

Visítalo en: <http://www.labolsa.com/canales/2364/>

LOGISTA: "NO DEPENDE DE SI MISMA"

Inverseguros

21 de agosto de 2007

Imperial Tobacco ha formulado finalmente su oferta para adquirir las acciones de Altadis. La tabaquera británica ofrece 50 €/acc por la hispano-francesa, lo que supone valorar a Altadis en más de 12.800 Mn € (pagando múltiplos de 12,1x Ebitda, próximo a los múltiplos pagados por otras operaciones del sector como la recientemente protagonizada por Gallaher y Japan Tobacco de 12,4x). La posibilidad de que Altadis pueda recibir una contraoferta cada vez parece estar más alejada, especialmente después de que Imperial Tobacco afirmase que está dispuesta a subir su oferta si aparecen competidores, lo que puede actuar con un efecto disuasorio sobre posibles rivales. Además el Private Equity, los más probables competidores de Imperial Tobacco en esta operación, no parece pasar por su mejor momento y las posibilidades de financiación parecen más reducidas ahora que hace unos meses. En medio de toda esta situación se encuentra Logista, de la que Altadis tiene un 59% de su capital, y que se mantiene en un discreto segundo plano, aunque su futuro en estos instantes depende más del desenlace de esta operación que de la positiva marcha de sus negocios.

Continúa haciendo los deberes.

A la espera de que esta operación gane mayor visibilidad, la compañía logística prosigue con una positiva evolución en sus principales negocios, tal como pone de manifiesto el crecimiento experimentado en todas sus divisiones en la última presentación de resultados. Así la división de distribución y servicios logísticos de tabaco (España, Portugal e Italia), documentos y telefonía (España), material promocional (España y Francia), así como productos farmacéuticos y cosméticos (España) experimentó un crecimiento en su cifra de ventas de un +11,1% hasta los 291,4 Mn €. La estabilidad en los mercados español e italiano del tabaco ha jugado un papel fundamental para permitir un aumento del Ebitda del +18,4% hasta los 93,3 Mn €. Así mismo Logista Publicaciones ha presentado un crecimiento del +14,5% y la división de transportes del grupo ha obtenido un incremento del Ebitda de +10%.

De este modo observamos como Logista mantiene su ritmo de crecimiento de doble dígito en el resultado bruto de explotación en todas sus líneas de negocio, lo que unido a su elevada capacidad de generación de flujos de caja, la ausencia de amenazas significativas en sus principales mercados y muy especialmente su posición financiera neta positiva que permite apalancar a la compañía, le confiere un elevado atractivo, que podría interesar a alguna compañía de Private Equity, que tal vez no estarían dispuestas a entrar en una guerra de ofertas por Altadis superando la oferta de 12.800 Mn € de Imperial Tobacco, pero si a adquirir la compañía de distribución y logística (market Cap 2.240 Mn €) uno de los negocios más atractivos de la tabaquera hispano-francesa y que además tiene una elevada capacidad de endeudamiento. La formulación de la nueva Ley de OPAS (RD 1066/2007), exige necesariamente un movimiento por parte de Imperial Tobacco: Así al alcanzar, directa o indirectamente, un porcentaje en el capital de Logista superior al 30% como consecuencia de su OPA por Altadis, la tabaquera británica se verá obligada o bien a lanzar una oferta por el 100% de Logista a sus minoritarios, o bien reducir su participación por debajo

del 30% de la compañía distribuidora.

La principal incógnita reside en conocer cuales son las intenciones de Imperial Tobacco en lo que respecta a Logista en el caso de que la oferta por Altadis fructifique. Indudablemente el negocio de la compañía de distribución es atractivo, pero es necesario analizar si encaja en la estrategia de Imperial Tobacco y si esta dispone de capacidad financiera suficiente para abordar la compra. Para ello es importante conocer en que punto se encontrará Altadis en el momento de la operación, ya que en la actualidad la tabaquera está acometiendo un proceso de reestructuración interna de su negocio de Logística.

Nos inclinamos más por la compra.

