



Universidad de  
**San Andrés**

**Escuela de Negocios**

**Licenciatura en Administración de empresas.**

Inserción e implementación en mercados a través de  
adquisiciones o fusiones.

Estudio del caso Beijer Ref.

**Alumno**

Marcos María Gibelli  
(30094)

**Mentor**

Diego Finchelstein, Phd.

Buenos Aires, Argentina  
Febrero 2022.

# Índice tentativo

<u>Abstract</u> .....	3
1. Problemática.....	4
2. Preguntas de investigación.....	7
2.1 Pregunta central.....	7
2.2 Subpreguntas.....	7
3. Objetivos.....	8
3.1 Objetivo generales.....	8
3.2 Objetivos específicos.....	8
4. Marco Teórico.....	9
4.1 Las adquisiciones como política corporativa.....	9
4.2 Impulsores estratégicos de las adquisiciones y fusiones.....	10
4.3 Tipos de fusiones y adquisiciones.....	13
4.4 Riesgos asociados a las fusiones y adquisiciones.....	14
5. Metodología.....	16
5.1 Tipo de estudio.....	16
5.2 Técnica de recolección de datos.....	17
6 Introducción caso de estudio.....	18
6.1 Empresa Beijer Ref.....	18
6.2 Las 5 Fuerzas de Porter en el mercado de refrigeración.....	20
7 Adquisiciones.....	23
7.1 Adquisición GFOI.....	23
7.1.1 Introducción.....	23
7.1.2 Due Diligence.....	23
7.1.3 La integración de GFOI con Beijer Ref:.....	26
7.1.4 Razones por las que se adquirió GFOI.....	30
7.1.5 Análisis desvíos presupuestado vs real:.....	33
8.2 Adquisición Tecsa Reco.....	35
8.2.1 Introducción.....	35
8.2.2 Descripción Tecsa Reco.....	35
8.2.3 Historia Tecsa Reco.....	36
8.2.4 Compra Tecsa Reco.....	37
8.2.5 Due Diligence.....	38

8.2.6 La integración de Tecsa Reco con Beijer Ref .....	42
8.2.7 Razones para las que se adquirió Tecsa Reco.....	43
8.3 Diferencias entre la adquisición de GFOI y Tecsa Reco:.....	48
9 Conclusión.....	52
10 Bibliografía.....	57
11 Anexos.....	61



Universidad de  
**San Andrés**

## **Abstract:**

Este trabajo de investigación se centra en un análisis descriptivo-analítico para entender las razón por las cuales Beijer Ref decide optar como política de empresa la “adquisición de empresas” como principal estrategia de expansión internacional. Este método le permitió a lo largo de los años ingresar en nuevos mercados que presentaban elevadas barreras de entrada. Los mercados de refrigeración en cada país o región se caracterizaban por la presencia de unos pocos competidores representando un mercado de oligopolio.

Para entender con mayor profundidad la estrategia de Beijer Ref en su política de M & A (Mergers and Acquisitions) se realizó un análisis exhaustivo de dos adquisiciones que realizó Beijer Ref a lo largo de su historia. Estas eran GFOI en el año 2014 y Tecsa Reco en el 2018. A partir de los casos de estudio se pudo observar las distintas etapas de un proceso de M & A y de qué forma abarcaba Beijer Ref cada una de ellas.

Los casos de estudio se complementaron con la teoría de varios autores para poder enriquecer el análisis y obtener ciertas conclusiones de porque una compañía como Beijer Ref decide realizar una estrategia de adquisiciones. A lo largo del trabajo de graduación se busco evaluar e identificar de que forma Beijer Ref realiza un Due Dilligence de la compañía objetivo, cuales son las razones por las que decide adquirir a la compañía y cual termina siendo el resultado que se obtiene tras la adquisición.

## **Palabras clave:**

Fusión, adquisición de empresas, M & A, Due Diligence, integración, análisis financiero, Key Performance Indicators (KPI), sinergias, Beijer Ref AB.

## 1. Problemática:

Insertarse en nuevos mercados suele ser un gran desafío para las empresas debido a las barreras culturales, políticas, legales, económicas y ambientales que están alteradas por variables exógenas y fuera del alcance y control de las empresas. Optar por M & A (Mergers and Acquisitions) puede ser una estrategia atractiva para crear sinergias y economías de escala mediante la expansión de operaciones y mercados que contribuyen a eliminar ineficiencias e incrementar la productividad y la rentabilidad.

Como sostiene Juan Mascareñas (2019) la decisión empresarial de realizar una adquisición o fusión tiene como objetivo la máxima creación de valor posible. Sin embargo, a lo largo de la historia hemos presenciado constantes fracasos que demuestran la complejidad y dificultad que implica una decisión de esta índole. La decisión de adquirir una empresa o fusionarse con ella, es una decisión empresarial compleja por la gran cantidad de tiempo y dinero utilizado, además de las repercusiones que puede generar sobre los accionistas, proveedores, empleados, clientes entre otros.

*“Unfortunately, most transactions in the history of corporate combinations have been marked by massive loss of financial and human assets. Advancement may have been the goal, but decline has – more often than not – been the result.”*  
(Clemente & Greenspan, 1998: xv).

Según la Organización Asiática de Productividad (2009) las investigaciones demuestran que alrededor del 20% de las fusiones y adquisiciones tiene éxito, el 60% obtiene resultados decadentes y el 20% restante es un fracaso rotundo. Cientos de estudios académicos han investigado a empresas asociadas con los rendimientos de los anuncios de fusiones y adquisiciones, concluyendo que los rendimientos a corto plazo a menudo no se sostienen a largo plazo.

Enumerar casos de adquisiciones como; Google con la compra de Motorola por 12.500 millones para adentrarse en la industria de la telefonía móvil terminó siendo un fracaso, ya que tres años después la vende a Lenovo por 3.000 millones. Inclusive Yahoo, que en 2013 compró la red social Tumblr por 1.100 millones y en 2019 fue vendida a Automattic por menos de 3.000 millones

teniendo una caída del valor de la plataforma en más del 100% en apenas 6 años. Esto demuestra que las grandes fusiones y adquisiciones empresariales están sujetas a la posibilidad de que terminen con enormes pérdidas. Los casos mencionados anteriormente demuestran que hay que estar muy seguros al tomar este tipo de decisiones y ser conscientes de cuál es el tipo de proceso en el que se va a someter la compañía y sus directivos.

A pesar de las altas probabilidades de fracaso en las transacciones de M & A, en el año 2021 se registraron nuevos récords. El número de acuerdos anunciados de M & A a nivel mundial excedieron los 62.000 en el 2021, un 24% más que en el 2020. Los valores de los acuerdos divulgados públicamente alcanzaron los 5,1 billones, incluidos 130 mega acuerdos con un valor de acuerdo superior a los 5.000 millones. De esta manera se superó el récord anterior de 4,2 billones establecido en 2007 (anexo 1).

Una M & A está entre los más importantes eventos en la vida de una compañía y tiene un impacto significativo en sus operaciones y actividades. En el siguiente estudio evaluaremos los procesos de adquisiciones que realizó la empresa líder en el mercado de refrigeración, la compañía Beijer Ref. Investigaremos cuáles son los factores para; i) Prevenir y anticiparse a una adquisición que pueda “destruir valor” a la compañía. ii) Al momento de adquirir una compañía; como generar un proceso de transición, cooperación y trabajo conjunto para generar sinergias. Para responder a los puntos mencionados anteriormente, analizaremos a la empresa Beijer Ref evaluando dos casos de adquisiciones. El primer caso de estudio, es la adquisición de GFOI en el año 2014, empresa localizada en una isla del océano Índico. El segundo caso es la adquisición de la empresa Tesca Reco en el año 2017, que tiene sus operaciones en Sudáfrica. Beijer Ref es una empresa de distribución y fabricación de productos de refrigeración industrial y comercial, así como de sistemas de aires acondicionado. La elección de esta empresa se basó primordialmente por su trayectoria en adquisiciones de empresas como método de expansión a nuevos territorios y para complementar su cartera existente convirtiéndose en una de las empresas más relevantes en las ventas por mayor en el sector de acondicionamiento y refrigeración europeo. La compañía a lo largo de su trayectoria realizó más de 50 adquisiciones, teniendo una performance financiera notable y un crecimiento estable a lo largo de los años. La performance de las

acciones de Beijer Ref en los últimos 11 años tuvo un crecimiento del 1600% aproximadamente teniendo un market cap en el 2022 de 62.300 millones de USD (Anexo 2A). Con el tiempo, la acción ha generado rendimientos por encima del índice de OXM Stockholm PI y la empresa ha distribuido más del 30 por ciento de las ganancias anuales (Anexo 2B). Además, Beijer Ref ha tenido un aumento promedio en las ventas de alrededor del 13 por ciento combinado con un margen operativo de casi el 8 por ciento.

En el año 2021, se llevaron a cabo diez adquisiciones por parte de la organización donde las ventas de adquisiciones acumuladas correspondieron a SEK 1.800 millones anuales. En su trayectoria la compañía atravesó por varias operaciones de M & A sobrepasando las adversidades y generando valor a la compañía a través de estas decisiones estratégicas. Siendo una empresa exitosa y líder en su industria es interesante analizar los factores que llevan a Beijer Ref en adoptar como política corporativa las adquisiciones. Se analizará cuales son los factores que fueron tomados en cuenta previamente a la decisión de adquirir a ciertas empresas además de evaluar las ventajas y desventajas que implican tomar una decisión de semejante magnitud.

Otro punto relevante de estudio es el contexto en el que la empresa está inmersa y los mercados en el que ésta opera. El contexto es un principio fundamental de este trabajo ya que influye directamente en la empresa en el momento de tomar decisiones operacionales como estratégicas (fusiones y adquisiciones). La concentración de actividades de M & A en industrias específicas puede indicar que hay una correlación entre el grado de "oligopolio" en la industria y las actividades en M & A (Anexo 3).

## 2. Pregunta/s de investigación:

### 2.1 Pregunta central:

- o ¿Cómo se caracterizan las estrategias corporativas que lleva a cabo una M & A? ¿Cómo se caracterizó la estrategia de Beijer Ref al utilizar la M & A para poder crecer en mercados competitivos e insertarse en nuevos mercados en los que no se tenía presencia alguna en el pasado? ¿Qué factores son considerados relevantes para poder realizar una adquisición exitosa?

### 2.2 Subpreguntas:

- o ¿Qué indicadores macro-micro económicos, financieros y contables evalúa una empresa al momento de realizar una adquisición?
- o ¿Cómo funcionan los procesos de implementación e integración al adquirir una compañía?
- o ¿Cuáles son los principales desafíos y problemáticas que tiene que afrontar el *management* para realizar una adquisición-fusión?
- o ¿Cuáles son las razón por la que una compañía decide adquirir a otra?
- o ¿Qué sinergias estima que se pueden generar?
- o ¿Qué atributos o factores hay que tener en cuenta, posteriormente a haber realizado una adquisición de empresa?
- o ¿Cuál fue el impacto y el resultado en términos económicos de la adquisición de GFOI y Tesca Reco por parte de la empresa Beijer Ref?



### 3. Objetivos

#### 3.1 General:

- o El objetivo general de este trabajo es lograr determinar qué variables o factores son determinantes para poder realizar una adquisición que crea valor a una empresa. Para determinar la creación de valor vamos a comparar con mayor profundidad a través de un caso de estudio de una empresa que haya realizado adquisiciones de empresas o fusiones.

#### 3.2 Específicos

- o Analizar el proceso de adquisición por parte de la empresa Beijer Ref y tomar *insights* de factores determinantes que llevan a una buena implementación.
- o Observar las consecuencias visibles luego de realizar una fusión/adquisición para determinar cuáles son las principales ventajas y desventajas en dichos procesos.

## 4. Marco teórico

A continuación, se presentará el marco teórico, herramienta que sirvió para poder comprender porque muchas empresas deciden embarcarse en un proceso de fusión o adquisición (M & A, por sus siglas en inglés) como método de entrada a nuevos mercados y de crecimiento sostenible en un mundo globalizado. Para ello, se empezará describiendo como las adquisiciones forman parte de una estrategia corporativa. Luego se analizará puntualmente las adquisiciones y explicar las ventajas y desventajas que implican estas transacciones.

### 4.1: Las adquisiciones como política corporativa:

Para escoger una estrategia corporativa adecuada, configurar una visión y desarrollar su misión la compañía debe comprender su entorno externo. El entorno externo influye en el crecimiento y la rentabilidad de una empresa. Las condiciones del entorno externo crean amenazas y oportunidades para las empresas y también generan repercusiones en sus acciones estratégicas. Como mencionan Hitt, Ireland y Hoskison (2008) en una economía globalizada se refleja un entorno de hipercompetencia para los negocios y obliga a las compañías a evaluar a fondo los mercados en los que se opera.

Para comprender el entorno de la competencia en una industria se acudirá al modelo de las 5 fuerzas de Porter de “Estrategia Corporativa” (1980). Éste se concentra en los cinco factores que influyen de manera directa en una empresa y en sus acciones; la amenaza de nuevas empresas entrantes, el poder de negociación de los proveedores, el poder de negociación de los compradores, la amenaza de sustitutos del producto y la intensidad de rivalidad entre competidores en la industria.

En un contexto de globalización, las empresas tienen el ímpetu por optar una estrategia internacional para obtener ventajas competitivas como las economías de escala. La manera en que implementan estas estrategias varía:

*“Algunas optan por reproducir lo que las hizo exitosas en su mercado doméstico; unas más se adaptan las características específica de los mercados de los países destino [...] otras más delegan algunas decisiones en la empresa*

*matriz, al tiempo que confieren las restantes en empresas subsidiarias.”* (Agustín Cue Mancera, 2015, p. 249).

Aunque parezca simple, insertarse en nuevos mercados suele ser un gran desafío para las empresas. Como argumenta Mancera (2015) hay distintas alternativas que tiene una empresa para ingresar a un mercado internacional y estas pueden variar ya sea mediante la exportación, el sistema de licencias o el de franquicias, o a través de la inversión extranjera directa (IED), entre otras.

Un proyecto de inversión extranjera directa (IED) puede ser canalizado vía adquisiciones y fusiones. Una adquisición es una estrategia mediante la cual una compañía adquiere la mayoría de las acciones de otra para tener el control, con la intención de convertirla en una subsidiaria dentro de su casa matriz.

En un proceso de internacionalización donde las empresas piensan desarrollar parte de su actividad en el extranjero nos servirá como guía el modelo CAGE para entender el marco internacional y el entorno externo en el que se pretende realizar una IED. El modelo de Cage subraya la importancia de las “distancias” como las barreras culturales, políticas, legales, económicas, ambientales, entre otras. Es imperativo reconocer estas diferencias cuando se tiene la intención de ingresar a un nuevo mercado a través de M & A.

#### **4.2: Impulsores estratégicos de las fusiones y adquisiciones:**

Las motivaciones para M & A tienen gran alcance y persiguen diferentes objetivos específicos. Hitt, Ireland y Hoskisson en su libro “Administración Estratégica” (2008) y Clement & Greenspan “*Winning at Mergers and Acquisitions*” (1998) identifican varios motivos por los que se llevan a cabo estas transacciones. A continuación desarrollaremos estos puntos centrales que destacan estos autores controlándolos con otros.

Una de las razones por las que se llevan a cabo las adquisiciones es expandir el poder de la empresa en el mercado. Existen diferentes maneras de aumentar el *market share* como; la compra de un competidor, proveedor, distribuidor o un negocio de una industria relacionada. No obstante, adquirir un mayor poder de mercado mediante una adquisición no garantiza el éxito sino que con las sinergias generadas se puede obtener realmente una ventaja competitiva.

*“El poder de mercado se presenta cuando una empresa puede vender sus bienes o servicios por arriba del nivel competitivo o cuando los costos de sus actividades son más bajos que el de sus competidores” (Hitt, Ireland y Hoskinsson, 2008, p 197)*

Las M & A funcionan como un mecanismo para poder acceder a nuevos mercados: Las principales barreras están asociadas al mercado en particular y las empresas que operan en él. La diferenciación de productos, el acceso a múltiples canales de distribución y las economías de escala que gozan las competidoras establecidas en un mercado particular dificulta la entrada de nuevos competidores. Además, las empresas asentadas gozan de un reconocimiento de marca y fidelidad de los clientes gracias a una relación duradera con sus consumidores. Las M & A permiten penetrar en nuevos mercados teniendo un ingreso inmediato en el mercado particular y superando las barreras mencionadas anteriormente. Las adquisiciones transfronterizas permiten acceder a un grupo potencial de nuevos consumidores, mejorando la capacidad de producción y distribución, obteniendo marcas valoradas en el mercado particular y al mismo tiempo eliminando al competidor local.

Mediante las adquisiciones las empresas pueden tener acceso a nuevos productos, incrementando y diversificando su portafolio de productos existentes. El desarrollo interno de productos para una compañía puede requerir de tiempo, esfuerzo y dinero atravesando por un largo proceso de investigación y desarrollo, producción y lanzamiento al mercado. Inclusive teniendo un alto grado de incertidumbre sobre el éxito del mismo. En cambio, si se adquiere una compañía, se sabe de antemano cuál es su *performance*, evitando un proceso interno arriesgado en investigación y desarrollo.

Las adquisiciones también se utilizan para efectuar un crecimiento organizacional. El hecho de tener un crecimiento mediante adquisiciones permite tener un mayor acceso y posicionamiento a los mercados de capitales. Además, el tamaño de una compañía permite mejorar la *performance* financiera aprovechando las economías de escala que se generan.

A partir de las adquisiciones se pueden lograr sinergias entre partes. En una M & A se presentan oportunidades para realizar una reducción de costos a través de la eliminación de operaciones, procesos y personal que se superponen en ambas compañías. La sinergia se presenta cuando el valor que crea las unidades que trabajan juntas excede el valor que estas unidades podrían crear si trabajaran de forma independiente. Clemente & Greenspan (1998) propone analizar otro tipo de sinergias a las que las llama REO synergy “[...] a new created or strengthened product or service that is formulated by the fusion of two distinct attributes of the merger partners”. REO Synergy resulta cuando los recursos y las habilidades de ambas partes se complementan e integran generando nuevas competencias centrales que derivan en el largo plazo a oportunidades de crecimiento en el *revenue*.

Otra de las principales razones para una adquisición es la disminución de la competencia. El proceso de adquirir a un competidor mediante una adquisición conlleva a un proceso regulatorio exhaustivo. Las leyes anti-monopolio prevalecen en distintos marcos regulatorios que dificultan el proceso de M & A. No obstante, si estas transacciones logran superar el escrutinio, cerrando el acuerdo entre partes, generalmente, se obtiene una gran influencia en el mercado y en algunos casos convirtiéndose en una empresa dominante.

