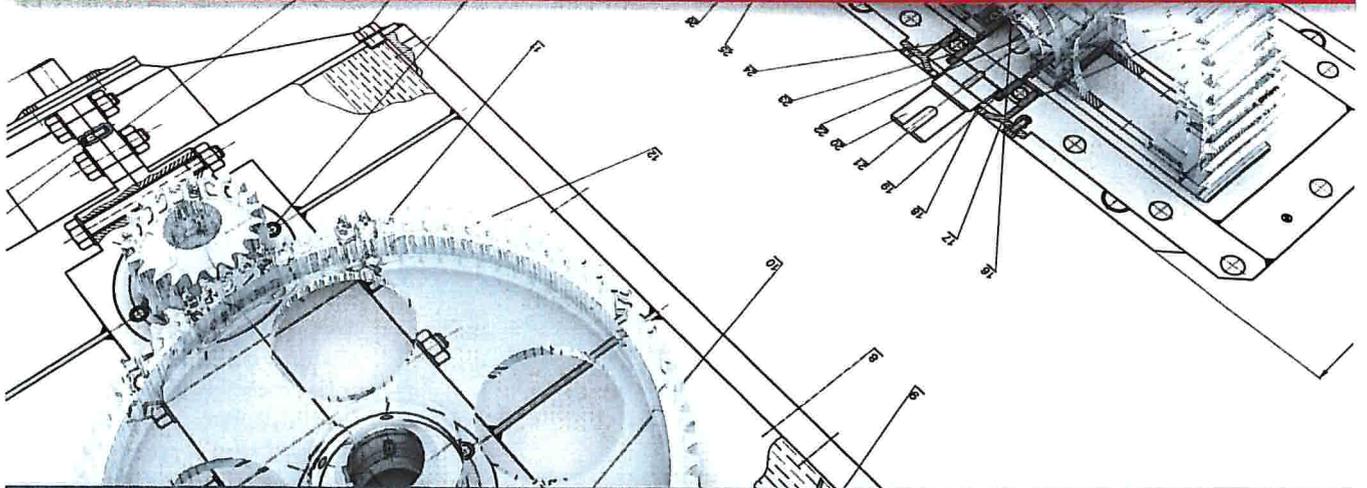
pecialmente a largo plazo, dado que todavía tiene sus riesgos.

¿Un sector para el capital riesgo?

Lo cierto es que, hasta la fecha, no ha habido demasiadas inversiones de fondos de capital riesgo en consultoras. 3i y Apax Partners han estado en el capital de Everis, mientras que Baring Private Equity ha invertido en Grupotec. No obstante, no se trata de un mercado tipo para estos fondos. **Alejo Vidal-Quadras, Director General de 3i España**, explica que, "en general, es un sector que depende mucho de las personas, y no hablamos solo del top management, sino de todo el equipo. Por ello, es clave encontrar situaciones en las que la estructura de la operación permite alinear los intereses de esas personas con los del fondo". La importancia del factor humano es tal que las inversiones se han realizado siempre en minoría, para que el control estuviera en manos del equipo directivo. En este sentido, **Aldavero** asegura: "es frecuente que los fundadores sean los propios profesionales que lideran el proyecto, por lo que las inversiones en minoría suelen obedecer al interés de los promotores por mantener el control". Y es que, el alineamiento de intereses económicos, y sobre todo emocionales, son los elementos más críticos a la hora de



Ingeniería, un mercado de largo plazo



Internacionalización, concentración y especialización, éstas serán las tendencias del mercado de ingeniería durante los próximos años. Con una situación complicada a nivel nacional, Latinoamérica, EE.UU. y Canadá se han convertido en objetivos prioritarios de un sector poco intensivo en capital y de proyectos a largo plazo.