La principal dificultad que encontramos para que la británica adquiriera también Logista, como consecuencia de su operación con Altadis, la encontramos en el Rating de Imperial Tobacco. Los gestores de la compañía tienen un compromiso firme con sus accionistas de mantener la calidad crediticia de la compañía a pesar de las adquisiciones que se puedan realizar. Tal vez el rating de Imperial Tobacco podría verse modificado por la compra de Altadis, al entender las agencias calificadoras que minora su capacidad de atender a sus obligaciones de pago, pero no observamos un empeoramiento con respecto a esta situación si se afronta además la compra de Logista, ya que la inclusión del Ebitda y la situación financiera de caja de la distribuidora, a la vez que disminuye el endeudamiento del posible nuevo grupo, también incrementa el resultado operativo, por lo que no vemos un empeoramiento adicional del ratio DN/Ebitda 08E, que es uno de los ratios básicos de las agencias de calificación para emitir su recomendación..

	DFN 08E (Mn €)	DN/Ebitda 08E (x)
Imperial Tobacco	6.178	2,4 x
Imperial Tobacco + Altadis	12.938	3,2 x
Imperial Tobacco+Altadis+Logista (40%)	13.672	3,2 x

1GBP = 0,68 €

De cualquier modo, además de este argumento en el que vemos muy poco empeoramiento adicional de los niveles de endeudamiento de la tabaquera británica si lanzase una oferta también por Logista, encontramos algunos otros motivos, entre los que destacamos:

- Imperial Tobacco ha pedido financiación bancaria que ya tiene concedida por un importe de 13.500 Mn € (además de aprobar una ampliación de capital de 8.500 Mn € en la última JGA, celebrada la semana pasada), cuantía que excede en 700 Mn € el importe que la británica tiene que satisfacer por Altadis. (el 40% de Logista, si incorporamos una prima del 20% , que ya sería elevada, sobre sus niveles actuales de cotización representarían un importe adicional de 1.075Mn €). La cotización de Logista en las últimas semanas ha descendido un -12,5%, y sus múltiplos están alineados con los del resto del sector, algo que añade más fortaleza a este argumento, consiguiendo Imperial Tobacco un precio más atractivo.

- Imperial Tobacco ha adquirido Altadis fundamentalmente con el objetivo de maximizar su negocio de cigarrillos y posicionarse mejor en el segmento de cigarros y por otro lado con la intención de ganar tamaño y defenderse de ofertas hostiles. Logista contribuye a dotar de tamaño al grupo a la vez que no vemos importantes limitaciones financieras para que sea adquirida.

- No encontramos justificación para que Imperial Tobacco renuncie a una de las divisiones que proporcionan mayor nivel de rendimiento y que además presenta los mayores perfiles de crecimiento de negocio de Altadis, máxime cuando ha logrado superar su dependencia del negocio del tabaco, que ahora apenas supone la mitad de su actividad (47%), a pesar de no ser, a priori, uno de los segmentos

estratégicos de la británica. No se puede obviar el liderazgo de Logista en la distribución de tabaco en España, sur de Francia e Italia y su buena posición estratégica en la distribución de otros productos. Así pues, bien es cierto que podríamos encontrar diversas instituciones de capital riesgo dispuestas a hacerse con un porcentaje importante de Logista, situación que no se puede descartar en absoluto y que además podrían proporcionar una financiación adicional a Imperial Tobacco a la hora de adquirir Altadis. Sin embargo, a nuestro modo de ver, tampoco se puede desechar la opción de que sea la propia Imperial Tobacco la interesada en Logista. Si esto fuera así, Imperial Tobacco siempre podría lanzar una oferta (según la nueva Ley, como mínimo ofreciendo el precio pagado la última vez que adquirió acciones en el mercado, que en este caso sería en el momento de la adquisición de las acciones de Altadis) muy ajustada al precio de mercado, con lo que se restaría atractivo a la operación para el accionista minoritario evitando un desembolso adicional al efectuado por Altadis (i.e. La Caixa y Suez por AGBAR). En cualquier caso, la decisión de Imperial Tobacco respecto a Logista la esperamos en una segunda fase, y probablemente podamos recibir nuevas informaciones que nos iluminen en este proceso.

Las recientes caídas en su cotización y sus positivos resultados, unido a la aparente flexibilidad financiera de Imperial Tobacco en caso de decidir finalmente adquirir también Logista, y el posible interés que pueda despertar la compañía en empresa de private equity son los motivos principales por lo que, a pesar de que mantenemos nuestra recomendación en Altadis de ACUDIR OPA, la particular situación de Logista nos lleva a elevar nuestra recomendación a **COMPRAR** desde vender.