Las adquisiciones generan la transferencia no solo de los activos tangibles sino también los intangibles como la reputación y credibilidad de la marca que perciben tanto los *stakeholders*, clientes, proveedores e incluso empleados. El servicio al cliente, la calidad de productos, la filantropía y la responsabilidad social son aspectos que forman parte de los activos intangibles de una empresa y contribuyen a la reputación de la misma.

Las empresas buscan agilidad en un mercado disruptivo. Las M & A funcionan como mecanismo para aumentar las capacidades de innovación en esta nueva era. A través de las adquisiciones se puede acceder a nuevos conocimientos, tecnologías (patentes), productos o procesos para luego integrarlos a sus procesos, áreas o actividades existentes. Aunque hay que analizar si a una compañía le conviene generar la tecnología por cuenta propia teniendo en cuenta las principales variables en cuanto a costos y tiempo, o si conviene que

sean adquiridas. A pesar que siga habiendo un riesgo en una adquisición como alternativa para invertir en I & D, hay mayor certidumbre en los resultados y se puede predecir con mayor exactitud en comparación con I & D interna.

Las adquisiciones permiten tener una respuesta ante diferentes escenarios económicos. Cuando hay un contexto donde los bonos libres de riesgo rinden tasas de intereses muy bajas o cercanas a cero permite a las compañías acceder con mayor facilidad a préstamos o bonos para financiar adquisiciones. Además, puede fomentar financiar adquisiciones pasadas con tasas más bajas. Caso contrario, cuando los mercados de capitales están “sobreevaluados” las compañías pueden impulsar un programa de adquisición que sea financiado a través de la venta de acciones.

#### **4:3 Tipos de diversificación a través de adquisiciones:**

Una adquisición se encontrará enmarcada en uno de los tres tipos de estrategia: integración horizontal, integración vertical o diversificación según el objetivo que persigan. A partir de lo desarrollado por autores como Sergio Raíz (2003) y Eduardo Galletti (2001) analizaremos esas tres estrategias centrales.

##### **I) Integración horizontal:**

Una adquisición horizontal ocurre entre empresas del mismo sector donde el objetivo es primordialmente sinérgico. La similitud de ambas empresas en sus estrategias, estilos administrativos y patrones en asignación de recursos mejoran más el desempeño en estas adquisiciones. Este tipo de adquisiciones está orientada a incorporar líneas de productos, eliminar competidores, generar economías de escala (menores costos con un mayor volumen), reducir los costos de insumo gracias a un mayor poder de negociación y mejorar los indicadores de solvencia gracias a un mayor respaldo financiero. Adicionalmente, la incorporación de líneas de productos permite mejorar la productividad en la distribución.

##### **II) Integración vertical:**

Una estrategia de adquisición orientada al proveedor o hacia los clientes implica un proceso más complejo y riesgoso que una integración horizontal. La

adquisición vertical se presenta cuando una compañía compra otra que es proveedora o distribuidora de la adquirente. Este tipo de adquisiciones en la cadena de comercialización tiende a optimizar el flujo de materias primas, producción y producto final. De esta manera, se logra mayor calidad de los productos por controlar partes adicionales de la cadena de valor. Permite asegurarse los recursos de un proveedor o de un canal de distribución.

### III) Diversificación:

Al igual que la integración vertical, la estrategia basada en la diversificación en distintas industrias a través de adquisiciones puede implicar un riesgo elevado. Esta estrategia atenta contra los beneficios que se pueden obtener por las sinergias. No obstante, permite expandir las capacidades de la compañía ampliando su base de conocimiento y adquiriendo diversos talentos.

#### **4:4 Riesgos asociados a las fusiones y adquisiciones:**

Las estrategias de adquisiciones no están exentas de problemas. La integración luego de una adquisición es un proceso organizacional complejo para los administradores involucrados. El proceso involucra una resistencia al cambio debido a los choques culturales y las políticas organizacionales. La integración de dos sistemas de control y financieros, la relación de trabajo entre empleados y las diferencias en cuanto a la resolución de problemas son casos típicos que impiden una buena integración entre empresas.

Puede haber una evaluación incorrecta de la empresa que se quiere adquirir. *Due Diligence* son una serie de actividades exploratorias con el fin de evaluar a una compañía meta. Según Clemente & Greenspan (1998) el enfoque tradicional del *Due Diligence* se centra en analizar las áreas más relevantes: financieras, regulatorias, contables e impositivas. Las actividades destacadas de este proceso se basan en identificar diferencias culturales entre empresas, las acciones que se precisarán para tener una integración exitosa entre las plantillas de trabajadores, verificación de propiedad sobre los activos, revisar la lista de clientes y proveedores entre otras.

Como apunta Hitt (2008) el *Due Dilligence* también se concentrará en evaluar si la posición financiera declarada es exacta y si las normas contables usadas para la auditoría son correctas. El comprador necesita asegurarse de que no haya

pasivos no contabilizados o riesgos no identificados que puede generar que la compañía adquirente pague un precio exorbitante por la compañía meta. Una estrategia de crecimiento a través de adquisiciones implica elevados desembolsos de dinero, lo que deriva generalmente en un financiamiento incrementando la deuda en la empresa adquirente (Michael and Shaked 1985). Por ende, con un ratio de deuda más elevado mayor es el riesgo asumido en el negocio.

Otro de los principales desafíos que afrontan las adquisiciones es la incapacidad de lograr sinergia. Una vez que la adquisición se concretó, la integración de recursos, habilidades, *know-how* entre otros aspectos se vuelve un punto crítico. En más de un caso de M & A no se logran las expectativas, y se termina desinvirtiendo en el negocio adquirido.

La diversificación excesiva también puede ser considerada un problema. Como sostiene Hitt (2004) dependiendo las capacidades de cada compañía, un elevado grado de diversificación puede generar una dificultad en la estrategia corporativa causando una disminución en el desempeño, por lo que la compañía deba deshacerse de parte de sus unidades de negocio. Esto se ve principalmente en la práctica ya que los directores cuando deben evaluar y monitorear a sus unidades de negocios, si están muy diversificados suelen utilizar indicadores financieros en vez de estratégicos. Generalmente sucede porque los administradores no conocen del negocio usando solamente *Key Performance Indicators* financieros teniendo una mirada en el corto plazo.

Se debe evitar que las adquisiciones reemplacen a la innovación. Las adquisiciones permiten poder acceder a nuevos productos y capacidades de la compañía meta. Sin embargo, las adquisiciones tienen un efecto directo en el compromiso del *management* en la innovación. Puede haber un *trade off* entre la inversión en adquisiciones y la inversión en I & D, generando una dependencia de las adquisiciones en el largo plazo para poder tener resultados innovadores. Como mencionamos anteriormente, una política corporativa de crecimiento a través de adquisiciones permite incrementar los niveles de deuda. A medida que los tenedores de deuda ganan poder en relación a los accionistas, la aceptación de proyectos riesgos va a ir en decadencia, principalmente porque los tenedores de deuda son más adversos al riesgo que los accionistas (Smith and Warner, 1979).



Por lo habitual, el proceso de una adquisición requiere constante atención y seguimiento por parte de los directores de la compañía, dedicando tiempo y energía, perdiendo el foco en aspectos fundamentales del negocio. En especial, en el proceso de negociación donde el *top management* está abocado a poder concretar la transacción.

Las adquisiciones permiten crear una compañía más grande permitiendo acceder a economías de escala. Sin embargo, deben tener previsto que a medida que una compañía invierte fuera de sus fronteras estando presentes en muchos países incrementa la complejidad de sus operaciones y los desafíos administrativos. Como efecto secundario puede producirse des economía ya que puede resultar costos la integración de las operaciones entre empresas para obtener beneficios requeridos de las economías de escala.

## **5. Metodología:**

### **5.1: Tipo de estudio:**

Por un lado, el presente trabajo muestra las reflexiones de una investigación descriptiva buscando comprender el comportamiento de las organizaciones al momento de entrar en un nuevo mercado, a partir del método de estudio de casos. En el desarrollo de este trabajo veremos perspectivas de la empresa Beijer Ref al atravesar este proceso de M & A, cuáles fueron sus inconvenientes y desafíos y cómo lograron atravesarlos. Se podrán observar diferentes visiones de altos cargos ejecutivos respecto a cómo tener una estrategia internacional exitosa.

La metodología será cualitativa que según Taylor y Bogdan (1994) hace *referencia a la investigación que produce datos descriptivos, es decir, las propias palabras de las personas, habladas o escritas, y la conducta observable*. Es por eso que llevaremos a cabo entrevistas con altos cargos ejecutivos de la compañía Beijer Ref, que se vieron involucrados en gestionar la adquisición de una empresa, fusión o método de entrada a un nuevo país. Además, analizar y resaltar los principales enfoques de libros relacionados a la temática.

La investigación cualitativa permitirá descubrir determinadas características o rasgos en cuanto a distintos aspectos de una M & A entre ellos, porque se decide adquirir una compañía y cuáles son sus principales razones, que beneficios se pueden obtener a partir de una adquisición y ante qué aspectos el *management* debe estar atento para lograr una buena integración entre ambas compañías.

El análisis cualitativo operará de forma circular teniendo un constante seguimiento con empleados de Beijer Ref y en particular Enrique Gibelli, VP de la compañía. Se entablan conversaciones y un diálogo constructivo para poder obtener como sostiene Gonzales A (1994) ciertas inducciones (datos) y deducciones (hipótesis) acompañado por una reflexión analítica.

### **5.3 Técnica de recolección de datos:**

La empresa Beijer Ref demuestra un marco ideal para evaluar las cuestiones mencionadas en párrafos anteriores. Por lo tanto, el trabajo de campo y las entrevistas a personas que tuvieron años de experiencia en fusiones y adquisiciones dentro de Beijer Ref permitirán la interiorización necesaria para tratar los temas propuestos. Además de la revisión documental se realizarán entrevistas principalmente al VP de Beijer Ref: Enrique Gibelli responsable de las adquisiciones en las zonas de Sudáfrica y el Sur de Europa. Parte de la recopilación de datos se obtuvieron de informes anuales de la compañía proporcionando información financiera y operativa además de las estrategias implementadas y comunicadas por el CEO de la empresa a los accionistas e inversionistas. También, se obtuvieron datos de reportes de la industria y de países ya que el contexto en el que opera una empresa es un tema primordial a analizar.

## **6 Introducción caso de estudio:**

### **6.1 Empresa Beijer Ref:**

Beijer Ref junto con sus subsidiarias es un grupo comercial que proporciona a los clientes de la mayor parte del mundo una amplia gama de productos en los campos de refrigeración comercial e industrial, así como calefacción y aire acondicionado (HVAC).

Los productos que comercializa consisten principalmente en unidades de refrigeración y aire acondicionado, intercambiadores de calor y refrigerantes, así como repuestos para estos. La mayor parte de la gama de productos proviene de proveedores líderes como Toshiba, Carrier, Mitsubishi Heavy Industries, Danfoss y Bitzer.

Una menor porción de las ventas proviene de la producción propia de la empresa de productos de refrigeración ecológicos basados principalmente en refrigerantes naturales. Durante varios años, Beijer Ref se ha centrado en el desarrollo de productos internos y en la fabricación de sistemas de refrigeración y bombas de calor. El grupo también fabrica su propia tecnología de refrigeración respetuosa con el medio ambiente, que es muy importante para crear una oferta atractiva para los clientes. En el segmento OEM (fabricación de equipos originales), se busca alcanzar la innovación y desarrollo del producto que tengan alternativas respetuosas con el medio ambiente bajo marcas propias.

La producción interna se ha implementado en filiales en Italia, Francia, Países Bajos, Suecia, Sudáfrica, Tailandia, China y Australia. En la actualidad, estas empresas suministran a los mercados de grandes partes del mundo tanto soluciones estándar como conceptos totales personalizados para clientes finales que desean reducir su huella de carbono.

El grupo tiene alrededor de 4.200 empleados, trabajando en 39 países. La casa matriz se encuentra en Suecia y cuenta con subsidiarias de propiedad absoluta en Europa, África, Asia y Oceanía. La compañía tiene su distribución y venta de sus productos a través de su propia red de más de 330 sucursales. El grupo también cuenta con almacenes y centros logísticos en cada mercado. Las subsidiarias comercian bajo el nombre de Beijer Ref o bajo sus nombres locales.

Los productos de Beijer Ref en el campo de los sistemas de refrigeración, congelación y aire acondicionado se pueden encontrar en todo tipo de edificios, desde grandes almacenes y tiendas hasta gasolineras y oficinas. Los productos satisfacen la demanda principalmente en tres segmentos:

- Refrigeración comercial e industrial: La cadena de frío en locales como supermercados, restaurantes, hoteles, estaciones de servicio y mini-markets. Por otra parte la cadena de frío en frigoríficos, tambos, farmacéuticas, pistas de hielo y aplicaciones para el agro como la producción de tulipanes. Este segmento representa el 44% de la facturación que tiene Beijer Ref.

Manufactura Propia (OEM): Beijer Ref produce sus propios productos amigables con el medio ambiente para consumidores de la industria comercial e industrial representando el 10% de su facturación.

- Refrigeración de confort (HVAC): Climatización y ventilación para viviendas, oficinas y comercios. Representa un 46% de la facturación del negocio.

El consumidor final puede ser, por ejemplo, una tienda de comestibles o un restaurante con tecnología de refrigeración y congelación o una oficina que necesita un aire acondicionado. Todos compran con frecuencia sus soluciones de refrigeración y aire acondicionado a través de un instalador que compra tecnología, unidades de refrigeración y componentes de Beijer Ref. Los pedidos pueden ser tanto para soluciones completas de productos como para repuestos. El mercado de posventa (repuestos) representa una parte importante de las ventas netas de Beijer Ref. Por lo tanto, en la cadena productiva Beijer Ref cumple principalmente el rol de distribuidor consiguiendo la gran parte de sus insumos a través de múltiples proveedores y vendiendo estos productos a instaladores técnicos.

El valor que agrega Beijer Ref a la cadena productiva desde el fabricante al consumidor se basa principalmente en la compra, el almacenamiento, la distribución, el conocimiento y el soporte técnico. El negocio principal de Beijer Ref es vender Bussines to Bussines (B2B) a los instaladores técnicos.

Beijer Ref está activo en un mercado fragmentado donde la mayoría de la industria consiste en jugadores locales. Una parte importante de la estrategia del grupo es crecer a través de adquisiciones y Beijer Ref está trabajando activamente para consolidar el mercado. En total, Beijer Ref ha completado hasta el 2021 la adquisición de aproximadamente 50 empresas. Al agregar estratégicas compañías a la cartera, Beijer Ref puede crecer más rápido que el mercado, tanto geográficamente como a través de una gama de productos ampliada. Las sinergias se consiguen principalmente en compras, distribución y funciones de soporte y asesoramiento. Beijer Ref gestiona su negocio a través de una estructura organizacional descentralizada donde en cada subsidiaria, las decisiones comerciales son locales con la libertad que tienen los empleados de tomar sus propias decisiones en cada mercado local, promoviendo un espíritu emprendedor. Esto otorga a la organización una agilidad para adaptarse a nuevos escenarios como lo fue la pandemia COVID 19.

Varios autores resaltan el *trade off* entre el crecimiento vía adquisiciones y la inversión en investigación y desarrollo. Es decir, que una estrategia de crecimiento a través de adquisiciones implica en consecuencia menor capital y tiempo a invertir en I & D. El caso particular de Beijer Ref se caracteriza en que no corre este riesgo ya que el *core* de la empresa se centra en el rubro de logística, mientras que la mayor parte de la inversión en I & D es llevada a cabo por los proveedores, por lo tanto, Beijer Ref puede poner su principal foco en su estrategia de M & A. Como se mencionó anteriormente el sector (OEM), manufactura propia por parte de Beijer Ref representa tan solo el 14% de la facturación de la compañía.

- **6.2 Las 5 fuerzas de Porter en la industria de refrigeración (mercado de distribución):**

El mercado de distribución en cada país se caracteriza por una competencia intensa con jugadores dominantes, normalmente entre 3 y 5 competidores. Las compañías están focalizadas en M & A ya que hay una gran dificultad en implantarse desde cero en una nueva región. Los productos son esencialmente

los mismos, con lo cual la pelea es intensa tratando de tener una cobertura suficiente del territorio a través de puntos de venta (sucursales) y suficiente stock para abastecer los picos de demanda. Tal es la competencia que en una misma cuadra se encuentran dos sucursales con ventas de productos de refrigeración. Por lo tanto, el principal método de diferenciación se basa en el servicio al cliente y asesoramiento técnico.

1. Amenaza de nuevos entrantes: Una elevada inversión inicial en infraestructura, principalmente en sucursales que funcionan como puntos de venta para tener una cobertura en todo el territorio. Además, hay que tener una elevada capacidad en gerenciamiento al crédito, financiando a clientes a 30 días aproximadamente.

También, hay una elevada inversión en capital de trabajo teniendo que mantener un buen nivel de inventario. Hay que tener ciertas capacidades y conocimientos “*know how*” en aspectos de logística y planificación de compras “*forecast*” para facilitar y dar visibilidad al negocio. Por otra parte, un nuevo entrante tendría que cumplir con los reglamentos regulatorios existentes como el National Environmental Policy que actúan como barreras para nuevos participantes.

2. Poder de los proveedores: El poder de negociación de los proveedores es medio, con una gran base de jugadores destacados en el mercado. Sin embargo, hay proveedores como Toshiba y Bitzer que tienen marcas de referencia, lo que les otorga un mayor poder de negociación al momento de definir precios y plazos de pagos. Toshiba es el mayor proveedor de HVAC para la compañía, sin embargo, para mitigar este riesgo Beijer Ref aplica como estrategia el hecho de tener por lo menos, dos proveedores en cada mercado. También está la amenaza de que los proveedores, en ciertas ocasiones, acuden a ir de forma directa a clientes relevantes.

Por otra parte, para Beijer Ref, siendo una compañía multinacional, también impone ciertas condiciones a los proveedores como bonos sujetos a niveles globales de compra, aviso anticipado cuando van a subir

precios, retraso de la aplicación del incremento de precio respecto a otros competidores, cierta gama nueva disponible para ellos antes que la competencia.

3. La amenaza de sustitutos: En términos generales no hay sustitutos en el mercado de refrigeración, es decir, no hay otro sector que lo pueda reemplazar. Sin embargo, si hay otras tecnologías que se destacan por su eficiencia de consumo energético e impacto ambiental que cada vez tiene mayor relevancia en el sector.
4. El poder de compra de los clientes está entre moderado y alto debido a la presencia entre 3 y 5 alternativas de distribuidores en cada país el cliente (instalador técnico) puede elegir entre ellos, además de contar con un bajo costo de cambio. Al ser la mayoría de los productos estandarizados o productos que la competencia misma ofrece (marcas líderes como Mitsubishi) el cliente puede comparar precios, servicio al cliente, formas de pago entre otros aspectos y decidir optar por uno u otro.

