

Gran objetivo cumplido: rotar cartera

→ Sin duda, N+1 Private Equity ha sido el fondo nacional más activo de 2011 en un middle market algo "parado". Con un balance de tres inversiones, -una de ellas Mivisa-, y tres desinversiones, ha logrado cumplir su objetivo de rotar cartera de la mano de sus dos CEOs, Federico Pastor e Ignacio Moreno, recién incorporado a la firma.

● **Cuál es su balance del año 2011?**
Parece haber sido un año decisivo para la firma.

Federico Pastor: Sí, ha sido un año importante, de refuerzo del equipo y de una gran actividad y dinamismo. Estamos contentos. Hemos realizado tres inversiones (Mivisa, Rymsa y Teltronic y Eysa, que está cerca del cierre) y tres desinversiones: Segur Ibérica y Hortus Mundi, Serventa y Énfasis.

Ignacio Moreno: Aunque el sector está viviendo una recuperación más lenta de lo esperado, hemos acelerado nuestro ritmo de actividad contribuyendo a crear mercado. Hemos sido capaces de generar operaciones propietarias o semi-propietarias a precios reducidos gracias, en parte, a cierta convergencia de precios no vista en 2009 y 2010.

Ahora, ambos son CEOs corresponsables de la división de private equity, ¿por qué esa nueva estructura?

FP: Teníamos una cartera muy extensa y bastante madura y, además, un fondo de tamaño importante por invertir. En todo negocio, el equipo es un elemento fundamental. Más si cabe en un sector como el private equity y en momentos difíciles, así que decidimos incorporar más "seniority" y talento. Conocíamos a Ignacio, ex Consejero

Delegado de Vista Capital, logramos convencerle de que se incorporara al equipo, y la verdad es que su contribución está siendo muy positiva.

Han cambiado también el porcentaje de coinversión entre N+1 Private Equity y Dinamia, ¿por qué?

FP: El acuerdo de coinversión existente, al 50%, era susceptible de cambio. Ahora, Dinamia ha bajado al 25% y el fondo N+1 PEF II ha aumentado hasta el 75%. Llevábamos cierto retraso en la inversión del fondo y a los inversores les interesaba acelerar el ritmo. Además, Dinamia había rotado menos cartera de lo previsto y, por tanto, era mejor diversificar y participar en un mayor número de compañías.

IM: Si Dinamia hubiera seguido invirtiendo al 50%, hubiera destinado casi toda su tesorería a las inversiones de 2011. A principios de año, propusimos hacer este pequeño ajuste y fue acordado por ambas partes. En esquemas de coinversión similares en Europa, el ratio de la cotizada suele ser inferior al de los fondos privados.

¿Cómo diseñaron la estrategia de rotación de cartera? Parece difícil lo que han logrado.

IM: Primero, es el resultado de deci-

dir una estrategia clara y, luego, hay que ser capaces de ejecutarla. Identificamos algunas participadas donde llevábamos presentes más de cinco años y donde ya no podíamos generar más valor para el "equity". Hemos salido de tres compañías, dos de ellas adquiridas por industriales (Autobar y Servinform) y otra por inversores financieros (MCH y Corpfin). Pero no hemos concluido ese ciclo, seguimos trabajando en potenciales desinversiones. Al mismo tiempo, creemos estar en la parte baja del ciclo económico y vemos oportunidades de inversión en España. Estamos analizando dos o tres operaciones propietarias en varios sectores.

¿Con qué recursos cuentan? ¿Cuál es su capacidad inversora?

FP: Tenemos recursos disponibles por valor de unos €200M, sin contar la operación de Eysa, lo que supone poder hacer dos o tres inversiones más de entre €40 y €70M cada una.

Y los retornos, ¿se han tenido que ajustar?

FP: Sí, los retornos se han ajustado. En alguna participada, hemos tomado la decisión de desinvertir ante una potencial destrucción de valor. En esos casos, no te fijas tanto en el retorno, sino en si

Cartera actual N+1 Private Equity-Dinamia

AÑO	SECTOR	TARGET	%	INVERSIÓN €M	TIPO
2011	Aparcamientos	Eysa*	100%	60 aprox.	LBO
2011	Antenas/ Telecomunicaciones	Ryma y Teltronic	100%	39,8	LBO
2011	Envases metálicos	Mivisa	11,40%	33,6	SBO
2008	Distribuidor de prótesis	MBA Incorporado	73,5%	62	MBO
2008	Hospital privado	Xanit	66,6%	49,3	LBO
2007	Eléctrico	ZIV	74,5%	23,5	Capital Sustitución
2007	IT	Alcad	75,4%	19,7	MBO
2006	Educación/Escolar	Colegios Laude	98,5%	37	MBI
2005	Perfumería y cosmética	Bodybell	28,6%	53	LBO
2005	Gimnasios	Holmes Place	46,2%	18,1	MBO
2005	Iluminación	Cristher	91,5%	24,1	LBO
2003	Hotelero	High Tech	52%	31	LBO
2000	Bodegas	Arco	8%	17,5	Minoría
1999	Industria	Correa Anayak	13,3%	7	Minoría

*Pendiente de cierre

Fuente: Capital & Corporate

existe más recorrido y puedes vender a un buen precio. Consideramos que las tres ventas se han realizado a buen precio de mercado dado el contexto actual.