España es un país puntero en cuanto al sector de ingeniería pero, durante los últimos años, ha vivido un importante desplome en el mercado nacional. En concreto, **Íñigo Frau Uriarte, Socio de Albia Capital Partners**, explica que la ingeniería ha sufrido una reducción de su volumen de negocio, dado que está muy vinculado a la inversión, ya sea pública o privada. "Las expectativas de inversión no resultan demasiado halagüeñas para los próximos años, por la regulación energética en España, la capacidad de inversión de la Administración y la sobrecapacidad productiva de la industria". En este sentido, la caída de la actividad en nuestro país y la enorme competencia internacional deberían empujar a un claro movimiento de consolidación sectorial. Según **José Ignacio Morales, Director Financiero de SENER**: "una de las razones que han llevado a esta concentración es la necesidad de adquirir un tamaño suficientemente grande como para hacer frente a las exigencias de nuevas modalidades de contratación, como EPCs de grandes infraestructuras e instalaciones de energía, en las cuales no solo es necesario ofrecer solvencia técnica, sino también fortaleza de balance y presencia internacional. Todo ello ha provocado que la atomización sectorial vaya desapareciendo progresivamente y se vaya produciendo una fuerte consolidación. En algunas áreas (como infraestructuras civiles) más acentuado que en otras (energía), pero en todas existe esa tendencia a concentrar esfuerzos". En este sentido, **Uriarte** está de acuerdo, dado que "los costes de estructura de una ingeniería pequeña son muy elevados y su impacto disminuye drásticamente a medida que se incrementa el volumen".

UN MERCADO INDUSTRIAL

El sector de ingeniería es bastante propicio para generar operaciones. Pero, ¿cuáles serán las tendencias de los próximos años? **Uriarte** lo tiene claro: "internacionalización, concentración y especialización,

buscando ofrecer soluciones verticalizadas". En cuando a la primera, hay que tener en cuenta que este mercado depende en gran medida de la licitación pública, ámbito en el que el conocimiento de las particularidades locales de cada país es clave. Por tanto, es de esperar que el siguiente paso de las empresas españolas sea posicionarse en aquellos países más activos mediante la compra de empresas locales. En este sentido, "las geografías más interesantes son Latinoamérica, en la que la necesidad de

“Este mercado tiene más sentido para compradores de perfil industrial y comprometidos con la actividad empresarial más a largo plazo”

invertir en infraestructuras se une a la facilidad del idioma y la cultura común, y Norteamérica, donde las infraestructuras no han evolucionado en consonancia con el desarrollo económico". En los próximos meses veremos, sin duda, operaciones de españolas dirigidas a posicionarse en EE.UU. y Canadá. En cuanto a los deals protagonizados por inversores extranjeros en España, hay apetito por parte de multinacionales en compañías especializadas en soluciones concretas, más de nicho. Pero, ¿es un sector interesante para el private equity? Al igual que ocurre con la consultoría, este mercado tiene más sentido para compradores de perfil industrial y comprometidos con la actividad empresarial más a largo plazo. Según **Morales**, "inversores puramente financieros, como fondos de capital riesgo, pueden ser interesantes para start ups o determinados proyectos, pero hay complicaciones serías para compatibilizar los plazos en los que esperan tener retornos con los propios del negocio". Además, como desventaja cabe destacar, en palabras de **Uriarte**, "la dificultad para hacer valer una contribución

meramente económica en un sector poco intensivo en capital, frente a la aportación inmateral ('know how, contactos, etc.) de los socios industriales".

EL PROCESO

En todo proceso de compra, aparecen dificultades específicas de cada sector en concreto, además de las propias de la operación. La ingeniería no es ajena a ello. **Uriarte** apunta dos especificidades a tener en cuenta: "los acuerdos con el management y estimar la recurrencia a futuro de una actividad en la que, en general, las facturaciones pasadas no condicionan en absoluto las futuras y, por tanto, la cartera de proyectos debe conseguirse año a año desde cero".