Dependiendo del país, hay entre 400 y 600 clientes que están segmentados en cuatro perfiles diferentes (Anexo 4). Por un lado los clientes pequeños “independientes” que se caracterizan principalmente por ser ingenieros de refrigeración y contratistas e ingenieros de aire acondicionado. Por otro lado, hay clientes nacionales, con mayor volumen de pedidos que tienen un mayor poder de negociación, estos buscan contratos globales exigiendo a las distribuidoras fuerte presencia en todo el territorio objetivo. Además están los “*buyer groups*” o “*end users*” que debido a su grandes volúmenes de compra pueden exigir mejores condiciones.

- o Tendencias en la fabricación de productos de refrigeración:

Los distintos grupos de interés en la sociedad: mercados, gobiernos, ONG y los consumidores comienzan a exigir productos de refrigeración *eco friendly* que tengan un menor impacto en el medioambiente. La Unión Europea en el 2018 firmó el reglamento de gases fluorados, sosteniendo la eliminación de

refrigerantes peligrosos para el medioambiente para el año 2030. Los compradores a menudo examinan los refrigerantes en cuanto al consumo de energía y la idoneidad de la aplicación.

## **7.0 Adquisiciones:**

### **o 7.1.1 Introducción a la adquisición de la empresa Refrigeración General Océano Índico, GFOI (2013).**

El 17 de octubre de 2014 el grupo sueco de refrigeración Beijer Ref AB adquirió todas las acciones de la compañía GFOI, compañía francesa localizada en la isla de La Reunión. La compañía GFOI era el principal jugador del mercado en venta al por mayor en refrigeración y aires acondicionados en la isla reportando ventas por €5 millones.

La compra de la compañía implicó un desembolso de €2 millones por parte de Beijer Ref. La adquisición se financió a través de la toma de deuda con el banco Moyenne. La empresa adquirida se había fundado en el año 2000 por la familia Vincent a través de la sociedad *HOLDING Group* como únicos accionistas. Per Bertland, CEO de Beijer Ref en la carta a los accionistas argumenta que la adquisición de GFOI era un paso siguiente para su estrategia de expansión fuera de Europa reforzando su posición en el hemisferio sur con sus operaciones en el sur de África.

La compañía GFOI operaba en La Reunión, caracterizada por ser una isla con una superficie de 2512 kilómetros cuadrados. Se encuentra a 210 km de Mauritius, 800 km de Madagascar y a 9.300 km de Paris. Es uno de los dos departamentos franceses del hemisferio sur con más de 840.000 habitantes y una industria turística en rápida expansión.

### **o 7.1.2 Due Diligence**

Para determinar la adquisición se atravesó por un proceso de investigación de la empresa objetivo (GFOI). Se llevó a cabo una evaluación de las respectivas áreas tradicionales de la compañía como su performance financiera, problemáticas legales, perspectivas del marketing, RRHH, riesgos ambientales,



impuestos y aspectos tecnológicos. Sin embargo, la cultura organizacional, el capital humano y otros problemas críticos relacionados a la integración fueron contemplados también como aspectos centrales en la evaluación de la compañía target.

La compañía Beijer Ref tenía un acuerdo de suministro exclusivo entre su subsidiaria GFF localizada en Francia y la empresa GFOI. Esto le permitía a Beijer Ref como proveedor, tener un contacto más cercano con la organización gracias al cual conocía aspectos relevantes como su cultura laboral, trato con proveedores y capital humano que conformaban parte del valor intangible. Para conocer con mayor profundidad la compañía, en el año 2013, un equipo de Beijer Ref viajó a la isla La Reunión para visitar la empresa, conocer su gente, la manera de manejarse y el estado de las instalaciones. Como Enrique Gibelli nos relata: *“Uno realiza una visita para comprobar que esté bien manejada, para ver qué relación se genera con el management. Nos ha pasado con empresas candidatas que no nos gustó su gente y no avanzamos en su adquisición”*.

En el Due Dilligence tradicional, para poder realizar un análisis de la performance financiera de GFOI se acudieron a los estados contables de 2011, 2012 y 2013. A partir de los estados contables de GFOI se obtuvieron indicadores financieros relevantes para evaluar la sustentabilidad de la compañía. Para analizar la estructura de capital se utilizaron dos indicadores. Por un lado, el nivel de deuda sobre los activos que representó un 55% y por el otro el nivel de deuda sobre patrimonio neto obteniendo un 1,26 (Anexo 5). Para la industria de refrigeración esta estructura de capital representaba un nivel moderado de deuda, permitiendo demostrar que se estaba adquiriendo una empresa con deuda razonable. También, se evaluaron las obligaciones a corto plazo que tenía la empresa, es decir, deuda que vencía en menos de 1 año. La deuda a corto plazo representó un 10% del total de los activos de la compañía demostrando un nivel relativamente bajo que garantiza la capacidad que tenía GFOI de afrontar estas obligaciones.

Fórmulas (Anexo 5):

- Nivel Deuda / Activos (anexo x):  $(1557+336) / 3413 = 0,55\%$
- Deuda Corto Plazo (Anexo x):  $366/(1557+366+1490) \times 100 = 10\%$
- Deuda / Patrimonio Neto:  $(1557+366) / 1557 = 1,26$

A partir de la “Hoja de Balance” (Anexo 5) y “Ganancias y Pérdidas” (Anexo 6) se tomaron en cuenta otros ratios para medir la performance financiera de la compañía en el año 2013. El retorno sobre la inversión (ROI) representaba un 4,63%. La rentabilidad para el accionista (ROE), que mide la utilidad obtenida sobre sus recursos propios mostraba un 9,46%. El valor económico agregado (EVA) que se obtuvo a partir de los estados contables dio como resultado €-68 mil. El EVA funcionaba como un indicador que le permitía a Beijer Ref observar el resultado una vez cubierto todos los gastos y la rentabilidad esperada por los accionistas. Para Beijer Ref este número no era alentador ya que siendo el EVA menor a cero demostraba que la compañía no generaba un beneficio económico desincentivando a Beijer Ref en adquirir GFOI. Por otra parte, el ROI no superaba el costo de capital exigido por los accionistas (WACC=6,87).

Fórmulas a partir de (Anexo 5 y 6):

NOPAT (Resultado operativo neto):  $EBIT \times (1-t) = 563 \times (1-0,3) = 141$

ROI:  $NOPAT / \text{Activo Neto} = 141 / (3413 - 366) = 4,63\%$

ROE:  $\text{Resultado neto} / \text{Equity} = 141 / 1490 = 9,46\%$

EVA:  $NOPAT - \text{Activo Neto} \times WACC = 141 \times (3413-366) \times 6,87 = - 68$

Sin embargo, el estado de resultados de GFOI del año 2013 tuvo un ajuste que modificó la performance de la compañía convirtiéndola en atractiva para su adquisición (Anexo 7). La cuenta de resultados de 2013 mostraba ventas por €5,2 millones con un EBIT de €0,2 millones (4,1% ROS). Este EBIT incluía €0,2 millones de costes extraordinarios que se eliminarían tras la adquisición. Estos costos estaban relacionados principalmente con los servicios compartidos de administración y contabilidad. Ajustado por estos costes, el EBIT debería haber sido de €0,4 millones (7,4 % ROS). A partir de este ajuste del EBIT, los ratios como el ROI, ROE y EVA se verían modificados obteniendo un mejor indicador. Por otra parte, para realizar la operación de adquirir GFOI se tuvo que incurrir a gastos de abogados y de notario que representaron €0,04 millones.

Otro de los factores determinantes para decidir la adquisición de GFOI fue el resultado del VAN (Anexo 8). Este resultado se obtuvo a partir de la proyección de *free cash flow* de los flujos futuros a perpetuidad, actualizándose al año 2013

por el WACC. El VAN representa €4.378.000 millones por lo que indicaba que esta era una inversión que generaba valor para los accionistas de Beijer Ref. El precio de adquisición de GFOI se había negociado en €2,0 millones por el 100 % de las acciones, sobre la base de un capital de €1,49 millones. Además del precio fijo, se pagó una ganancia de un máximo de €0,2 millones en función de las mejoras de rendimiento durante un período de 2 años. Teniendo un EBIT ajustado de €0,4 millones representaba un EBIT múltiplo de 5 veces. Beijer Ref utiliza este indicador para analizar a la empresa objetivo, donde generalmente el múltiplo del EBIT se encuentra entre 4,5X y 9X. Debido a las características de la industria de refrigeración las empresas son comparables por tener un alto grado de similitud en el negocio, lo que permite una comparación de múltiplos para analizar la performance y adquisición de una empresa. De esta manera, se obtiene un indicador que permite evaluar el precio al que Beijer Ref está comprando la compañía.

### **o 7.1.3 La integración de GFOI con Beijer Ref:**

La adquisición de la compañía GFOI se caracterizó por ser una integración horizontal ya que GFOI y Beijer Ref eran dos empresas que competían en la misma industria. El objetivo de adquirir una empresa de perfiles similares caracterizaba a la estrategia de Beijer Ref en querer enfocar la totalidad de sus recursos y capacidades gerenciales, financieras, funcionales en competir con éxito dentro de una misma industria. De esta manera, Beijer Ref se mantiene enfocada y centrada en lo que sabe y hace mejor, permaneciendo en la industria de refrigeración y enfocándose en administrar sus fuerzas competitivas. Así, logra incrementar el poder de mercado explotando las sinergias que se obtienen con los costos y los ingresos ya que ambas compañías tienen características similares permitiendo una integración menos problemática entre las dos empresas.

La integración entre ambas compañías era necesaria para poder generar las sinergias y lograr los beneficios esperados. De este modo, Beijer Ref debió determinar cuáles eran los factores relevantes a evaluar estableciendo un plan de acción para el corto y mediano plazo post-adquisición. En el primer año, el foco se basó en integrar completamente el negocio de GFOI en GFF como

sucursal. Beijer Ref como empresa multinacional y como compañía madura había establecido una red de operaciones subsidiarias en mercados extranjeros, una de ellas GFF que tiene sus operaciones en Francia. La compañía supo aprovechar la capacidad y habilidades que tenía su subsidiaria “GFF” para que gestionará e incorporará en sus operaciones a la nueva compañía GFOI.

A partir de la integración de los procesos y operaciones habían ciertas áreas que se duplicaban en ambas empresas, permitiendo la eliminación de estas mismas. Como sostiene el VC de Beijer Ref Enrique Gibelli: *“Los puestos que se despiden son generalmente del back office, entre ellos personal de administración, recursos humanos y contabilidad”*. Esto sucede debido a que GFF tenía la capacidad con su estructura existente de sostener las operaciones de GFOI como nueva sucursal. Esto se ve reflejado en lo que dice el autor John Child y David Faulkner (2001) que sostienen que la compañía adquiriente tienda a hacerse cargo y ejecutar centralizadamente ciertas áreas de actividades relacionadas a la estrategia, finanzas, RRHH, sistemas informáticos entre otros. De esta manera, se logran economías de escala, permitiendo a Beijer Ref reducir los costos fijos de GFF al operar con mayores volúmenes reduciendo el costo fijo unitario. Tras la eliminación de estas áreas en la compañía GFOI, el due diligence esperaba generar una reducción de gastos de venta, generales y administrativos con un impacto positivo de €0,1 millones por año.

Además, gran parte de la plantilla de empleados de GFOI presentaba un capital humano de gran valor, en el que Beijer Ref se enfocó en retener luego de la adquisición. Los principales empleados que se buscaron retener eran operativos; como técnicos y vendedores que conocían a la compañía y sobre todo tenían un trato personal con los clientes. Es relevante destacar que a través de la adquisición se estaban transfiriendo activos intangibles; entre ellos la concepción de la marca en el mercado local y las relaciones interpersonales entre vendedores y clientes que representaban parte del valor llave en la compra de GFOI. En el mercado particular, GFOI era una marca reconocida por su vasta trayectoria. Como menciona Gibelli VP de Beijer Ref; *“En este negocio el trato y la confianza es un aspecto fundamental, muchos instaladores confían en el asesoramiento que les das para ir a reparar o instalar algo”*. GFOI contaba con

una amplia base de clientes representando el 23% del market share. La base de clientes se caracterizaba por su lealtad y una baja tasa de rotación.

Como parte del acuerdo en la adquisición, se buscó retener al antiguo propietario y el top management para que sigan ayudando a GFF hasta finales de 2016 para facilitar el proceso de transición. De esta manera, se retenía la experiencia y *expertise* de un *top management* que conocía el mercado particular y en especial entendía cómo funcionan las operaciones dentro de la isla. Logrando que los directivos de la empresa subsidiaria fueran del país de destino se mejoraba la capacidad de adaptación de estos a las cambiantes situaciones políticas y económicas en el ámbito local, además de que tenían un amplio conocimiento de sus leyes, cultura y aspectos sociales. Asimismo, las desventajas consistían en que los directivos no estaban familiarizados con la cultura y las prácticas empresariales de Beijer Ref, siendo un factor limitante para su desempeño. Por otra parte, con directivos locales se evitó los desembolsos relacionados con su traslado y se eliminó la posibilidad de que no se adapten al país de destino. Juan Mancera (2016) subraya la importancia que tiene para una empresa extranjera el poder contratar a un director local por sobre uno del país de origen ya que es posible lograr una sustancial baja de costos. El autor destaca que un director local puede significar una quinta parte de lo que corresponde contratar a un directivo del país de origen o de la casa matriz. Además, las barreras culturales entre GFOI y la subsidiaria GFF no se veían claramente afectadas gracias al idioma que compartían en común. En La Reunión, la lengua oficial de la administración y prensa escrita y hablada es el francés otorgando una facilidad para coordinación y comunicación entre la casa matriz y la subsidiaria.

Beijer Ref, con una posición sólida pudo introducir a la subsidiaria cambios en las prácticas de gestión transfiriendo competencias que contribuyeron a operar con mayor eficiencia y eficacia. Una vez que se logró la absorción total en el negocio de GFF, inmediatamente después de la adquisición, se aplicó la migración de los sistemas de información. GFOI tuvo que reemplazar su sistema vigente al sistema Enterprise Resource Planning (ERP) que utiliza Beijer Ref para aplicar los estándares de gestión de GFF al nuevo negocio, entre ellos controles financieros y cualitativos. Sin embargo, el alcance de estos cambios en la gestión de GFOI dependían no solamente de las intenciones de la

compañía “madre” sino también del grado de integración y control que se llevaba a cabo en la subsidiaria para poder implementar los cambios deseados. Siempre hay una resistencia al cambio y este caso no fue la excepción. Introducir un nuevo ERP fue un proceso complejo que lleva tiempo estabilizarlo y que el personal preciso de tiempo y capacitación para acostumbrarse ya que era un cambio profundo en la manera de operar dentro de la organización. El sistema de gestión empresarial aparte de controlar las ventas diarias permitió a GFOI tener una mayor visión y control en las prácticas de ventas, promociones, las operaciones de suministro etc..

Aplicar el sistema de información ERP de Beijer Ref en la subsidiaria, contribuyó a un mayor control por parte del adquirente afectando directamente al grado de autonomía. A lo largo de los años la relación entre Beijer Ref y su nueva subsidiaria se caracterizó por un alto grado de interdependencia ya que Beijer Ref aportaba nuevas oportunidades de mejora en las compras, logística y asesoramiento a GFOI. Esto se veía reflejado ya que las dos compañías tenían un elevado grado de vinculación en sus negocios, caracterizados principalmente como distribuidores de productos de refrigeración. Como bien describen John Child y David Faulkner (2001) la mayoría de las adquisiciones tienden a incrementar la centralización del control estratégico como también su control operacional y el caso Beijer Ref-GFOI no dejaba de ser una excepción.

A nivel global se puede inferir que Beijer Ref en el 2013 tuvo un año que se caracterizó por evaluar las distintas compañías objetivo que se querían adquirir, entre ellas Eurocopol, Borresen Cooltech y GFOI. En cambio, el 2014 fue un año en el que se enfocó en integrar las adquisiciones a la organización existente y en fortalecer las funciones de soporte. Al mismo tiempo, se vio la necesidad de una mayor coordinación entre las subsidiarias. Durante el año, por ello, se tuvo que implementar una nueva organización con un country manager en cada país. El trabajo de integración resultó en costos únicos durante 2014, pero construyó una estructura más sólida para los próximos años. Específicamente, en el mercado de la Reunión se optó por operar y permanecer con la marca GFOI aumentando la integración de las funciones administrativas y logísticas, para poder trabajar de manera más rentable y logrando ofrecer a los clientes una mejor oferta.

#### o 7.1.4 Razones para adquirir GFOI:

Hay innumerables razones que motivaron a Beijer Ref a realizar la adquisición con el objetivo de generar un impacto positivo en la performance de la compañía GFOI. En primer lugar, el hecho para GFOI de pasar a ser parte del grupo Beijer Ref le permitió ampliar su oferta de productos y servicios, accediendo a una gama de productos nuevos y a los que no tenía acceso anteriormente para ofrecerlos en la isla La Reunión.

Entre las principales oportunidades, estaba la posibilidad de introducir una Línea de Refrigeración Industrial (GFI). Esta presentaba una división de frío industrial de la subsidiaria GFF, que vendía aplicaciones industriales a supermercados, centros logísticos y frigoríficos. También, Beijer Ref contaba con un acuerdo de suministro con Delmo, empresa que vendía productos específicos de mantenimiento de edificios. Delmo presentaba una fuente de oportunidad para poder acceder a un segmento del mercado que no estaba siendo atendido anteriormente por GFOI.

De esta manera, al incorporar en GFOI una mayor gama de productos como los de GFI y Delmo le permitió desarrollar ventajas competitivas para poder realizar ventas cruzadas y aumentar su diferenciación, debido a que ahora podía ofrecer una solución integral y satisfacer las necesidades específicas de cada cliente. Esto permitió a GFOI ofrecer una solución integral que les permitía ahorrarles tiempo y dinero a los instaladores y acostumbrándose a tratar solamente con GFOI y sus representantes y no con varios proveedores a la vez. Se estimó en el Due Dilligence que la incorporación de estos nuevos productos a GFOI generaría un impacto en ventas de €0,7 millones en ingresos y en el EBIT €0,2 millones.