¿Dónde se sitúan los múltiplos de entrada y el ratio equity/deuda?

FP: ¡Hemos pagado buenos precios en las tres inversiones de 2011!

IM: En términos generales, las inversiones de este año están en el rango de 6-7x ebitda. Algunos sectores o negocios tienen flujos de ingresos futuros más estables, por lo que se puede pagar un múltiplo algo superior.

FP: En cuanto al apalancamiento financiero, los ratios son del 50%-50%, entre 3x y 4x ebitda como tope. Los bancos tampoco están dispuestos a financiar mucho más. Además, por prudencia inversora y por necesidades del mercado, es más sano apalancar menos. En un escenario como el actual, cualquier desviación en los resultados supone una tensión financiera innecesaria.

Los LPs, ¿están satisfechos con esa estrategia de rotación de cartera?

IM: Los LPs buscan dos cosas: retornos y rotación (liquidez). Nuestro objetivo es tratar de lograr ambos, sin dejar de realizar nuevas inversiones. De la cartera viva, es preferible enfocarse en

aquellas compañías donde es más probable aportar cosas positivas y generar retornos más elevados.

Han dicho que su objetivo son compañías sólidas, exportadoras y con visibilidad de ingresos, ¿compras en minoría o en mayoría?

IM: En cuanto a tipología: capital sustitución, ampliaciones de capital, growth capital... Buscamos participaciones significativas o de control en compañías que requieran nuevas inversiones para desarrollarse en mercados internacionales o con una situación financiera difícil, sin acceso a deuda bancaria o en condiciones muy costosas. Hay grupos industriales y financieros centrándose en sus negocios principales y desvirtuando de filiales o divisiones.

FP: Seguimos una estrategia adaptable y flexible con el ciclo. Nuestras compras más recientes con el último fondo han estado más ligadas a sectores anticíclicos, como sanidad y energía. Tratamos de ser más defensivos este año, poniendo nuestro foco en compañías exportadoras, con tecnología exclusiva como Ryma y Teltronic o líderes en producción, como Mivisa. Es interesante incrementar la exposición y apalancar el crecimiento en compañías que no solo "vivan" del perímetro ibérico.

“ Hemos pagado buenos precios en las tres inversiones de 2011. Múltiplos de entre 6x y 7x ebitda, con ratios de deuda de 3x y 4x ”



Federico Pastor Ignacio Moreno

De izda. a dcha., CEOs
de N+1 Private Equity

Inversiones

¿Cómo gestionaron la adquisición de Mivisa junto a Blackstone por €900M?

IM: Una parte de nuestro equipo conocía bien la compañía, su equipo directivo y el propio negocio. Por tamaño, la operación superaba nuestro rango, pero no queríamos perder la oportunidad de realizar una buena inversión en el líder español y tercero en Europa en fabricación de envases metálicos para la industria alimentaria. Con esta perspectiva, ofrecimos nuestra colaboración a Blackstone y creemos que ha sido muy provechosa, tanto en el proceso de due diligence, como en el seguimiento actual de la participada.

FP: Se organizó un proceso de subasta de grandes fondos globales como Bridgepoint, Apax, Permira, Carlyle y pensamos: ¿a quién podemos ofrecer un mayor valor añadido, con nuestro ángulo y conocimiento sectorial? Por eso buscamos a Blackstone para hacer equipo. La mejor opción era un fondo internacional que no tuviera oficina en España. La propuesta gustó, participamos en el proceso de subasta y ganamos la operación.

IM: La transacción se sale un poco de nuestra operación tipo, al ser una minoría, pero yo creo que esa flexi- >>

» bilidad, dentro de unos parámetros generales, es positiva.

Lograron un paquete de deuda senior de €600M (4,5x ebitda) y una línea revolving.

IM: Blackstone jugó un papel importante. La financiación se organizó a principios de año a nivel internacional, como permitía el tamaño del deal. La demanda fue muy atractiva. Los términos de la financiación fueron mejorando a medida que avanzó la sindicación y, al final, se cerró con sobredemanda y mejorando las condiciones iniciales.

En un futuro, ¿Mivisa se podría re-financiar con bonos?