Para realizar la valoración, el comprador hace un análisis profundo del negocio que está estudiando, evalúa aspectos estratégicos, de producto, mercado, RRHH, tecnología, posicionamiento, riesgo, etc. "La media del sector implica múltiplos de 4x a 10x ebitda". En cuanto a la financiación, hay que tener en cuenta que, normalmente, estas empresas suelen necesitar mucho circulante en relación a su cifra de ventas, sobre todo cuando los proyectos a los que se dedica la empresa son de maduración larga. **Morales** explica que, para el día a día, "las ingenierías suelen tener necesidades de avales, seguros de cambio y productos bancarios muy estándar, lo que no suele ser demasiado complicado. No se suele ser demandante de financiación ajena salvo para compras de empresas o para acometer proyectos especiales en los que, además de contratista, se está en propiedad del proyecto. En tales ocasiones, se suele optar por un préstamo corporativo (la dificultad estaría en el balance de la empresa) o un project finance. En cualquier caso, la reputación técnica y financiera de la empresa es fundamental".



Llevar a cabo adquisiciones en este mercado. Al menos eso considera **Carlos Aroz, de Baring Private Equity**, que apunta que "son culturas difíciles de gestionar. Se trata de empresas con menos interés por abordar crecimientos agresivos, con poca orientación al margen. Los inversores debemos diseñar la operación desde el punto de vista de la estructura

y el alineamiento de intereses para conseguir una buena inversión". Por último, cabe reseñar que no se trata de un mercado propicio para realizar un build up porque, según el directivo de Baring, "las distintas culturas suelen tener problemas para acoplarse, el talento se marcha con facilidad cuando está descontento y las adquisiciones son siempre arriesgadas".

En general, si se hacen compras, "lo que se busca es incorporar más capacidades (áreas de experiencia) que permitan crear un grupo con una oferta más completa de servicios. Las sinergias y las reducciones de costes no son palancas importantes". **Vázquez** está de acuerdo dado que, Everis, hasta la fecha, ha crecido casi siempre de forma orgánica: "veo difícil que una compañía como la nuestra crezca inorgánicamente. Tenemos un modelo de compañía que es nuestro ADN y, para nosotros, lo natural es incorporar talento desde la base, lo que, además, es mucho más barato que comprar una empresa".

En general, el capital riesgo lo tiene complicado. Pero, ¿qué opinan los industriales? ¿Ven en estos inversores un aliado? Todo tiene sus ventajas y sus inconvenientes. **Vázquez** explica los aspectos positivos de haber tenido fondos en su accionariado: "un capital riesgo te da mucha seriedad y rigor en la gestión económica y financiera de la compañía, te obliga a organizarte y estructurarte con la mentalidad de una gran empresa. Además, si un private equity invierte en tu empresa, da al mercado la imagen de que es interesante, dinámica y con buenas perspectivas de futuro". No obstan-

Everis, cuando el plan B también funciona

Finalmente, 3i no sacó a Bolsa Everis como tenía planeado. No obstante, el plan B salió como estaba previsto cuando la japonesa NTT adquirió el 100% de la consultora, generando una plusvalía neta del 33% del NAV para el fondo. En un momento macro complicado, la operación supuso un antes y un después en la inversión extranjera en nuestro país.

En 2007 decidieron invertir en Everis, ¿por qué se sintieron atraídos por esta compañía?

La empresa tenía crecimientos anuales por encima de 12% antes de 2007. Además, tenía un plan de crecimiento en Latinoamérica que nos atraía mucho. La compañía estaba buscando a un socio que sustituyera a Apax Partners, en minoría, y que entendiera bien su negocio. Nosotros habíamos estado siguiendo a Everis desde hacía años. No fue un proceso excesivamente competitivo porque encontrar inversores minoritarios que aportaran esta cantidad tampoco era muy sencillo.

La operación, valorada en €60M, se realizó junto a Grupo Corporativo Landon, ¿fueron de la mano en la inversión?

Los dos estábamos interesados en paralelo y nos conocíamos desde hacía tiempo. Ellos habían estado en el capital de Clínica Baviera y les habíamos comprado su participación para sacarla a Bolsa unos años más tarde. Nos sentíamos cómodos coinvertiendo con ellos y nos compagínamos bien, porque 3i es un fondo internacional y, Landon, un family office. Entre los dos compramos el 24,4%. En concreto, nosotros nos hicimos con el 18,3%, aportando todo el capital en equity.