Con la adquisición de la empresa GFOI se accedió a un nuevo mercado de refrigeración en la isla que representaba un gran atractivo para las empresas, con un valor aproximado de €25 millones, de los cuales 20 millones se realizan localmente y 5 millones en el continente (Anexo 9). Además, Beijer Ref estimaba que el crecimiento del mercado de refrigeración en la isla iba a ser del 2% anual. Sin embargo, el mercado en particular presentó altas barreras de entradas

caracterizado por un oligopolio, es decir, compuesta por un pequeño grupo de 6 empresas. GFOI era la empresa líder en el mercado con un *market share* del 23% seguida por FRITEC con un 18% con ventas de €4 millones al año (Anexo 10). FRITEC había entrado dos años atrás a la isla a través del Rheiss Group y estaba incrementando su poder de mercado en la región con el plan de abrir dos nuevas sucursales durante el tercer trimestre de 2014.

La inserción en un nuevo mercado donde hay pocos competidores que ya están asentados en la región y tienen una trayectoria generando una relación a largo plazo con los clientes, imposibilitaba a Beijer Ref un ingreso por cuenta propia. Siendo las barreras de entrada altas, era difícil para Beijer Ref entrar por medio de iniciativas internas debido a que tenía que llevar a cabo centros de logística e invertir en campañas publicitarias para desarrollar lealtad en su marca. Es por eso que la adquisición de GFOI permitía un marco ideal para tener un ingreso inmediato en el mercado en particular generando un ahorro en tiempo y costos. Además, la compra de GFOI posicionó a Beijer Ref en el nuevo mercado como principal jugador, teniendo el mayor poder de mercado en la isla La Reunión.

Por otra parte, Beijer Ref contaba con una mayor “espalda financiera” para poder expandir las operaciones de GFOI dentro de la isla. Se buscó ampliar la huella de GFOI con la apertura de dos nuevas sucursales, al norte y al sur de la isla para recuperar las cuotas de mercado perdidas tras la entrada de FRITEC. El *Due Dilligence* estimaba un impacto en las ventas de €1,1 millones / año y un impacto en el EBIT de €0,1 millones / año.

La adquisición no solo le permitió ingresar al mercado de la isla La Reunión sino también, crear una plataforma para desarrollar el mercado del Océano Índico. La empresa GFOI presentaba el puntapié para poder expandir sus operaciones en los otros departamentos franceses en el área como Mayotte, Seychelles, y también algunos otros países de habla francesa como Madagascar y la Isla Mauricio, lo que en conjunto indica un potencial de mercado de aproximadamente €80 millones. Beijer Ref planteaba que en el mediano plazo se podía desarrollar la exportación a estas islas cercanas generando un impacto en ventas de €1 millón y un impacto en el EBIT de €0,3 millones.

La adquisición de la empresa GFOI posibilitó a Beijer Ref tener una mayor diversificación. Al ingresar a un nuevo mercado, Beijer Ref logró diversificar aún



más las zonas geográficas en las que operaba y de esta manera tener una menor dependencia de uno o más mercados y geografías. Siendo un negocio cíclico, en especial del segmento de aire acondicionado HVAC, donde gran parte de la demanda es estacional según las temporadas de calor, una diversificación geográfica permite mitigar este riesgo ante inusuales temporadas de frío. Esto se ve reflejado en lo que argumenta Hitt (2008) sosteniendo que la competitividad de una compañía se ve afectada en el grado de dependencia que tenga de un mercado en específico. Sin embargo, hay autores que admiten que una mayor diversificación territorial puede generar dificultades en la gestión y provocar des economías de escala. No obstante, la compañía Beijer Ref en el 2022 opera en más de 4 continentes y gracias a los avances tecnológicos como el 5G, las nuevas modalidades de trabajo post-pandemia con el “Home office” permiten tener una coordinación, eficiencia y gestión acorde en las distintas zonas geográficas. Así, se logran disminuir las distintas distancias geográficas que impiden un buen desempeño ante la gestión entre subsidiarias.

Otra de las razones de adquirir GFOI fueron las sinergias que se pudieron lograr en el área de compras. Beijer Ref presentaba una ventaja competitiva en aspectos relacionados a las compras ya que al brindar a sus proveedores previsibilidad en los pedidos le otorgaba oportunidades para poder negociar los precios. También, presentaba un elevado poder de negociación ante los proveedores ya que cada uno de estos podía acceder a través de Beijer Ref a una amplia red de distribución de sucursales a nivel mundial, lo que implicaba para un proveedor grandes volúmenes de venta. De esta manera, GFOI accede inmediatamente a los precios de compra del grupo Beijer Ref y tiene un mayor poder para negociar con sus proveedores preexistentes. Esto tiene sentido, ya que el poder de negociación de Beijer Ref siendo una empresa líder en el mercado internacional es mayor al de una compañía nacional como GFOI. Por lo tanto, GFOI lograra acceder a mercadería a un mejor precio, lo que repercutirá en mejores márgenes y en una mayor capacidad para actuar ante una “guerra de precios” por parte de uno o más competidores directos. Al GFOI obtener un menor costo marginal por cada producto vendido le otorgó una ventaja competitiva para poder competir en costos en determinados segmentos del mercado.

Tras la adquisición, a GFOI se le presentó la oportunidad para mejorar la rotación de inventario. Esto se logró al implementar un sistema como soporte de negocio que tenía Beijer Ref. Este sistema permitió visualizar el estatus de cada centro de almacenamiento. Al implementar este sistema en los principales centros de almacenamiento y distribución de GFOI se podía acceder a una mayor visibilidad para coordinar las compras con los proveedores y monitorear y gestionar la mercadería a través de toda la cadena. Además, como bien resalta Jhohan Bokman, Manager de logística en Beijer Ref: “*Al hacer compras más grandes y más coordinadas, se reducen los costos de almacenamiento innecesarios para los productos básicos que se compran con poca frecuencia en los distintos países*” (Reporte anual 2014). De esta manera se obtuvo una mejor gestión evitando altos niveles de inventario inmovilizado y disminuyendo el capital de trabajo necesario. En el *Due Dilligence* se había contemplado que esta implementación generaría un impacto positivo de €0,1 millones al año.

#### **o 7.1.5 Análisis desvíos presupuestado vs real:**

Es relevante realizar un análisis comparativo de la proyección “*forecast*” de GFOI tras la adquisición y lo realmente sucedido. Para eso se relevó los siguientes estados contables; el “Forecast ganancias y pérdidas” de GFOI (anexo 11) y la cuenta de resultados real desde 2014 hasta 2021 (Anexo 12). Para facilitar la comprensión de ambos anexos y poder realizar el análisis pertinente se debe destacar que el primer año del “*forecast*” representa el 2015 de la cuenta de resultados y así sucesivamente hasta el quinto año que sería el 2019.

Evaluando la cuenta de resultados, se puede observar que en los primeros tres años, GFOI atravesó por varios problemas organizacionales que impidieron alcanzar el desempeño esperado en el *forecast*. Se esperaba tener ventas por €6.8 millones en el primer año tras la adquisición, cuando en realidad se obtuvieron €4.2 millones. Este desvío del 39% se debió, en gran parte, a subestimar el proceso de integración que conllevó mayor tiempo del esperado. Entre las principales problemáticas estaba la integración del sistema ERP, la implementación de los productos Carrier y otros problemas derivados de RRHH.

En cuanto a los problemas relacionados a los proveedores se había presentado una problemática con la compañía Carrier. La empresa, caracterizada por ser fabricante de aires acondicionados, tenía otro distribuidor en la isla La Reunión. Tras la adquisición, Beijer Ref argumentaba que ellos tenían un derecho de exclusividad con Carrier exigiendo su derecho a vender la línea de productos en la isla. El derecho a la venta por parte de Beijer Ref fue otorgado recién al año 2016, lo que demostró una demora en su implementación, impactando directamente en las ventas de los primeros dos años.

Por otra parte, como se había acordado, el top management de GFOI se iba a quedar dos años en la empresa para tener una buena transición. Sin embargo, se presentaron problemas en la integración de ambas culturas corporativas, específicamente en la forma de trabajar del top management de GFOI. Cuando se quiso introducir el ERP para medir la performance de la subsidiaria estableciendo KPI a los altos directivos de GFOI, no estuvo bien visto por parte de estos. Como remarcaba Gibelli: *“El director y ex dueño de la compañía hizo toda su vida el negocio a su manera siendo muy difícil que se adapte a tener que reportar a un jefe”*. Esta resistencia al cambio se vio acompañada también por vendedores y empleados de rango medio que no apoyaban ni se involucraron en la implementación y transformación de ciertos procesos además de mostrar rechazo al sistema ERP como nueva herramienta de trabajo. La resistencia al cambio también se vio acompañado por un mal desempeño de los empleados en sus funciones.

Por tales motivo, se tuvo que acudir en el 2017 a realizar cambios en la plantilla del personal. En primer lugar, se tuvo que despedir al director de ventas, asignando como nuevo responsable a una persona relacionada a la subsidiaria GFF. A su vez este cambio se vio acompañado, por la asignación de personal de GFF en puestos de rango medio y operativos que presentaban anteriormente dificultades en su integración.

A través de estos cambios realizados, la performance de la compañía mejoró a partir del 2018 superando las proyecciones que se habían hecho para los años siguientes. Por ejemplo, las ventas reales del 2019 y 2020 superaron las presupuestadas en las proyecciones. Así también, se vio reflejado el resultado después del impuesto, donde en 2019 se obtuvieron €711 mil contra €588 mil

presupuestados. Estos mejores resultados se obtuvieron una vez que el equipo de trabajo se estabilizó y los procesos que se querían implementar se llevaron a cabo.

## **8.2 Adquisición de Tecsa Pty (2018).**

### **o 8.2.1 Introducción:**

En el año 2018 Beijer Ref emitió un comunicado con la decisión de adquirir la compañía Tecsa Pty Ltd, controlada por Westbrook Investments y comercializada como Tecsa Reco. La empresa se caracterizó por ser un mayorista sudafricano, que ofrecía una amplia gama de productos y marcas en refrigeración comercial y doméstica, aire acondicionado y repuestos para electrodomésticos. Beijer Ref la adquirió por un precio de compra de 255 y 300 millones SEK, es decir, entre €26.6 y €31.3 millones. La parte variable del precio de compra dependió del rendimiento de Tecsa Reco en el ejercicio en curso que finalizó el 28 de febrero de 2018.

Beijer Ref estaba operando en la región de África desde 2009 y la compañía fue obteniendo un crecimiento de manera orgánica y vía adquisiciones. La adquisición de Tecsa Reco le permitió marcar su huella con mayor presencia dentro del mercado de África, afianzando sus operaciones y eliminando a un competidor directo.

### **o 8.2.2 Descripción TECSA RECO:**

La sede de la empresa se encontraba en Johannesburgo y sus productos se distribuían a través de 21 sucursales distribuidas en todo Sudáfrica y dos sucursales adicionales en Namibia y Botswana. En total, Tecsa Reco tenía más de 300 empleados y las ventas brutas en 2016 ascendieron a aproximadamente 435 m SEK (€45,4m). Los dueños de la compañía eran Forge Group Pty, siendo un accionista privado con el 87% de las acciones y Alan Brown, Tecsa Reco CEO, con el 13,4% restante. Ellos distribuían las principales marcas de refrigeración comercial, y contaban con marcas propias como Unitherm (AC) y Friga Systems (Comm ref) además de ser distribuidor exclusivo de aires

aconicionados TLC. Tecsa Reco almacenaba la mayoría (50%) de su inventario en su centro de distribución central y oficina central administrativa en Tulisa Park en Johannesburgo y el resto de su inventario se mantenía en las diversas sucursales.

### o **8.2.3 Historia de Tecsa Reco:**

En 1965 Tecsa se constituye como empresa de mantenimiento y reparación de electrodomésticos. A partir del año 1990 ocurre la apertura de sucursales de Tecsa en las principales ciudades de Sudáfrica. En el 2005 Tecsa se expande a las piezas importadas para equipos de catering y refrigeración comercial y aire acondicionado. En 2013, Tecsa adquirió Reco, mayorista de refrigeración y aire acondicionado que inició sus operaciones en 1947. Anteriormente, en el año 2011, Tecsa pasa a formar parte del Grupo Forge. Blue Strata adquiere una participación accionaria en Forge Group en diciembre de 2011 y, como parte del acuerdo, Forge acordó que Blue Strata proporciona soluciones de financiamiento comercial e de importación a todas las subsidiarias de TecsaReco con un margen y un costo financiero acordados. Como parte del acuerdo de suscripción, Tecsa Reco estaba obligada a utilizar Blue Strata para todas las importaciones. Sin embargo, en el año 2018 la gerencia indicó a Beijer Ref que, si bien Tecsa Reco trataba directamente con ciertos proveedores, utilizaba Blue Strata para facilitar la importación de los productos. El acuerdo de cuatro años con Blue Strata expiró a mediados de 2016, pero como ya se habían realizado pedidos para la temporada alta, Tecsa Reco sólo comenzó a alejarse de Blue Strata a principios de 2017. Tecsa Reco ha reducido los envíos a través de Blue Strata hasta el punto de que solo usan Blue Strata hasta 37 m de Rands (moneda sudafricana) disponibles de la instalación comercial. Por lo tanto, el personal financiero de Tecsa Reco organiza el 40 % de las importaciones, el otro 60 % todavía a través de Blue Strata y se sostenía que la plantilla actual podría gestionar las responsabilidades adicionales.

#### o 8.2.4 Compra de Tecsa Reco:

Beijer Ref llegó a un acuerdo con Tecsa Reco donde se ofreció por la adquisición un total de 500 m ZAR (moneda sudafricana), donde 425 m ZAR estaban garantizados y 75 m ZAR dependieron si se lograba el presupuesto de 2018. Los 75 m ZAR se basaron en 7,0 x el EBITDA logrado FY 2018. El financiamiento para la adquisición fue proporcionado por una combinación de efectivo propio y financiamiento de deuda a través de los bancos Nordea y Handelsbanken viéndose modificada la estructura de capital.

La estructura de capital de Beijer Ref tuvo una variación significativa en el nivel de deuda que podía llegar a afectar el costo de capital. Es importante estar pendiente de como se ve modificado el nivel de deuda de la compañía ya que una deuda alta aumenta la probabilidad de quiebra y como sostiene Michael A Hitt (2008) *“puede conducir a un deterioro de la calificación crediticia que agencias como Moody's o Standard and Poor otorgan a la empresa”* (pp 211). En el año 2017 en la hoja de balance de Beijer Ref (Anexo 13) la proporción de deuda sobre activos representaba un 55%. El 2018 fue un año intensivo respecto a adquisiciones, además de la adquisición de Tecsa Reco se compraron compañías como Heatcraft en Australia, Lumelco en España y GH2C en Francia. Las adquisiciones fueron afrontadas tanto con capital propio como con financiamiento tomando deuda a largo plazo. En el año 2018 (Anexo 14) la hoja de balance mostró un incremento de 6 puntos porcentuales en el nivel de deuda llevando el ratio a un 61%.

Fórmulas:

Año 2017: (Anexo 13) Deuda corto y largo plazo / activos = 4.169.107 / 7.462.790  
= 55%

Año 2018: (Anexo 14) Deuda corto y largo plazo / activos = 6.059.793 / 9.844.911  
= 61%

El proceso de adquisición tuvo que atravesar por varias instancias. Por un lado, la aprobación final de la Junta Directiva de Beijer Ref. Por otra parte, la aprobación final de las autoridades de competencia / antimonopolio de Sudáfrica.

### o 8.2.5 Due Diligence:

Antes de un M & A, Beijer Ref tuvo una evaluación y análisis exhaustivo de la compañía target, en este caso, la empresa Tecsca Reco atravesó por un estandarizado proceso financiero, legal y regulatorio del *Due Dilligence* a través de la consultora Deloitte. Además, se tuvieron en cuenta otros factores fundamentales como el marketing, ventas y problemas organizacionales que son igual de críticos desde el punto de vista del *Due Diligence*. Beijer Ref había optado por trabajar con Deloitte en la adquisición ya que precisaban de investigadores capacitados y con *expertice* para poder analizar de manera detallada los beneficios y costos potenciales, evitando una adquisición que traiga problemas a la casa matriz. Charles W. L. Hill y Gareth R. Jhones resaltan la importancia de que en muchos casos la empresa objetivo puede manipular la información y sus estados contables para aparentar una mejor posición financiera. Es por ello, que la consultora llevó a cabo un seguimiento continuo de la compañía Tecsca Reco no solo observando los estados financieros sino también analizando sus variaciones que eran justificadas por la alta gerencia de Tecsca Reco.

Por una parte, se llevó a cabo un análisis financiero con dos escenarios diferentes del proyecto para evaluar si el VAN era positivo, es decir, si la inversión en adquirir Tecsca Reco generaba valor a los accionistas de Beijer Ref. El costo medio ponderado del capital (WACC) de la inversión representaba un 8%, esta tasa se usó para descontar los flujos futuros del free cash flow de Tecsca Reco. En el peor escenario se obtenía un VAN de 460 millones y en el mejor escenario un VAN de 613 millones (Anexo 15). Los escenarios variaban según la performance de Tecsca Reco en el año 2018, ya que según los resultados obtenidos variaba la inversión inicial y los flujos futuros. Este análisis permitió tener un propósito financiero para proceder con la adquisición, ya que como sostiene Greenspan, D. S. (1998) *“When a merger or acquisition is first envisioned, the focus is on whether or not it makes financial sense”*(p ).

Por otra parte, se analizó la performance histórica de la compañía objetivo a partir de los estados contables. Al observar los estados de resultados en los años 2015, 2016 y 2017 (Anexo 16) podemos definir distintos *Key Performance*

*Indicators* (KPI) para medir la performance financiera de la empresa. En primer lugar, los ingresos se incrementaron un 5,9% CAGR (crecimiento del ingreso promedio en dos años) en el periodo de revisión. El crecimiento se atribuye al positivo CAGR en todas las categorías de productos, pero principalmente al 32,8% CAGR en la industria de aires acondicionados debido a un clima extremo de calor experimentado en Sudáfrica. Por lo tanto, permitió inferir que el buen desempeño en las ventas de la empresa no fue por un factor interno de la empresa sino por una variable externa que está fuera de su control, en este caso, el clima.

En el due diligence se tuvo constante contacto y comunicación con la gerencia de Tecsa Reco, a partir de las reuniones se concluyó que el crecimiento de los ingresos del 11,7 % del FY15 al FY16 frente al 0,3 % del FY16 al FY17 (Anexo 16) se debió principalmente a la decisión de alejarse del sector de fabricación personalizada del mercado de refrigeración a favor del sector listo para instalar. Esta decisión implicó menores ingresos, pero mayor margen y menos capital de trabajo intensivo. Además, hubo un gran pedido de refrigeración en el año fiscal 2016 que explicaba la variación en el crecimiento de las ventas. La decisión de centrarse en el mercado listo para instalar para obtener mejores márgenes generó un impacto positivo en el margen EBITDA (Earnings before Interest Depreciation and Amortization) que aumentó del 5,3 % al 6,0 % durante el período de revisión.