FP: De momento, no está previsto. La compañía está funcionando muy bien, incluso mejor de lo previsto y tanto la banca como el equity nos encontramos muy cómodos.

IM: En su momento quizá pero, por ahora, no. La compañía está teniendo un buen año, creciendo en ingresos y resultados por encima de lo previsto. Es una empresa con gran eficiencia productiva, capaz de competir con líderes europeos. El plan estratégico pasa por avanzar en la internacionalización, aumentar las exportaciones -que ya suponen el 60% de su producción- y la fabricación fuera de España. Ya contamos con cuatro fábricas en el exterior (Holanda, Marruecos, Francia y Hungría).

Con Rymsa y Teltronic, llevaban más de un año negociando, ¿no?

FP: Efectivamente, fue una operación totalmente propietaria. Ambas son compañías exportadoras con más de 40 años de experiencia y una extensa presencia internacional. A principios de año, vimos que estaban empezando a repuntar y tenían mucho recorrido. Teltronic es un operador global con tecnología propia en el diseño y fabricación de antenas y redes privadas de telecomunicaciones, equipos y sistemas

electrónicos para el mercado de radio- comunicaciones profesionales. Además, identificamos una serie de pequeños jugadores internacionales complementarios, con tecnologías similares, que podíamos integrar o comprar en un build up internacional.

IM: En este caso, no hubo necesidad de endeudamiento porque la tecnológica tenía financiación interna ordinaria: pólizas, working capital, líneas de factoring y deuda procedente de organismos de I+D como el CDTI para financiar sus proyectos. Nos pareció que su nivel de deuda era el adecuado y, por tanto, hicimos la adquisición manteniendo la financiación propia.

Acaban de vender una de sus divisiones, Rymsa Telecom, a la india Kavveri Telecom.

FP: En el momento de nuestra entrada, la compañía llevaba tiempo en conversaciones, algo lentas y no muy claras, con dos potenciales compradores.

IM: Al comprador indio le interesaba su tecnología y su capacidad productiva y, para nosotros, esa división -fabricación de antenas para telecomunicación de operadores móviles- era una de las menos rentables. De hecho, Kavveri quiere hacer más inversiones.

La compra de Eysa se acordó antes del verano, ¿cuándo se cerrará?

IM: Estamos organizando la financiación con participación exclusiva de entidades financieras españolas. Un club deal reducido de primer nivel. El tema está difícil, pero creemos que seremos capaces de cerrar definitivamente la operación antes de que finalice el año.

Acordaron entrar en CRC Corporación Sanitaria, ¿el deal se ha caído?

IM: Es una transacción difícil que seguimos estudiando. El sector sanitario nos gusta, pero atraviesa una situación de ajustes complicada que impactará en las compañías y que nos obliga a ser



En la imagen, el equipo senior de N+1 Private Equity. De izda. a dcha., Mariano Moreno, Gonzalo de Rivera, Javier Arana y David Santos

cautos. Es posible que la colaboración público-privada aumente, pero no está claro en qué términos económicos.

¿En qué participadas tienen previsto hacer un build up?

FP: MBA está estudiando algunas compras y ya ha adquirido una compañía en Bélgica que está comportándose muy bien. Mivisa, Rymsa y Teltronic están buscando oportunidades fuera de España. Con Eysa, en el sector de aparcamientos no haremos grandes adquisiciones, pero aprovecharemos las necesidades de desinversión de otros grupos.

Desinversiones

La venta de su participación en Segur Ibérica y Hortus Mundi a MCH y Corpfin junto a Espiga Capital, ¿ha sido una buena desinversión?

IM: Era una inversión del primer fondo, ya cerrado. Además, convivíamos cuatro inversores financieros con distintas participaciones. Demasiados para un proyecto de siete años de vida.

“ Ofrecimos a Blackstone nuestra colaboración para la compra de Mivisa. Nuestra aportación en la due diligence y el seguimiento de la participada está siendo valiosa ”



De izda. a dcha., imagen de Émfasis, vendida este año a Servinform. ZIV y Mivisa son algunas de las joyas de la corona en la cartera de N+1 Private Equity

Tres fondos gestionados por N+1 Private Equity:

- Dinamia Capital Privado, única entidad de capital riesgo cotizada en España (1997)
- N+1 Private Equity Fund I con un capital comprometido de €176M (2003)
- N+1 Private Equity Fund II cuyo capital comprometido es de €304M (2008)

Fuente: N+1 Private Equity

Es una buena compañía con una buena posición en el sector, pero nuestra aportación ya era limitada y otros socios estaban más interesados en adquirir un mayor protagonismo. Es una venta hecha a valor de mercado actual, como no puede ser de otra forma, pero nos parecía el momento adecuado.

¿Por qué vendieron Serventa a Autobar, controlada por CVC?