¿No se plantearon la posibilidad de tomar la mayoría? ¿Por qué?

No existía esa posibilidad y no nos lo planteamos por varias razones. Éste es un negocio de gente, y es muy importante que ese talento esté totalmente involucrado en el acciona-

riado. 3i tiene mucha experiencia invirtiendo en minorías, tanto a nivel nacional como global, y nos sentíamos cómodos con la ecuación de riesgo-oportunidad de la inversión, acompañando a un equipo muy sólido y alineado a nivel accionarial.

Tan solo realizaron una compra a través de Everis, Net2u, ¿no era una compañía propicia para hacer un build up?

Everis siempre estaba abierta a compras, pero era importante que aportaran algún know how muy diferencial. Normalmente, con este tipo de empresas, si quieres hacer algo nuevo, lo sueles desarrollar orgánicamente. Antes de nuestra entrada, habían tenido experiencias mixtas en adquisiciones fuera de España, en Alemania y otros países europeos. Pero

la estrategia de Everis nunca ha sido hacer un build up, sino compras oportunistas de empresas con un factor diferencial importante. No obstante, la mejor forma de crecer en los mercados target de Everis es greenfield y el acompañamiento a los clientes, especialmente a la hora de dar el salto a Latinoamérica. Por otra parte, se realizaron muchas inversiones de menos de €5M a través de Everis Initiatives, una especie de incubadora cuyo objetivo es financiar empresas tecnológicas en fase de early stage, pero con una estructura totalmente independiente de la organización de la propia Everis.

¿Cómo creció la compañía desde su entrada en 2007 hasta la reciente venta?

En 2006, el ebitda neto de Everis fue de €25M. En el año de nuestra salida, la compañía apuntaba a más que duplicar esta cifra y, hasta que firmamos nuestra salida, íbamos por encima de presu-

te, el CEO de Everis también ha tenido tiempo de ver las desventajas de este tipo de inversores: “no te aporta lobbie en el mercado, o el prestigio y la marca que te puede dar un industrial. Tampoco te pueden dar una propuesta de valor porque no están especializados y, a veces, te merma tu capacidad de proyección a largo plazo, porque cuentan con un periodo de inversión de cinco años, así que cualquier iniciativa que supere ese tiempo, no les interesa, porque consume capital y recursos y el rendimiento se verá cuando ya hayan desinvertido”.

Valoración y financiación

Como en la mayoría de los mercados, a la hora de poner precio a una empresa, se analizan las cifras económicas y el track record, el proyecto, la oferta de valor, competencia y competitividad, notoriedad y percepción de marca, business plan, etc. **Vázquez** explica que “esto es lo que los inversores miran de forma ortodoxa, pero creo que lo importante de una compañía es el orgullo de pertenencia de sus empleados y si la empresa tiene un modelo referencial”. Si hablamos de múltiplos, la media del mercado, según los profesionales consultados, está entre

5x y 8x, aunque ha habido operaciones, como la compra de Everis por NTT, con un múltiplo de más del doble de dicha media. En general, son cifras bajas si las comparamos con las que tienen otros países como La India, donde los multiplicadores están entre 10x y 15x. En definitiva, los financieros se suelen centrar en los múltiplos y, para afinar la cifra, realizan el descuento de flujos de caja. Según el directivo de Everis, “si no estás enamorado de la compañía porque no tienes interés industrial, ése es el número. Pero si lo estás, cuando te vas a casar, tienes que conocer el modelo y la gente, el alma de la empresa”.

Por último, destacar que la financiación no es fácil en un sector de servicios, donde las empresas no tienen activos materiales en sus balances que puedan avalar. En general, **Ruiz** comenta que estas empresas “dependen sobre todo de la solidez de sus estados financieros y de una buena cartera de clientes”.