Aparte del estado de resultados, para obtener mayor información respecto al desempeño histórico de Tecsa Reco se accedió a la hoja de balance (Anexo 17). A partir de estos estados contables se pudo ver que el capital de trabajo neto informado aumentó en 13,9 millones desde febrero de 2016 hasta febrero de 2017, principalmente debido a una gran compra de aire acondicionado del segmento HVAC para poder seguir operando. Desde 2017 a 2018 hubo otro aumento principalmente debido al pago de los acreedores asociados con el aumento de las importaciones de existencias. Evaluar el capital de trabajo otorgaba una visión de cuáles eran los recursos empleados por la empresa para hacer frente a los compromisos de corto plazo como pago a empleados, insumos entre otros, para poder seguir operando.



Además, a partir del balance de 2017 (anexo 18) se pudo obtener un panorama del nivel de deuda que tenía la compañía Tecsa Reco. Para determinar si el nivel de deuda era razonable, se obtuvo el ratio deuda sobre activos, que representaba un 57%. Parte de la deuda a largo plazo era debido al aumento en la línea de crédito a plazo de Investec que representó un préstamo de 43,9 millones ZAR para financiar adquisiciones y el capital de trabajo requerido para poder seguir operando. Además, se evaluó la capacidad de la empresa para afrontar sus obligaciones en el corto plazo. Se obtuvo un ratio del 25,3% que representaba la deuda que vencía en menos de un año respecto a la totalidad de los activos.

RATIO I:

$$\text{(Deuda corto plazo + Deuda largo plazo) / Activos =}$$
$$(78,9 + 99,7) / 311,4 = \mathbf{57\%}$$

RATIO II:

$$\text{Deuda corto plazo / Activos =}$$
$$78,9 / 311,4 = \mathbf{25,3\%}$$

Otro de los aspectos clave del *Due Dilligence* fue analizar la cartera de clientes que tenía la compañía. La base de clientes era grande y diversificada sin depender de ningún cliente en específico. El cliente más grande, es decir, el cliente número uno contribuyó con un 1,1 % a los ingresos totales en el año fiscal 2017 (Anexo 19). Los 10 principales clientes contribuyeron con el 7,8 % y el 5,9 % de los ingresos totales en FY16 y FY17. De esta manera, se pudo inferir que la compañía diversificaba el riesgo teniendo menor dependencia de un cliente en específico. Por otra parte, la mayoría de las ventas fueron a crédito y las ventas sin crédito representaban del 30% al 35% de los ingresos. Los términos generales de crédito eran a 30 días a partir de la fecha de la factura. Los clientes del sector de fabricación a medida exigían plazos de pago más largos, entre 60 y 120 días por la naturaleza de los proyectos de instalación. En comparación con el estándar de 30 días para los clientes de repuestos para electrodomésticos de Tecsa Reco o los contratistas e ingenieros de refrigeración y contratistas e ingenieros de aire acondicionado.

Uno de los aspectos fundamentales a evaluar fue la calidad de créditos por ventas, ya que formaban parte de los activos que se utilizaban para la valuación de la empresa. Para eso se tuvo reuniones con los gerentes de Tecsa Reco para entender con mayor profundidad en qué circunstancia se encontraba cada deudor por ventas, ya que no era lo mismo un deudor a 30 días que uno a 120. La administración de Tecsa Reco sostenía que cada deudor pendiente desde hace mucho tiempo se evaluaba individualmente para determinar la recuperabilidad de los montos adeudados. Sin embargo, se observó que, al 17 de febrero, los deudores por valor de R 10.0 m aún estaban pendientes por un período de más de 120 días (Anexo 20). De los R 10,0 millones, R 3,7 millones habían sido provistos con la Gerencia indicando que confían en que el saldo fuera recuperable a través de varios medios, procedimientos judiciales, reclamaciones de seguros, etc.

La contraparte de los clientes era la relación con sus proveedores. Si bien existía una dependencia de ciertos proveedores, esto se veía mitigado por las sólidas relaciones que habían establecido con marcas y proveedores externos líderes. El éxito de Tecsa Reco también había elevado a varias marcas a mayores niveles de ingresos, lo que había consolidado aún más la relación con los proveedores. A partir del cuadro (anexo 21) podemos ver que los principales 10 proveedores de Tecsa Reco abastecieron con el 68,2% de la mercancía.

En cuanto a los aspectos legales, el capital extranjero invertido por Beijer Ref en Sudáfrica podía ser repatriado libremente al país de origen lo que otorgaba a la compañía una seguridad jurídica en el respectivo país. En cuanto a la repatriación de dividendos, una vez liquidados los impuestos locales, la única restricción para repatriarlos era que estos tenían que derivarse de la actividad económica propia de la empresa.

Si a través de la compra de Tecsa Reco se adquiría una patente esta estaba resguardada mediante la garantía jurídica de las patentes en Sudáfrica siendo miembro de la Organización Mundial de la Propiedad Intelectual (WIPO) y habiendo firmado los acuerdos más importantes en relación con la Propiedad Intelectual como la Convención de París.

Desde el punto de vista impositivo, Beijer Ref asumiría el Impuesto de Sociedades con un tipo general del 28%, habiéndose reducido ligeramente

desde el 30% vigente en 2005. Además, todas las ventas de bienes y servicios que realizaba Tecsa Reco tenían un IVA del 14%.

En cuanto a los aspectos laborales, los trabajadores gozaban 21 días consecutivos de vacaciones remuneradas por cada periodo de 12 meses de empleo continuo. Ante una rescisión del contrato tenía que haber un preaviso de al menos 1 mes con indemnización de 1 semana de salario por cada año trabajado.

#### **o 8.2.6 La integración de Tecsa Reco con Beijer Ref:**

Uno de los principales desafíos en la integración fue el choque cultural que se generó por las diferencias en la manera de gestionar el negocio. Tecsa Reco a lo largo de su trayectoria se caracterizó como una compañía flexible y con procesos poco estructurados que permitía una mayor autonomía por parte de los empleados, en especial de los *branch managers*. Caso contrario, era Beijer Ref, caracterizada por tener un control en sus subsidiarias con la implementación de un ERP para la estructuración de los procesos de compras, contabilidad, metodología de manejo de precio y prácticas de venta. Por tales diferencias, la integración tenía que ser un proceso continuo que se llevará a cabo con paciencia introduciendo los cambios requeridos de manera gradual. Como menciona Enrique Gibelli:

*“Los dos problemas principales fueron el cambio de lógica en etapas de un proceso, es decir, yo antes lo hacía así y ahora me piden que lo haga distinto, y el cambio en el diseño y el formato de las pantallas que pasaron a usar”.*

Para que los empleados adoptaran ciertas rutinas y formas de trabajar en las distintas áreas se confeccionaron equipos multidisciplinarios uniendo empleados de ambas organizaciones para capacitarlos y facilitarles el proceso de adaptación a las nuevas herramientas y sistemas de información como el ERP. Para poder capturar sinergias se requerían de cambios en el modelo operativo, la tecnología, fuerza laboral y otros aspectos relevantes. Estos cambios podrían generar costos significativos para la compañía adquirente. En este caso, fueron los costos incurridos para lograr una centralización y manejo de inventarios en uno de los almacenes de Metraclark. Esto genera un cambio rotundo en el sector logístico y en su forma de operar lo que generaba cierta resistencia ante un

cambio tan drástico. Tecsa Reco en su modelo operativo anterior tenía el 50% del inventario almacenado en su centro de logística Tulisa Park en Johannesburgo.

Para tener una integración exitosa la comunicación fue un aspecto fundamental para evitar la pérdida de personal clave dentro de la organización. Al igual que en GFOI, Tecsa Reco no fue la excepción, para mitigar los choques culturales se debió tener una comunicación constante y transparente con los empleados de Tecsa Reco ya que estos estaban atravesando por un contexto de incertidumbre y angustia ante un cambio en los dueños de la compañía.

*“Ante un cambio en los dueños de la compañía, los empleados tienen miedo sobre que va a pasar con ellos. Para tener una transición adecuada hay que explicarle a la gente cuáles van a ser los pasos a seguir, quiénes y cómo van a ser desvinculados”.* (E. Gibelli, comunicación personal, 1 de febrero de 2022).

El director general continuó como accionista de la compañía con la tenencia del 14% de las acciones y permaneció en la misma hasta fines de 2019 para garantizar una transición e integración exitosa. El director ocupó un rol clave en cuanto a la comunicación ya que era el nexo entre la casa matriz y sus empleados.

Sin embargo, tras la adquisición habían puestos que se superponían, por lo que inmediatamente se anunció la desvinculación de estos destinatarios estableciendo una remuneración acorde a su antigüedad. La consultora Ernest and Young resalta que unos de los impulsores destacados en los costos de la integración son las indemnizaciones. Según la investigación de EY (2019): *“Los costos de indemnización que paga el comprador representan más del 50% de los costos de integración en ciertos acuerdos”.* De la misma manera, se informó con antelación a los que permanecían dentro de la compañía informándoles que eran empleados clave para la transformación y cambio dentro de la empresa.

### **o 8.2.7 Razones por las que se adquirió Tecsa Reco:**

Antes de realizar la adquisición de Tecsa Reco se consultó a las entidades bancarias respecto a su interés en participar en el financiamiento de la operación. Los bancos de Nordea y Handelsbanken fueron las entidades con las que se llegó a un acuerdo, accediendo a una tasa de interés del 2%

aproximadamente. Debido a que Beijer Ref es una compañía multinacional puede acceder a mercados de capitales globales cuando otras compañías más pequeñas sólo tienen acceso a su mercado doméstico. Por lo tanto, al tener acceso al mercado internacional logran reducir y negociar mejores tasas de financiamiento. En este caso, se logró acceder a una tasa de interés competitiva para financiar la expansión de sus operaciones en la región de África a través de la adquisición.

El hecho de que Tecsa Reco pasó a formar parte de una compañía internacional le otorgó oportunidades de mejora en varios ámbitos de su negocio. En primer lugar, uno de los temas a analizar fueron los contratos de alquileres de sus respectivas sucursales. Tecsa Reco tenía contratos de alquiler a un precio por encima del mercado y parte de estos contratos vencían en el corto plazo. Tras la adquisición, Tecsa Reco tuvo un mayor poder de negociación principalmente por la capacidad financiera que le otorgó Beijer Ref para negociar contratos de alquiler y en caso contrario, comprar otros activos inmobiliarios en la zona.

En segundo lugar, la adquisición le otorgó a Tecsa Reco un mayor poder de negociación respecto a las pólizas de seguros. Por lo tanto, con la consolidación de pólizas bajo el grupo Beijer le brindó la oportunidad de obtener mejores tarifas. A su vez, se pudo acceder a mejores costos bancarios. Teniendo a Metraclark, Tecsa Reco y Eurocool operando en África bajo el mismo grupo le permitió a Beijer Ref acceder a mejores tarifas bancarias en la región. El hecho de obtener mejores tarifas en cuanto a costos bancarios, pólizas y alquiler de inmuebles le permitió a Tecsa Reco reducir los gastos asociados y mejorar el margen de ganancia.

Uno de los motivos por los que se llevó a cabo esta adquisición fue aumentar el poder en el mercado de refrigeración de África. Beijer Ref contaba en la región con la presencia de dos subsidiarias (Metraclark y Eurocool), estas dos compañías representaban en el año 2017 el 7% del *market share* (Anexo 22). El mercado de África era cada vez más atractivo para las compañías multinacionales y como bien dice el CEO de Beijer Ref tras la adquisición de Tecsa Reco: *“Beijer Ref acquires a stronger footprint in a growing market with a population that is gradually increasing its income and purchasing ability”* (Beijer Ref press communication). En consecuencia el año 2018 se caracterizó por un

crecimiento acelerado del market share vía crecimiento orgánico con sus subsidiarias y a través de la adquisición de Tecsa Reco. A partir del reporte anual de 2018 se ve que el *market share* representó un 9% (anexo 23) de las ventas netas de la región, un incremento del 2% en comparación con el año 2017. También, las ventas netas desde el año 2017 al 2018 tuvieron un incremento del 58% interanual representando 1.164 SEK en la región. Este incremento en el market share estuvo caracterizado por el tamaño de la empresa, la tenencia de recursos y capacidades con los que contaba Beijer Ref para competir en el mercado particular lo que le otorgó un mayor poder de negociación. La compra de Tecsa Reco no solo le permitió incrementar su poder de mercado sino también eliminar un competidor directo.

Por otra parte, gracias a esta adquisición, Beijer Ref aumentó el alcance de sus operaciones en la región a través de las nuevas sucursales que aportó Tecsa Reco en Botswana y Namibia. Estos eran dos países en los que Beijer Ref no estaba operando anteriormente, lo que la adquisición de Tecsa Reco, le permitió ingresar y competir en nuevos mercados. Por lo tanto, Beijer Ref pudo tener una mayor cobertura territorial en la región, con el alcance de sus operaciones en Botswana, Ghana, Mozambique, Namibia, Sudáfrica, Tanzania y Zambia. A su vez, esto le otorgó a Beijer Ref una mayor diversificación de las zonas geográficas, teniendo menor dependencia de un mercado local en particular. Al diversificar sus operaciones en más de un país se mitigaron los riesgos asociados al contexto de cada país en cuanto a cuestiones políticas, económicas, sociales y culturales.

Como se mencionó anteriormente, Beijer Ref contaba con dos subsidiarias en la región, con la adhesión de Tecsa Reco a la compañía se pudieron generar oportunidades de mejora en la logística de mercancía. Debido al volumen adicional que aportó Tecsa Reco con destinos similares al de las operaciones existentes, se obtuvieron mejores tarifas por Kg/Km con los proveedores de servicios de logística. Esto permitió una reducción en costos demostrando las sinergias que se podían desarrollar para obtener una mayor eficiencia en los costos de transporte.

Además, con la adhesión de las 32 sucursales que aportó Tecsa Reco a la región, en una misma ubicación se pudo contar con una mayor cantidad de

sucursales. Cada sucursal almacena múltiples productos en sus respectivos depósitos. Al tener una mayor cantidad de sucursales en una misma localidad estas pudieron compartir el inventario, reduciendo la necesidad de realizar transportes adicionales desde el centro de logística nacional y evitando elevados costos de transporte.

Se obtuvieron sinergias en la gestión efectiva del inventario a partir de una mayor racionalización. Debido a que Tecsa Reco tenía similitud en sus productos a los de las subsidiarias Metreclark y Eurocool, se pudieron gestionar de una manera más eficiente el uso del inventario. Como sostiene el VP de Beijer Ref; Enrique Gibelli: *“Si el requerimiento de cada compañía independiente suma 100 siempre se pone un margen de ellas en cada una para evitar “falta de stock”. En cambio, ahora podrás comprar 80 porque podés transferir entre ellas el inventario”*.

Debido a que se logró compartir el inventario entre sucursales en una misma localidad, permitió reubicar las sucursales en locales de menor tamaño. Esto se debió a que el espacio requerido en los depósitos ocupaba menos lugar ya que el stock se vio reducido por esta estrategia de “inventario compartido”. A su vez, esta estrategia permitió tener un menor capital de trabajo necesario para seguir operando.

También, a partir de la adquisición se pudieron lograr sinergias en los envíos internacionales. Con el aporte de Tecsa Reco se lograron consolidar mayores volúmenes de compra de bienes importados en los contenedores que provenían de Asia, Brasil y Europa, siendo más eficientes en el llenado de contenedores y logrando mejores tarifas de envío por operar con mayores volúmenes.

Otra de las sinergias relacionadas con el transporte tuvo que ver con el mayor poder de negociación para los contratos de leasing que tenía Tecsa Reco. Al lograr operar con las sucursales de Metreclark y Eurocool, el volumen de contratos se incrementó sustancialmente obteniendo un mayor poder para negociar leasings a un menor costo. Además, gracias a la espalda financiera que le otorgó Beijer Ref se pudo planear comprar los vehículos una vez terminado el leasing, ya que esto podía generar ahorros en costos.

Con las sucursales adicionales se pudo negociar mejores Acuerdos de Niveles de Servicio (ANS) con los proveedores de IT y Data Infraestructura. Por lo tanto, las subsidiarias operando en África podían exigir y negociar mejores requerimientos a los proveedores en cuanto a tarifas, formas de pago como también, acentuar las sanciones hacia el proveedor ante incumplimiento del servicio preestablecido.

Otra de las razones por lo que se adquirió Tecsa Reco fueron las marcas y alianzas estratégicas con las que contaba la compañía y Beijer Ref no tenía acceso en la región de África. Una de las alianzas estratégicas que tenía Tecsa Reco era con Appliance Spares, que producía piezas y repuestos. A través de la adquisición se pudo introducir esta gama de productos en las sucursales existentes de las subsidiarias de Metraclark y Eurocool para tener un mayor alcance territorial en estos productos. De esta manera, se generaron volúmenes y márgenes adicionales teniendo una amplia cobertura geográfica y accediendo a una mayor base de clientes.

De la misma manera, Beijer Ref tenía un acuerdo de exclusividad con Toshiba para la distribución de productos de instalación de aires acondicionados y bombas de calor. De este modo, Tecsa Reco logró acceder a una marca líder conocida por su calidad de productos y eficiencia en el consumo de energía. El hecho de que Tecsa Reco pasó a formar parte del grupo Beijer Ref, le permitió expandir el portafolio de productos que ofrecía. Por lo tanto, Beijer Ref pudo introducir nuevos productos a los que Tecsa Reco no tenía acceso. De esta manera Tecsa Reco obtuvo una cartera de productos que cubría todo el espectro de clientes según sus necesidades específicas, ofreciendo productos que compiten por precio hasta productos premium.

Como se mencionó anteriormente en el Due Dilligence, Tecsa Reco tenía un cierto grado de dependencia respecto a sus proveedores. Esto se vería mitigado ya que la compañía tras la adquisición, accedió a una amplia red de proveedores con lo que trataba Beijer Ref. El modelo de negocios para Beijer Ref se basaba en realizar las compras para todo el grupo a los proveedores y marcas líderes. Un aspecto fundamental del trato de Beijer Ref con sus proveedores era generar relaciones estables y a largo plazo. La relación de diálogo y trabajo conjunto permitía un constante intercambio de información con sus proveedores a lo largo



de los años que le otorgaba a Beijer Ref un mayor conocimiento del mercado para comercializar los componentes y productos que cumplieran los requisitos y necesidades de los consumidores. De esta manera, Tecsa Reco pudo acceder a mercadería de primer nivel, a un menor costo y a una amplia base de conocimiento al formar parte del grupo Beijer Ref AB. También, al Tecsa Reco ampliar su base de proveedores accedió a un mayor poder de negociación ya que le permitió elegir entre más de un proveedor de un producto con similares características.