FP: Llevábamos tiempo en conversaciones con Autobar que, además, estaba liderando un proceso de concentración importante en el sector y, sin duda, era el claro comprador y el único que podía pagar una prima importante por las sinergias que aportaba Serventa. Ahora ya es el claro líder, con mucha diferencia respecto al segundo. Creemos que ha sido una buena desinversión.

También han vendido Émfasis a Servinform.

FP: Émfasis fue un proyecto de build up en el sector de billing, comunicación y marketing directo que estaba haciéndolo bien. Sin embargo, las comunicaciones electrónicas están sustituyendo al papel y esto supone un reto para el desarrollo de la compañía. El año pasado iniciamos un proceso activo de búsqueda de alternativas: desinvertir, fusionarnos o integrarnos. Así encontramos a Servinform, una sociedad con un importante volumen de servicios de outsourcing a bancos y utilities y llegamos a un acuerdo. La venta se ha realizado a un precio adecuado de mercado.

Bestin Supply Chain ha logrado salir del concurso, ¿no?

FP: Teníamos provisionada totalmente la inversión en la firma desde mediados de 2009. Era la inversión más pequeña del segundo fondo. La crisis económica y, sobre todo, del comercio internacional afectó "duramente" al negocio y a la cuenta de resultados. Ante los primeros síntomas, hicimos dos pro-

visiones muy rápidas en seis meses. La empresa solicitó el concurso voluntario y se ha gestionado bien. Es de las pocas que ha logrado salir en un breve plazo de tiempo y ahora la compañía tiene viabilidad. Todos, accionistas, banca, ejecutivos y acreedores hemos perdido algo, pero se han preservado algunas áreas de negocio y puestos de trabajo.

Datos de cartera

Sus 14 compañías en cartera (con Eysa), ¿qué inversión global suponen y cuál es su apalancamiento medio?

IM: La inversión global de la cartera asciende a unos €450M. Este año, esperamos un crecimiento global del portfolio de entre un 7% y un 10% en términos de ventas.

FP: El endeudamiento, en general, es moderado pero, en una cartera tan extensa, hay dos o tres sociedades cuyos resultados han caído mucho, por lo que la deuda parece más elevada. Han tenido que reestructurarse y convertir deuda con acreedores y proveedores en deuda bancaria, por lo que el ratio de apalancamiento es más alto. Quitando esas dos o tres excepciones, nuestro ratio medio de apalancamiento se sitúa por debajo de 4x ebitda.

¿Qué participadas históricas se están comportando mejor?

IM: ZIV, cuyo mercado cayó, se ha recuperado muchísimo por el fuerte crecimiento internacional (India, Brasil y EE.UU.) y tiene un gran recorrido. Podemos seguir creando valor en la compañía, pero también estamos abiertos a una posible desinversión.

FP: Bodybell, Colegios Laude, High Tech y el hospital Xanit también están creciendo. Hay muchas compañías con una buena evolución. Llevamos dos años de trabajo muy intenso en la cartera que están empezando a dar sus frutos: se han cambiado o reforzado equipos gestores, se han hecho ajustes de costes, cambios de estrategias, etc.



Bodybell, adquirida por N+1 PE en 2005 junto a Mercapital, ha logrado mejorar sus resultados tras re-financiar deuda



¿Qué participadas están atravesando mayores dificultades?

FP: La cartera se ha comprado a un buen precio pero alguna compañía, aún siendo un buen activo, está en sectores que han sufrido mucho, por lo que estamos viendo la posibilidad de mejorar el posicionamiento consolidando esos mercados. Alguna otra tiene más negocio en Portugal, más débil que España, o su deuda bancaria es significativa, por lo que existe la posibilidad de que no recuperemos todo el equity invertido.

¿Cómo se compone su TIR?

FP: Nuestra TIR histórica es de un 25%, con un múltiplo de 2x el equity invertido, logrado en un total de 31 desinversiones -incluyendo las tres últimas ventas- realizadas desde 1993. No hemos recurrido demasiado a apalancamiento y hemos hecho muchos build ups, en los que la diferencia de múltiplo es importante y el endeudamiento inicial muy bajo. Más del 70% de las operaciones se generaron internamente y no vía subastas. Por tanto, gran parte de nuestra TIR histórica procede del crecimiento de resultados y de variación de múltiplo.

¿Considera al private equity como un valor refugio?

IM: Sí. El sector de private equity está llamado a dinamizar y a consolidar el tejido empresarial español, así como a apoyar a las compañías en sus procesos de internacionalización, con lo que supone de riesgo y de inversión. Creo que podemos jugar un gran papel aportando a las empresas no sólo capital, sino también capacidad de gestión y definición de estrategias empresariales, tanto a medio como a largo plazo.