Es el momento de comprar

A pesar de todo, es el momento de invertir, aunque, como en todo, lo difícil es encontrar buenas oportunidades para potenciar la estrategia de la empresa.

“No es momento de comprar gangas porque vas a pagar poco por algo que no vale nada. Hay empresas muy buenas con precios asequibles”

Según el directivo de **Axis Corporate**, “2014 y 2015 pueden ser años en los que el mercado de operaciones corporativas en el sector se reavive, tanto por inversiones extranjeras en empresas nacionales, como por consultoras españolas que inviertan en otros países”. En general, en los malos momentos es cuando surgen las mejores oportunidades, el problema es que muchos buscan empresas a precio de saldo lo que, según **Vázquez**, es un error: “no es momento de comprar gangas porque vas a pagar poco por algo que no vale nada. Hay empresas muy buenas con precios asequibles. Y es que, si quieres solomillo en Afganistán, hay que pagarlo”.

C&C

“Dedicamos bastante tiempo a seleccionar las empresas con quienes contactar, que restringimos a cinco. NTT tenía poca presencia en Latinoamérica y en España, donde Everis era potente”

¿Cuáles han sido las claves del crecimiento de la compañía?

En primer lugar, su ventaja competitiva en algunos sectores como banca, telecomunicaciones y energía. Además, ha extraído mucho upside de su presencia en Latinoamérica, donde ha sabido acompañar a sus socios estratégicos. A partir de ahí, ha crecido en Chile, Colombia, Brasil y México, consiguiendo clientes orgánicos y construyendo un negocio local. Además, la clave es la cultura corporativa, con ambición de crecer, y una gestión en la que siempre ha primado el ebitda como indicador determinante.

¿Cuándo se plantearon que era el momento de desinvertir?

Durante todo nuestro periodo de inversión, hemos recibido numerosas indicaciones de interés de fondos que querían entrar en minoría pero no

conseguíamos ponernos de acuerdo en un precio para una inversión minoritaria. Nos dimos cuenta de que no era el momento óptimo para una salida a Bolsa, y las circunstancias no acompañaban, así que empezamos a plantearnos abrir un proceso para industriales a nivel internacional. La clave es saber identificar el comprador idóneo para un negocio de personas en el cual el fit cultural es crítico, y cuadrar esto con las expectativas de valoración. Tuvimos una fase de preparación intensa, dedicando bastante tiempo a seleccionar las empresas con quienes contactar, que luego restringimos a cinco. NTT era quien más ganas tenía, con un tamaño muy grande, cotizando en la Bolsa de Tokio y con poca presencia en Latinoamérica y en España, donde Everis era potente. El encaje no podía ser mejor. El proceso duró alrededor de un año porque NTT dedicó mucho tiempo a entender bien el negocio, visitar todas las

oficinas de Everis a nivel global, y a desarrollar un plan de trabajo conjuntamente con el equipo.

La mayoría de las interesadas eran asiáticas, ¿por qué?

Es verdad que la mayoría eran asiáticas, pero entre las más interesadas había europeas que conocían bien Everis y la oportunidad de negocio y crecimiento. Las asiáticas, en general, cuentan con una plataforma de crecimiento diferencial dada su exposición natural a mercados emergentes.

Finalmente, NTT se hizo con el 100% de Everis por unos €550M, ¿qué plusvalías obtuvieron?

El importe es confidencial y no podemos confirmarlo. Sí podemos decir que 3i ha obtenido una plusvalía neta del 33% del NAV. La operación ha sido buena. Nuestro plan inicial era



Alejo Vidal-Quadras
Director General de 3i España

sacarla a Bolsa años antes, porque esta inversión la hicimos en 2007. Era una empresa de tamaño mediano pero con alto crecimiento, por lo que la idea era sacar a cotizar una minoría y que el equipo directivo permaneciera en el accionariado. Este plan no pudo seguir adelante por razones macroeconómicas pero, aún así, ha sido un deal emblemático porque marcó un antes y un después en la inversión extranjera en nuestro país.