Otras de las razones por las que se adquirió la compañía Tecsa Reco fueron las sinergias que se pudieron generar en cuanto a aspectos medioambientales. El mercado de refrigeración estaba atravesando por un cambio regulatorio y legal que podría afectar la performance de la empresa. En el año 2016, se habían introducido nuevas regulaciones de eficiencia energética donde esta reglamentación consideraba ilegal la venta de aires acondicionado que no cumplieran con ciertos requisitos a partir del 1 de mayo de 2017. Tras la adquisición, este cambio en la normativa presentó una oportunidad más que una amenaza. Beijer Ref pudo introducir la línea de productos OEM, que eran productos líderes mundialmente en cuanto a sus características ecológicas. Como bien sostiene el CEO de Beijer Ref en el comunicado oficial: “The opportunities to reach out with our own manufactured and more environmentally friendly products also increase significantly.”

Por otra parte, una de las razones por las que se adquirió Tecsa Reco era las eficiencias que se podían obtener mediante la eliminación de las áreas que se duplicaban. Entre estas áreas estaba Recursos Humanos, donde Beijer Ref ya contaba con una área estandarizada, un sistema de nómina y una agencia de reclutamiento que tenía la capacidad de absorber las operaciones de esta nueva compañía. De esta manera, Tecsa Reco reducía los gastos incurridos en esta área mejorando los márgenes y su competitividad.

#### **o Diferencias entre la adquisición de GFOI y Tecsa Reco:**

Ambas adquisiciones presentaron sus diferencias en las distintas etapas del proceso de una M & A. En primer lugar, la forma en que se abarcó el *Due Dilligence* tuvo sus diferencias en respecto a la compra de GFOI con Tecsa

Reco. En GFOI el proceso fue abarcado internamente mientras que en Tecsa Reco la adquisición fue realizada por una entidad externa. La principal razón fue por la envergadura de la operación ya que GFOI implicaba un desembolso de €2 millones mientras que la inversión de Tecsa Reco era de €30 millones. El hecho de contratar a una consultora como Deloitte para la adquisición de Tecsa Reco le permitía a la compañía permanecer enfocada en su negocio y no desviar la atención de su top management respecto a sus subsidiarias existentes. Además, Beijer Ref tiene como política contratar a un ente externo cuando una adquisición implica un desembolso mayor a los €20 millones. Contratar a la consultora Deloitte para que realice el Due Diligence de Tecsa Reco permitió tener un mayor grado de transparencia al momento de negociar el precio de compra de la compañía. Caso contrario fue la adquisición de GFOI, ya que implicó el involucramiento del management para analizar la empresa objetivo. A pesar de que el capital invertido en el Due Dilligence de GFOI era relativamente menor al de Tecsa Reco, el management tuvo que adjudicar parte de su tiempo y esfuerzo en analizar si la compra era una inversión que generaba valor a la compañía. En segundo lugar, el grado de análisis que se llevó a cabo en el Due Dilligence de Tecsa Reco fue ampliamente mayor al de GFOI. La investigación de la compañía Tecsa Reco respecto a sus aspectos legales, administrativos, recursos humanos y operaciones entre otros, tuvo un mayor grado de análisis y detalle permitiendo a Beijer Ref anticiparse ante posibles problemáticas en la integración. Al evaluar a la compañía se pudo establecer y visualizar cuáles eran los ejes centrales para lograr las sinergias que generaban un impacto relevante en el rendimiento de la compañía y en la reducción de costos tanto fijos como variables. En la evaluación en la compañía GFOI, se careció de tiempo y recursos para llevar a cabo un Due Diligence que contemplara todos los aspectos de la empresa. Esto se debió principalmente porque se consideraba que el tamaño de la compañía en relación a su impacto en ventas, operaciones y alcance no justificaba una mayor inversión en la etapa del Due Diligence. Al no realizar un Due Dilligence pertinente, Beijer Ref se encontró luego de la adquisición con ciertas sorpresas que repercutieron en una baja performance de la compañía GFOI en los años siguientes. Los principales problemas estuvieron enfocados en relación a la integración entre GFOI y la casa matriz de Beijer Ref conocida como GFF. Una de las principales razones fue el choque entre ambas

culturas organizacionales destacándose por una resistencia al cambio de la mayor parte de los empleados de GFOI. La compañía GFOI en su trayectoria, se caracterizó por ser autónoma y flexible pero tras la adquisición, pasó a formar parte de una organización internacional con procesos estandarizados y con presencia de sistemas de control principalmente de ventas. Otro caso concreto, estuvo relacionado a los derechos de venta de los productos Carrier en la isla La Reunión. Beijer Ref en su *Due Dilligence* tenía preestablecido vender los productos Carrier en la isla ni bien terminase la adquisición de la compañía GFOI, lo que generaría un mayor volumen de ventas. Sin embargo, Beijer Ref no supo identificar que el derecho de venta en la isla lo tenía un competidor local lo que impidió a la compañía vender estos productos por el lapso de dos años. Esto generó un gran impacto ya que GFOI no pudo vender a sus clientes los productos Carrier que se caracterizaban por ser una marca líder por su reputación y reconocimiento en la isla La Reunión.

En tercer lugar, a través del *Due Diligence* se puede observar que el nivel de performance difiere en ambas compañías. A partir de la performance financiera que tenga la compañía que se quiere adquirir va a influir de forma directa en la intención de Beijer Ref en adquirirla. En este sentido, Tecsa Reco presentaba ratios financieros más competitivos que GFOI y estos ratios repercutieron en la valuación de la empresa target. Siendo dos compañías similares que operaban en el mismo sector e industria, la comparación entre ambas era factible. Todos los ratios financieros de Tecsa Reco presentaban mejores resultados que los de GFOI. Tecsa Reco tenía un ROE, retorno al accionista en el 2017 del 30% mientras que en el 2014 GFOI reportaba un 9,36%. El capital de trabajo empleado sobre las ventas netas en Tecsa Reco representa un 27,8% contra un 57% en GFOI, demostrando que GFOI precisaba de mayor capital para poder seguir operando. Además, el EBIT de Tecsa Reco era de 4,2% mientras Tecsa Reco se tenía un 7,7%.

Por otra parte, un aspecto relevante a analizar era el contexto en el que se realizaban ambas adquisiciones ya que según el panorama influía el tipo de estrategia que optaba Beijer Ref en cada región. En el caso Tecsa Reco, la compañía ya contaba con la presencia de dos subsidiarias en África. Esto otorgó la posibilidad a Beijer Ref con la compra de Tecsa Reco, de establecer ciertas sinergias operativas y estratégicas con las compañías Metraclarck y Eurocool.

Gracias a la complementariedad de las operaciones se logró mejorar las eficiencias en traslados, inventario y recursos humanos. En cambio, la compra de GFOI presentaba otro panorama. Beijer Ref no tenía presencia alguna en la isla La Reunión pudiendo optar por una estrategia más agresiva de entrada comprando a una empresa local que tuviera un grado relevante del *market share* en la isla. Esto se vio reflejado con GFOI que tenía el 23% del mercado de refrigeración en la isla.

El contexto de cada adquisición influía directamente en los inconvenientes relacionados con las entidades antimonopolio. Cuando en GFOI se pudo realizar la compra sin ningún impedimento, en Tecsa Reco el caso fue lo contrario. La compra de Tecsa Reco se vio demorada por las leyes antimonopolio de Sudáfrica ya que se sostenía que podía haber un posible abuso del mercado. En Sudáfrica, el hecho de que Beijer Ref ya tuviera presencia en el mercado local y adquiriera a un competidor directo no fue bien visto por las autoridades. Esto tiene coherencia ya que como bien afirma Charles Hill (2011) las autoridades quieren evitar adquisiciones que les permitan incrementar los precios a los consumidores por encima del nivel que existiría en una situación más competitiva.

Caso contrario, fue la compra de Tecsa Reco, al tener operaciones en Botswana y Namibia, también tuvo que atravesar por una evaluación de las autoridades de los respectivos países. Sin embargo, Botswana y Namibia representaban un impacto marginal en la operación ya que el 95% de las operaciones de Tecsa Reco estaba concentrado en Sudáfrica. Mientras las autoridades evaluaban la operación, Beijer Ref ya había invertido tiempo, esfuerzo y dinero, asumiendo el riesgo y la posibilidad de que la operación fuera bloqueada por la autoridad pertinente. La compañía tuvo que presentar ante las autoridades un informe detallando un análisis del mercado, los principales competidores y el *market share* de cada uno. No obstante, la adquisición fue parcialmente aprobada, viéndose retrasada por unos 4 meses hasta su resolución.

La entidad antimonopolio estableció que se debían poner en venta dos sucursales ya que se consideraba que con las otras dos empresas, se podía obtener una total discreción en poner niveles de precio. Se tuvo que ofrecer a la venta ambas sucursales dándoles prioridad a los propios empleados de la compañía y a su vez ofrecerlas en el mercado. Al cabo de dos años, nadie

confirmó interés de compra teniendo que cerrar los locales y absorber a los clientes en otros puntos de venta de Beijer Ref.

## 9.0 Conclusiones:

Este trabajo nos permitió tener un panorama y poder visualizar cómo funciona y se lleva a cabo la adquisición de una compañía. Para eso, se tuvieron en cuenta las distintas etapas que atraviesa una M & A desde la evaluación del Due Diligence hasta su implementación e integración a la compañía madre. Se pudo analizar lo que afirmaban y sostenían ciertos autores sobre cómo realizar una M & A con éxito y corroborarlo en la práctica con la realidad de la compañía Beijer Ref.

En primer lugar, pudimos observar que para Beijer Ref la asignación de sus recursos en la etapa del Due Diligence debe ser coherente y acorde al *market Cap* de la empresa objetivo. Para la adquisición de Tecsa Reco que implicaba una inversión entre €26 y €31 millones, los gastos en Due Diligence fueron notablemente mayores a los de GFOI que tan solo representaba una inversión de €2 millones. En las adquisiciones como la de Tecsa Reco, que representan una inversión mayor a €20 millones, siempre se acudió a una consultora para tercerizar el proceso de Due Diligence. Al contratar a una de las *big four* como Deloitte o Price se obtiene un reporte veraz y objetivo para auditar los datos que presentan las compañías.

*“La consultora actúa como entidad independiente y revisa las cuentas de la compañía objetivo. Cuando luego hay que negociar el precio de compra y realizar ajustes en los niveles de capital de trabajo entre otros aspectos se hace referencia al reporte y no es Beijer Ref quien lleva a cabo el reporte tendiendo a inclinar los datos a su favor.”* (E. Gibelli, comunicación personal, 1 de febrero de 2022)

Deloitte en la compra de Tecsa Reco, realizó un análisis exhaustivo de las distintas áreas y procesos dentro de la compañía. Para la generación del informe, la consultora tuvo una constante comunicación con los altos directivos de Tecsa Reco para poder obtener tanto información cuantitativa y cualitativa a partir de los estados contables, su forma de trabajar y su cultura organizacional. Fue un proceso interactivo, donde se buscaba alcanzar un nivel de profundidad

y de detalle de la compañía. Por ejemplo, en los estados contables, la consultora presentó a Beijer Ref un informe en el que se demostraba un análisis de las diferentes desviaciones que existieron en un periodo de tiempo, brindando una explicación práctica del porqué habían sucedido tales variaciones. También, se evaluaron otras cuestiones como la composición de la cartera de clientes y proveedores, los créditos por ventas y el estado de los bienes muebles. De esta manera, al contratar a un proveedor externo para que realice la investigación de la compañía que se quiere adquirir, el *management* de Beijer Ref pudo permanecer enfocado en el *core* de su negocio.

Caso contrario fue la adquisición de la compañía GFOI, que al implicar una inversión de €2 millones se realizó un *Due Dilligence* con recursos internos. A pesar de que llevar a cabo un análisis de la compañía target con capital humano y capacidades internas puede generar un ahorro en costos, al no incurrir a un proveedor externo, se debe tener en cuenta que hay ciertas desventajas al aplicar esta estrategia. En primer lugar, el grado de análisis de la compañía target puede no ser suficiente. Un claro ejemplo fue el *Due Dilligence* de GFOI, donde no se supo identificar y anticipar a ciertos problemas que surgieron luego de la adquisición. También, al realizar el proceso internamente, el top management tiene que dedicar parte de su tiempo y esfuerzo en analizar la empresa objetivo desviando la atención de otras responsabilidades.

A partir de los casos de estudio podemos inferir que el proceso de *Due Diligence* debe abarcar múltiples aristas de la compañía target para encontrar y reconciliar posibles problemáticas. El análisis de una compañía no solo debe contemplar su performance financiera sino también otros aspectos relevantes como la cultura organizacional y otras problemáticas esenciales a la integración. Lo que se busca es prevenir sorpresas que pueden surgir después de una adquisición.

Por otra parte, en la etapa del *Due Dilligence*, el análisis de la compañía puede no ser suficiente si no se considera el contexto en el que la compañía está operando. El entorno, principalmente las variables macro-económicas, puede impactar directamente en la performance de la compañía objetivo. Cuando se lleva a cabo una adquisición transfronteriza como forma de entrada a un nuevo mercado, los riesgos asumidos son mayores ya que se desconocen aspectos culturales, sociales y económicos del país o región en cuestión.

La compañía Beijer Ref siempre realizó un estudio para tener conocimiento de los posibles riesgos relacionados al entorno. El caso GFOI es un claro ejemplo de una adquisición transfronteriza en el que el *Due Dilligence* tuvo en cuenta el contexto en el que se encontraba la isla La Reunión. Al observar que la macroeconomía de la isla era relativamente estable, se procedió con la adquisición. Debido a que el Euro era la moneda de curso legal en la isla, garantizaba cierta estabilidad ante posibles devaluaciones. La compañía Beijer Ref siendo una empresa internacional que distribuye dividendos en SEK veía una reducción en los riesgos asociados a la conversión debido a la presencia de una moneda fuerte.

Por otra parte, en el caso Tecsa Reco, se observaba que Sudáfrica había atravesado una crisis económica entre el 2012 y 2015 con una caída del Producto Bruto Interno (PBI) de USD 416 mil millones a USD 317 mil millones. A partir de los años 2016 y 2018 comenzó a manifestarse una recuperación de la economía con un PBI que alcanzaba los USD 416 mil millones (Anexo 24). Esto también se veía reflejado en el PBI per cápita que estaba repuntando desde su mínimo de 2015 con 5.800 USD a 6.800 USD en 2017 (Anexo 25). Por lo tanto, el año 2017 representaba en Sudáfrica un contexto de oportunidad para Beijer Ref con una economía que presentaba buenos síntomas. Además, la tasa de inflación en Sudáfrica no presentaba números alarmantes para Beijer Ref ya que se encontraba en un rango de 4% y 6% anual en los años 2015, 2016 y 2017 (Anexo 26). Esto otorgaba cierta previsibilidad ante una moneda como el Rand que no presentaba un elevado riesgo en relación a una devaluación.

En los dos casos de estudio, tanto en Tecsa Reco como en GFOI, se acudieron a los estados contables para evaluar las performance históricas de ambas compañías. A partir de los estados contables de los últimos tres años (hoja de balance, las ganancias y pérdidas) se obtuvieron distintos ratios como el ROE, ROI, EVA para tener un mejor panorama de cómo había sido la evolución en el pasado. Además, se analizaron los niveles de deuda para tener un panorama de la capacidad de las compañías en afrontar las obligaciones en el corto plazo. También, se identificaron qué proporción de los activos de la compañía estaban financiados con recursos propios para tener un panorama respecto al nivel de deuda general.

A pesar que el *Due Dilligence* es una de las etapas más relevantes del proceso de una M & A, la post adquisición también implica un proceso difícil de atravesar. Esto se debe principalmente a los desafíos relacionados a la integración. Como bien demostró Beijer Ref en ambas adquisiciones, integrar dos culturas diferentes, sus operaciones, sistemas de información y personal implica de tiempo y dinero para articular ambas compañías. Es por eso, que aspectos claves como la constante comunicación, establecer metas claras de lo que se quiere lograr tras la M & A, sirven para mitigar el impacto que genera una resistencia al cambio.

El caso GFOI demostró que se pueden presentar obstáculos al momento de querer integrar ambas compañías y que lograr una integración de dos cultura organizacionales no debe subestimarse. Aun GFOI, siendo una compañía de tamaño reducido en cuanto a cantidad de empleados, áreas y alcance de operaciones presentó problemas en su integración. Generar una conversión de los sistemas operativos, estandarizar los procesos y operaciones no son pasos sencillos y requieren de costes que en un principio podrían no estar previstos. El caso GFOI demostró la dificultad de implementar el sistema ERP dentro de la compañía, debido a que los empleados no estaban acostumbrados a utilizar un sistema que midiera su performance y monitoreara sus operaciones. También, la automatización y reingeniería de ciertos procesos se vieron precedidos ante una resistencia al cambio por parte de los mismos empleados. Realizando una comparación entre “Forecast ganancias y pérdidas” (anexo 11) y el “Resultado de cuentas” (anexo 12) se puede observar cómo por problemas en su integración se tuvieron rendimientos en la facturación por debajo de lo proyectado en los primeros dos años. Sin embargo, si se realiza un *Due Dilligence* exhaustivo se puede anticipar y prevenir estas sorpresas que surgen en las integraciones de ambas organizaciones.

Entre las razones por las que se adquirió la empresa Tecsa Reco la principal fue aumentar el poder de mercado en la región de África. De esta manera se obtenía un mayor poder de negociación ante sus proveedores ya que al operar con mayores volúmenes, la compañía obtenía acceso a precios mas competitivos. También, con las tenencia de las dos subsidiarias de Beijer Ref en África y la adhesión de Tecsa Reco a sus operaciones se lograron sinergias en relación a la logística de envíos y de inventario.



La compra de la empresa GFOI era acorde a la estrategia de Beijer Ref en obtener una compañía con mayor presencia internacional. La adhesión de GFOI presentaba un claro ejemplo de una adquisición transfronteriza al ser una compra en una isla en el que Beijer Ref no tenía presencia alguna. La adquisición le otorgó ingresar en un nuevo mercado de manera inmediata. A su vez, pudo fortalecer su estrategia de diversificación territorial para tener una menor dependencia de un mercado o territorio en específico. También, varios autores remarcan que una empresa internacional obtiene un mejor acceso a los mercados de capitales ya sea para financiar su capital de trabajo, futuras M & A entre otras posibilidades.

Por lo tanto, podemos observar que el principal objetivo de Beijer Ref es ser el competidor más relevante en el mercado de refrigeración. Para tener una presencia global y competir en múltiples mercados la compañía debe expandir sus horizontes y el alcance de sus operaciones. Las adquisiciones transfronterizas, como el caso GFOI, permitió ampliar su alcance teniendo un acceso inmediato a nuevos mercados. También, predomina el objetivo de Beijer Ref en fortalecer su presencia en sus mercados existentes donde el caso Tecsa Reco fue un claro ejemplo para incrementar su *market share* y su vez eliminar a un competidor directo.

Podemos inferir que tanto la adquisición de Tecsa Reco y GFOI construyeron valor a la compañía aportando valor a los accionistas. A pesar que la compra de GFOI en los primeros años tras la adquisición presentó inconvenientes impactando negativamente en los estados de resultados, a partir de 2018 se pudo acomodar la empresa obteniendo rendimientos superiores a los proyectados. De la misma manera, Tecsa Reco demostró que las sinergias que se esperaban lograr estuvieron acordes a lo proyectado. El (anexo 24) demuestra que en unos "*assumptions*" fueron menores a lo esperado pero se vieron compensados por otros supuestos que superaron ampliamente lo proyectado.

## 8. Bibliografía básica

Debe citarse correctamente y en orden alfabético los autores y materiales utilizados hasta el momento en el marco teórico.

- o Agustín Cue Mancera (2016). *Negocios internacionales de un mundo globalizado*, México, Grupo Editorial Patria.
- o Allen, M. & Shaked, I. (1985). *Evaluating merger performance*, California Management Review, pp 109-118.
- o Clemente, Mark, N. y Greenspan, D. S. (1998). *Winning at Mergers and Acquisitions: The guide to market-focused planning and integration*, New York: John Wiley & Sons, Inc.
- o Child, J., Foulkner, D. & R Pitkethly. (2001). *The management of International Acquisitions*, Oxford, United Kingdom.
- o Gareth, R Jones. y Charles W.L. Hill. (2011). *Administración estratégica* Oxford University, CENGAGE Learning.
- o González, A. (2006). *Modos de investigar los fenómenos sociales*. Cochabamba, Bolivia.
- o Hitt, M., Ireland, R. y Hoskinson, R. (2008). *Administración estratégica. Competitividad y globalización. Conceptos y casos*, México, Cengage Learning.
- o Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (1993). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, McGraw-Hill, Madrid.
- o Rais, S. (2003). *Acuerdos de Colaboración Empresaria*, Buenos Aires.
- o Smith, C. L. & Warner, J. B. (1979). *Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure: A comment* *Journal of Finance*, pp 247-251.
- o Taylor, S.J. y Bogdan, R. (1994). *Introducción a los métodos cualitativos de investigación*. Paidós, Buenos Aires.
- o Oficina Económica y Comercial de la Embajada de España en Johannesburgo (2012): *Marco legal de Sudáfrica*.

## Artículos en un periódico o revista no académica:

o Emilio, D. (13 de Agosto de 2019). *Porqué Versión ha vendido Tumblr por menos de 3 mil millones*. Recuperado el 7 de junio de 2022 de <https://www.revistagq.com/noticias/articulo/por-que-verizon-vende-tumblr-3-millones-dolares>.

o Ortega, E. (5 de Febrero de 2020). *19 grandes adquisiciones empresariales que terminaron con pérdidas millonarias*. Recuperado en el 7 de junio de 2022 <https://www.businessinsider.es/grandes-adquisiciones-empresariales-acabaron-perdidas-568641>

o *Las transacciones de M & A en la era digital*. (17 de enero de 2020). El Cronista.

o Salsberg, S. (17 de Octubre de 2019) *Four tips estimating on one-time M&A integration cost is key for integration success*. Recuperado en el 7 de junio de 2022

[https://www.ey.com/en\\_gl/strategy-transactions/four-current-trends-estimating-mergers-acquisitions-integration-costs](https://www.ey.com/en_gl/strategy-transactions/four-current-trends-estimating-mergers-acquisitions-integration-costs)

o Beijer Ref. (17 de Octubre de 2019). *Beijer Ref acquires refrigeration wholesaler in South Africa*.

<https://www.beijerref.com/tidings/beijer-ref-acquires-refrigeration-wholesaler-in-south-africa/>

## TESIS:

o Galletti, E. (2001). *Fusiones y adquisiciones de empresas* (Tesis de Posgrado, Facultad de Ciencias Económicas, Buenos Aires, Argentina).

Recuperado de:

[http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tpos/1502-0089\\_GallettiE.pdf](http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tpos/1502-0089_GallettiE.pdf)

o Marino, N, (2012). *Creación de valor en la adquisición del grupo Fiat-Grupo Chrysler*, (Tesis de licenciatura inédita). Universidad de San Andrés, Buenos Aires, Argentina.

o Rosenzvit, N. (2013). *Fusiones y adquisiciones; acciones ante choques culturales - La opinión de expertos* (Tesis de licenciatura inédita). Universidad de San Andrés, Buenos Aires, Argentina.

o Alexander, N. (2015). *Elección de la estrategia LAN Airlines de fusionarse con TAM Lineas Aereas* (Tesis de licenciatura inédita). Universidad de San Andrés, Buenos Aires, Argentina.

o Raíz, S.(2011) “Emprendimientos conjuntos: acuerdos de colaboración empresarial” (Tesis de Posgrado, Facultad de Ciencias Económicas, Buenos Aires, Argentina). Recuperado de:

[http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tpos/1502-0311\\_RaisS.pdf](http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tpos/1502-0311_RaisS.pdf)

o Doyle, C. N. (2018). *Alianzas estratégicas aerocomerciales* (Tesis de licenciatura inédita). Universidad de San Andrés, Buenos Aires, Argentina.

## **Reportes:**

Annual Report 2014 Beijer Ref AB

Annual Report 2015 Beijer Ref AB

Annual Report 2016 Beijer Ref AB

Annual Report 2017 Beijer Ref Ab

Annual Report 2018 Beijer Ref AB

Annual Report 2019 Beijer Ref AB

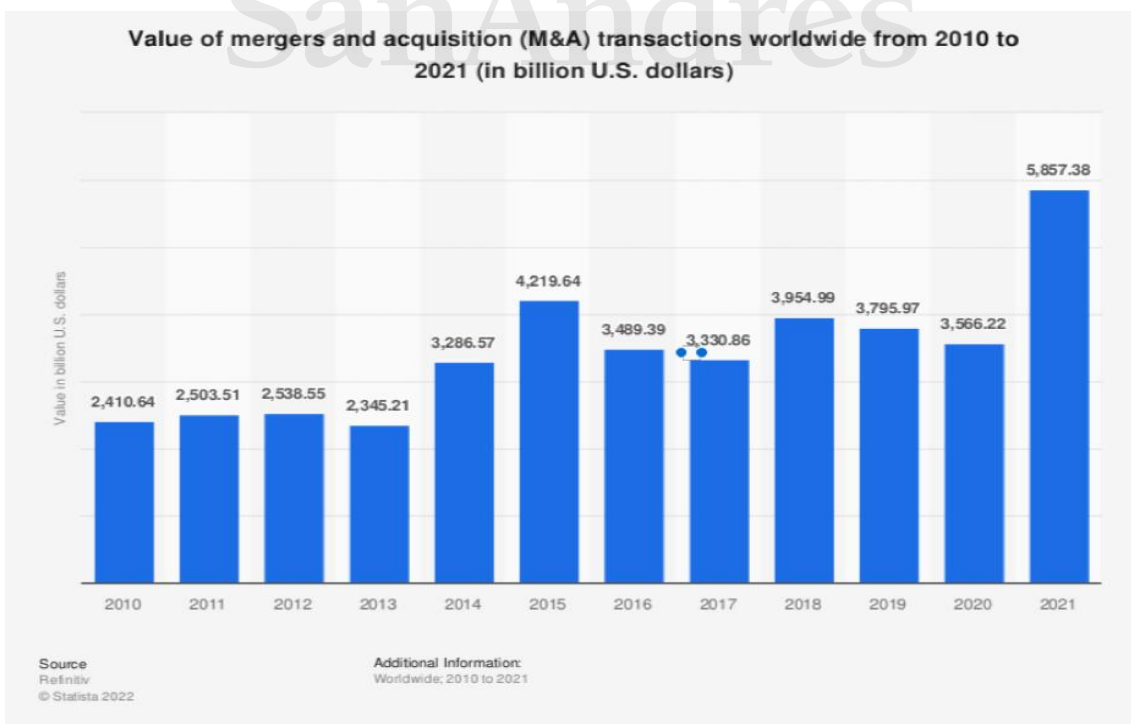
Annual Report 2020 Beijer Ref AB



Universidad de  
**San Andrés**

## Anexos:

### Anexo 1: Valor total de las operaciones de fusión y adquisiciones a nivel mundial de 2013 a 2019 ( en miles de millones de dólares).



Fuente: Statista.

Value of mergers and acquisition from 2003-2019 and 2010-2021 (M&A)

<https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/>

### Anexo 2A: Market Cap de compañía Beijer Ref

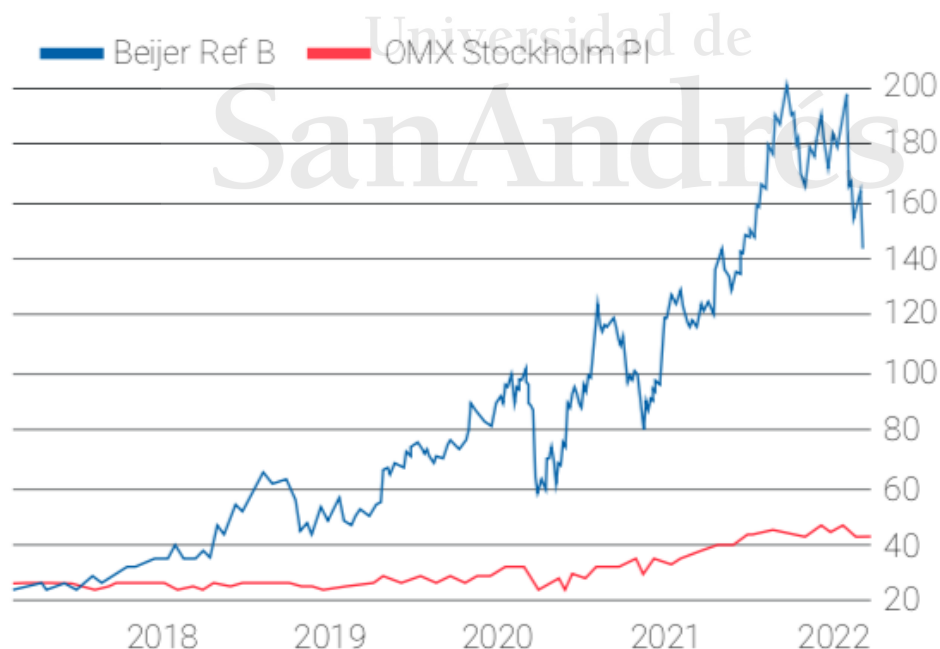


Fuente: Yahoo Finance

Beijer Ref Stock, 28 of March 2022.

<https://finance.yahoo.com/quote/BEIJ-B.ST/news?p=BEIJ-B.ST>

### Anexo 2B: Comparación del índice OMX Stockholm PI vs Beijer Ref B.



Fuente: Reporte: Beijer Ref Annual report and sustainability report 2021.

### Anexo 3: M & A por industria.

Table 2. Number of Mega-Deals of Five Leading Companies

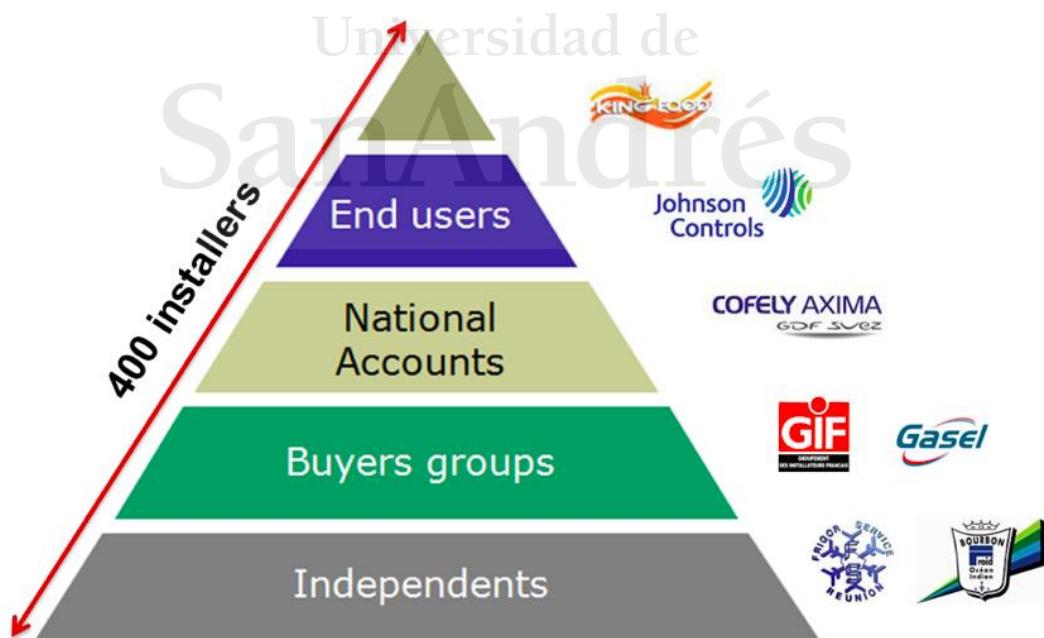
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Total
Oil				1	5	3	3	6	1		3	22
Steel		1	1	1	1	1	2			2	3	12
Auto		1		7	5	10	4	1	1		1	30
Comms		3	1	2	6	9	7	3	2	1	1	35
Banking		2	4	6	11	5	7	1	1	11	4	52
Adver	2	1	3	6	6	10	4	3	2		1	38
Pharm	3	3	5	4	2	5	5	6	3	1	7	44
Computer	3		2	1	2		2	3	1	7	5	26
Semicon	2	1	3	1	1	4	4	5		1		22
H Elec												0
Total	10	12	19	29	39	47	38	28	11	23	25	281

\* Shaded areas show the concentration of M&A activities.

Fuente: Asian Productivity Organization, 2009.

Mergers and acquisition: Issues and perspective from the Asia -Pacific region (pagina17).

**Anexo 4: Segmentación de clientes: Mercado de refrigeración.**





## Anexo 5: Hoja de Balance GFOI

<b>Balance Sheet</b>							
							<b>Actual 2013</b>
<b>Assets</b>							
Intangible							0,0
Tangible							50,0
<b>Total Fixed Assets</b>							<b>50,0</b>
Inventories							1.957,0
Receivables							871,0
Other current Assets							71,0
Liquid Funds							464,0
<b>Total Current Assets</b>							<b>3.363,0</b>
<b>Total Assets</b>							<b>3.413,0</b>
<b>Liabilities and Equity</b>							
<b>Equity</b>							<b>1.490,0</b>
Interestbearing Liabilities							366,0
<b>Total Interest bearing</b>							<b>366,0</b>
Other Liabilities							1.557,0
<b>Total non Interest Bearing</b>							<b>1.557,0</b>

Fuente: Beijer Ref

## Anexo 6: Ganancias y Pérdidas GFOI

<b>Profit and Loss K€</b>				
	<b>Actual 2011</b>	<b>Actual 2012</b>	<b>Actual 2013</b>	
Net Sales	5.722,0	5.366,0	5.253,0	
Cost of Sales	-4.213,0	-4.049,0	-3.930,0	
<b>GM3</b>	<b>1.509,0</b>	<b>1.317,0</b>	<b>1.323,0</b>	
Expenses	-1.114,0	-989,0	-1.103,0	
<b>Tot: Expenses</b>	<b>-1.114,0</b>	<b>-989,0</b>	<b>-1.103,0</b>	
<b>EBIT</b>	<b>395,0</b>	<b>328,0</b>	<b>220,0</b>	
Net Financial	-16,0	-15,0	-18,0	
<b>EBT</b>	<b>379,0</b>	<b>313,0</b>	<b>202,0</b>	
Tax	-120,0	-97,0	-61,0	
<b>EAT</b>	<b>259,0</b>	<b>216,0</b>	<b>141,0</b>	
	-32%	-31%	-30%	

Fuente: Beijer Ref

## Anexo 7: Estado de Resultados GFOI

### Income Statement (2013 figures, audited)

EUR M(2013)	GFOI	GFOI (w/o branches opening)	Acq costs	Group
Sales	5,2	5,2		5,2
Costs	-5,0	-4,8		-4,8
Ebit	0,2	0,4		0,4
Interest/tax	-0,2	-0,2	-0,04	-0,2
PAT	0,1	0,3	-0,04	0,3
ROS-%	4.1%	7.4%		7,4%

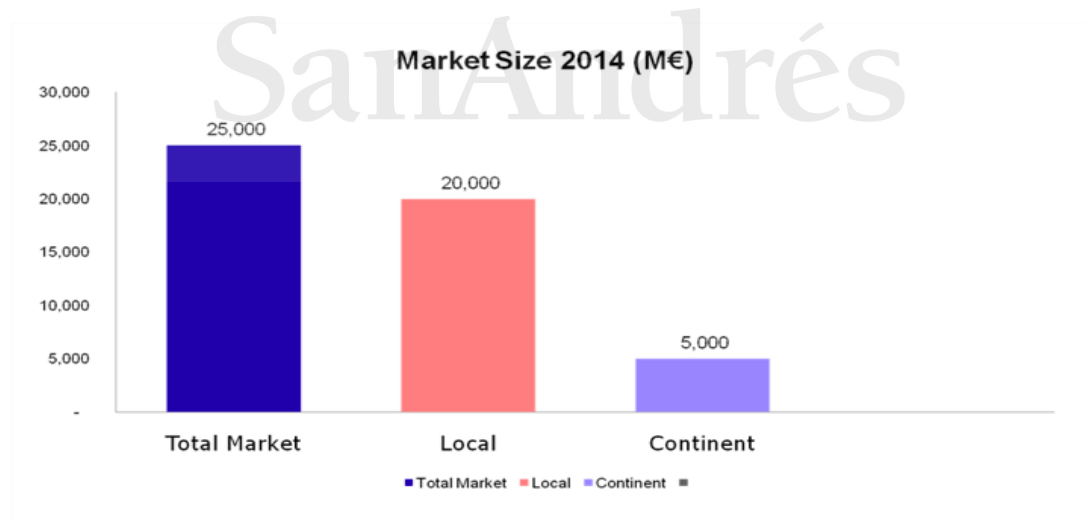
Fuente: Beijer Ref

## Anexo 8: Proyección Cash flow GFOI

Cash flow prognosis		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	6-infinite
Year					1	2	3	4	5	
EBIT		395	328	220	563	665	776	868	976	
Calculated tax		-122	-102	-68	-175	-212	-241	-269	-303	
Depreciation and write-down					-10	-10	-10	-11	-11	
Other adjustments / Acq price					-2.250	0	0	0	0	
Change in working capital (+decrease/-increase)					-541	-136	-143	-152	-165	
Investments					10	10	10	11	11	
Cash flow from the entity (in fixed monetary value)					-2.403	337	392	447	509	
Discounted cash flow					-2.248	295	321	343	365	5.302
Cash flow, discounted total										4.378

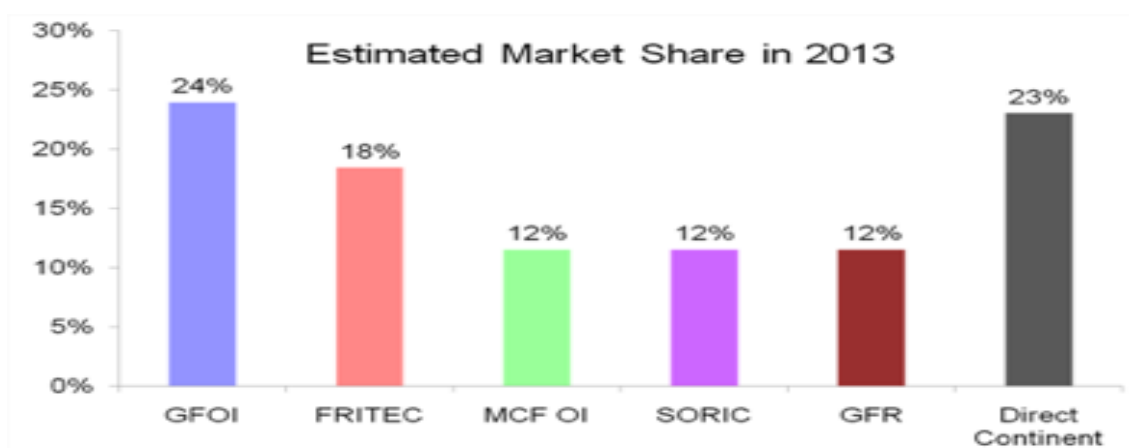
Fuente: Beijer Ref

## Anexo 9: Tamaño de mercado de la Isla la Reunión.



Fuente: Beijer Ref

## Anexo 10: Market Share Isla La Reunion



## Anexo 11: Forecast ganancias y pérdidas GFOI

### Profit and Loss K€

	Forecast Year 1	Forecast Year 2	Forecast Year 3	Forecast Year 4	Forecast Year 5
Net Sales	6 800	7 188	7 597	8 030	8 500
New Branch					
Cost of Sales	-5 017	-5 247	-5 535	-5 839	-6 169
RLC Sales					
New Branch					
RLC COS		0	0	0	0
<b>GM3</b>	<b>1 783</b>	<b>1 941</b>	<b>2 062</b>	<b>2 191</b>	<b>2 331</b>
Expenses	-1 220	-1 256	-1 286	-1 323	-1 355
New Branch		0	0	0	0
<b>Tot: Expenses</b>	<b>-1 220</b>	<b>-1 256</b>	<b>-1 286</b>	<b>-1 323</b>	<b>-1 355</b>
<b>EBIT</b>	<b>563</b>	<b>685</b>	<b>776</b>	<b>868</b>	<b>976</b>
Net Financial	-16	-16	-16	-16	-16
<b>EBT</b>	<b>547</b>	<b>669</b>	<b>760</b>	<b>852</b>	<b>960</b>
Tax 31,0%	-170	-207	-236	-264	-298
<b>EAT</b>	<b>377</b>	<b>462</b>	<b>524</b>	<b>588</b>	<b>662</b>

Fuente: Beijer Ref

## Anexo 12: Cuenta de resultados GFOI

GFOI		2019 to 2022		16					YTD				
				Actual		Actual		Actual		Actual		Actual	
				FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021		
<b>EUR (1000)</b>													
OP1010	Net Sales	-1 177 150	-4 225 722	-5 162 015	-5 536 694	-6 339 049	-8 296 601	-8 651 181	-10 623 676				
OP4010	Cost of sales	835 330	3 082 403	3 718 327	4 077 624	4 693 379	6 185 312	6 383 070	7 646 707				
OP4611	Cost of Personnel in production												
OP4620	Outbound freight cost	17 794	127 322	123 647	156 886	121 701	131 670	94 477	121 580				
OP4630	Supplier bonus rebates												
OP4640	External sales commission												
GM	Gross Margin	-324 026	-1 015 996	-1 320 041	-1 302 184	-1 543 969	-1 979 620	-2 173 634	-2 855 390				
	% margin	27,53%	24,04%	25,57%	23,52%	24,28%	23,86%	25,13%	26,88%				
OP5010	Cost for permits	81 771	434 679	431 515	457 837	461 870	554 399	582 268	574 401				
OP6090	Selling Expenses	6 481	48 115	29 731	24 555	27 232	43 050	26 481	37 471				
OP6499	Administration Expenses	46 529	94 329	113 489	80 705	85 296	81 050	75 394	75 075				
OP6599	Bad debts	-14 250	-3 630	2 665	21 831	123 052	13 106	919	33 066				
OP6699	Other income/expenses	207	0	-1 072	0	0	-454	0	2 500				
OP7210	Costs of personnel	143 265	595 795	469 509	501 067	529 743	570 409	621 679	650 004				
TO	Tot. expenses	264 003	1 169 287	1 045 838	1 085 996	1 227 193	1 261 560	1 306 740	1 372 617				
	% exp/tales	-22,43%	-27,67%	-20,26%	-19,61%	-19,30%	-15,21%	-15,10%	-12,92%				
	Earn. bef. deprec	-80 023	153 291	-274 203	-216 183	-316 776	-718 060	-866 894	-1 482 873				
OP7899	Deprec. acc to plan	5 453	16 471	16 067	9 838	7 101	6 971	6 545	0				
	Earn. bef int a tax	-84 570	169 762	-258 135	-206 350	-309 675	-711 089	-860 349	-1 482 873				
		4,64%	-4,02%	5,00%	3,73%	4,87%	8,57%	9,94%	13,96%				
OPS401	Operating interest -												
	Operating earn.	-84 570	169 762	-258 135	-206 350	-309 675	-711 089	-860 349	-1 482 873				
	Operating interest +	0	0	0	0	0	0	0	0				
OPS001	Dividend income												
OPS010	Dividend group												
OPS310	Interest income												
OPS360	Int. inc group												
OPS410	Interest expenses	1 120	1 770	1 255	623	72	0	0	0				
OPS460	Int. exp group												
OPS210	Ord. fin. inc./exp	0	0	0	0	0	0	0	0				
	Earn. after fin.	-83 450	171 532	-256 880	-205 727	-309 603	-711 089	-860 349	-1 482 873				
OPS760	Extraordinary												
	Earn. bef. tax	-83 450	171 532	-256 880	-205 727	-309 603	-711 089	-860 349	-1 482 873				
OP0tax0	TAX	0	0	0	0	0	0	0	0				
	Resultat	-83 450	171 532	-256 880	-205 727	-309 603	-711 089	-860 349	-1 482 873				

Fuente: Beijer Ref

## Anexo 13: Hoja de balance 2017 Beijer Ref

## Consolidated balance sheet

SEK K	Note	2017-12-31	2016-12-31
<b>ASSETS</b>			
<b>Fixed assets</b>			
Intangible fixed assets	18	1 678 541	1 643 931
Tangible fixed assets	19	311 821	306 382
Financial assets available for sale	21	24 844	24 844
Deferred tax assets	27	121 146	121 811
Other receivables	22	90 682	83 619
<b>Total fixed assets</b>		<b>2 227 034</b>	<b>2 180 587</b>
<b>Current assets</b>			
Inventories	23	2 631 179	2 485 274
Trade debtors and other receivables	22	2 042 834	1 832 448
Income taxes recoverable		2 356	14 430
Liquid funds	24	559 387	342 080
<b>Total current assets</b>		<b>5 235 756</b>	<b>4 674 232</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>		<b>7 462 790</b>	<b>6 854 819</b>
<b>SHAREHOLDERS' EQUITY</b>			
Share capital	25	371 685	371 685
Other contributed capital		901 172	901 172
Reserves		-30 253	-70 290
Profit brought forward		1 991 065	1 712 657
<b>Total</b>		<b>3 233 669</b>	<b>2 915 224</b>
Non-controlling interests	35	60 014	52 033
<b>Total equity</b>		<b>3 293 683</b>	<b>2 967 257</b>
<b>LIABILITIES</b>			
<b>Long-term liabilities</b>			
Borrowing	26, 31	1 625 544	1 550 525
Other long-term liabilities		11 863	22 564
Deferred tax liabilities	27	88 199	88 483
Pension commitments	28	117 433	124 814
Other provisions	29	25 355	24 135
<b>Total long-term liabilities</b>		<b>1 868 394</b>	<b>1 810 521</b>
<b>Current liabilities</b>			
Trade creditors and other liabilities	32	1 741 464	1 534 042
Borrowing	26, 31	464 959	482 063
Current tax liabilities		65 725	37 519
Other provisions	29	28 565	23 417
<b>Total current liabilities</b>		<b>2 300 713</b>	<b>2 077 041</b>
<b>Total liabilities</b>		<b>4 169 107</b>	<b>3 887 562</b>
<b>TOTAL LIABILITIES AND EQUITY</b>		<b>7 462 790</b>	<b>6 854 819</b>

## Consolidated balance sheet

SEK K	Note	2018-12-31	2017-12-31
<b>ASSETS</b>			
<b>Fixed assets</b>			
Intangible fixed assets	16	2 076 938	1 678 541
Tangible fixed assets	17	457 895	311 821
Financial assets at fair value through profit or loss	19	45 203	24 844
Deferred tax assets	25	174 092	121 146
Other receivables	20	94 826	90 682
<b>Total fixed assets</b>		<b>2 848 954</b>	<b>2 227 034</b>
<b>Current assets</b>			
Inventories	21	3 507 088	2 631 179
Trade debtors and other receivables	20	2 575 524	2 042 834
Income taxes recoverable		3 915	2 356
Liquid funds	22	909 430	559 387
<b>Total current assets</b>		<b>6 995 957</b>	<b>5 235 756</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>		<b>9 844 911</b>	<b>7 462 790</b>
<b>SHAREHOLDERS' EQUITY</b>			
Share capital	23	371 685	371 685
Other contributed capital		901 172	901 172
Reserves		-4 669	-30 253
Profit brought forward		2 435 973	1 991 065
<b>Total</b>		<b>3 704 161</b>	<b>3 233 669</b>
Non-controlling interests	31	80 957	60 014
<b>Total equity</b>		<b>3 785 118</b>	<b>3 293 683</b>
<b>LIABILITIES</b>			
<b>Long-term liabilities</b>			
Borrowing	24, 30	2 823 139	1 625 544
Other long-term liabilities		6 391	11 863
Deferred tax liabilities	25	103 882	88 199
Pension commitments	26	113 394	117 433
Other provisions	27	42 726	25 355
<b>Total long-term liabilities</b>		<b>3 089 532</b>	<b>1 868 394</b>
<b>Current liabilities</b>			
Trade creditors and other liabilities	28	2 322 589	1 741 464
Borrowing	24, 30	494 639	464 959
Current tax liabilities		101 035	65 725
Other provisions	27	51 998	28 565
<b>Total current liabilities</b>		<b>2 970 261</b>	<b>2 300 713</b>
<b>Total liabilities</b>		<b>6 059 793</b>	<b>4 169 107</b>
<b>TOTAL LIABILITIES AND EQUITY</b>		<b>9 844 911</b>	<b>7 462 790</b>

Anexo 15: *Forecast Cash flow* por escenario Tecsá Reco:

Cash flow forecast		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	6-infinite
Year				1	2	3	4	5	
EBIT		52,5	55,7	44,8	52,0	57,0	67,8	72,2	
Calculated tax				-12,5	-14,6	-16,0	-19,0	-20,2	
Depreciation and write-down				2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	
Other adjustments / Acq price			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Change in working capital (+decrease/-increase)				6,1	-9,9	-10,4	-10,9	-11,5	
Investments				-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	
<b>Cash flow from the entity (in fixed monetary value)</b>				<b>38,4</b>	<b>27,6</b>	<b>30,6</b>	<b>37,9</b>	<b>40,5</b>	
Discounted cash flow			0,0	34,9	22,7	23,0	25,8	25,1	319,1
<b>Cash flow, discounted total</b>				<b>450,6 = Enterprise value (EV)/Net Present Value (npv) for Beijer Ref (if acq price is entered)</b>					
Net sales		716,5	718,9	697,4	732,2	768,8	807,3	847,6	
EBIT-margin				6,4%	7,1%	7,4%	8,4%	8,5%	
Net Working capital needs	Average during FC-period	27,36%	Used:	28%	28%	28%	28%	28%	
Net sales increase				-3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Tax rate				-28,0%	-28,0%	-28,0%	-28,0%	-28,0%	

### Forecast Cash flow mejor escenario Tecsa Reco:

Cash flow forecast		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	6-infinite
Year				1	2	3	4	5	
EBIT		52,5	55,7	67,0	78,7	90,6	96,9	102,7	
Calculated tax				-18,7	-22,0	-25,4	-27,1	-28,8	
Depreciation and write-down				2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	
Other adjustments / Acq price			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Change in working capital (+decrease/-increase)				-15,8	-22,1	-23,0	-18,6	-17,0	
Investments				-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	
<b>Cash flow from the entity (in fixed monetary value)</b>				<b>32,4</b>	<b>34,6</b>	<b>42,2</b>	<b>51,2</b>	<b>56,9</b>	
Discounted cash flow			0,0	29,4	28,5	31,7	34,9	35,2	454,1
<b>Cash flow, discounted total</b>				<b>613,8 = Enterprise value (EV)/Net Present Value (npv) for Beijer Ref (if acq price is entered)</b>					
Net sales		716,5	718,9	774,4	852,0	932,9	998,2	1 058,1	
EBIT-margin				8,6%	9,2%	9,7%	9,7%	9,7%	
Net Working capital needs	Average during FC-period	26,86%	Used:	28%	28%	28%	28%	28%	
Net sales increase				7,7%	10,0%	9,5%	7,0%	6,0%	
Tax rate				-28,0%	-28,0%	-28,0%	-28,0%	-28,0%	

### Anexo 16: Income Statement Tecsa Reco:

Income statement					
R'000	FY15	FY16	FY17	% CAGR	YTD18
Revenue	641 452	716 509	718 925	5.9%	166 397
Cost of sales	(449 562)	(506 328)	(503 012)	(5.8%)	(115 866)
<b>Gross profit</b>	<b>191 890</b>	<b>210 181</b>	<b>215 914</b>	<b>6.1%</b>	<b>50 531</b>
Other income	307	302	660	46.7%	-
Operating expenses	(158 441)	(167 983)	(173 287)	(4.6%)	(43 316)
<b>EBITDA</b>	<b>33 755</b>	<b>42 499</b>	<b>43 287</b>	<b>13.2%</b>	<b>7 215</b>
<b>KPI's</b>					
Revenue growth %	n/a	11.7%	0.3%		n/a
Gross profit margin %	29.9%	29.3%	30.0%		30.4%
Opex as a % of revenue	24.7%	23.4%	24.1%		26.0%
EBITDA margin %	5.3%	5.9%	6.0%		4.3%

Source: AFS - Tecsa South Africa - FY2016.pdf

Source: AFS - Tecsa South Africa - FY2017.pdf

### Anexo 17: Balance Sheet Tecsa Reco:

## Balance sheet

R'000	Feb-16	Feb-17	May-17
Non-current assets	31 633	32 848	32 294
Reported net working capital	140 224	154 116	161 816
Reported net cash/debt	(7 225)	(53 550)	(56 357)
Other	(1 265)	(616)	652
<b>Net assets</b>	<b>163 366</b>	<b>132 799</b>	<b>138 405</b>
Share/Stated capital	(1)	(50 518)	(51 359)
Equity loans	(62 552)	-	-
Reserves	82	(107)	-
Share option reserve	-	(150)	-
Retained income	(100 895)	(82 024)	(87 047)
<b>Equity</b>	<b>(163 365)</b>	<b>(132 799)</b>	<b>(138 406)</b>

Source: AFS - Tecs South Africa - FY2016.pdf

Source: AFS - Tecs South Africa - FY2017.pdf

## Anexo 18:

Balance Sheet			
mZAR	Actual 14/15	Actual FY16	Proforma FY17
<i>Assets</i>			
Goodwill	20,2	20,2	20,2
Intangible			
Tangible	4,4	5,8	6,8
Financial	4,8	5,7	5,9
<b>Total Fixed Assets</b>	<b>29,3</b>	<b>31,6</b>	<b>32,8</b>
Inventories	150,0	163,3	193,4
Trade debtors and Other receivables	95,6	100,5	85,1
Other Current Assets			
Liquid Funds			
<b>Total Current Assets</b>	<b>245,6</b>	<b>263,8</b>	<b>278,5</b>
<b>Total Assets</b>	<b>275,0</b>	<b>295,4</b>	<b>311,4</b>
<i>Liabilities and Equity</i>			
<b>Equity</b>	<b>224,8</b>	<b>163,4</b>	<b>132,8</b>
Interestbearing Liabilities (Current & L-t)	18,4	7,2	53,6
Provisions and L-t liabilities		34,6	46,2
<b>Total Long-term liabilities</b>	<b>18,4</b>	<b>41,9</b>	<b>99,7</b>
Trade Creditors	28,2	85,4	74,0
Other Current Liabilities	3,7	4,8	4,9
<b>Total Current non-interestbearing liabilities</b>	<b>31,9</b>	<b>90,2</b>	<b>78,9</b>
<b>Total Liabilities and Equity</b>	<b>275,0</b>	<b>295,4</b>	<b>311,4</b>

## Anexo 19: Ingresos por cliente Tecs Reco:



### Revenue by customer

R'000	Type	Terms	FY15	FY16	FY17	% CAGR
Customer 1	Various	30 days - CIS	8 642	15 424	7 931	(4.2%)
Customer 2	Installations	30 days - CIS	6 022	5 648	6 989	7.7%
Customer 3	Various	30 days - CIS	7 364	4 880	5 686	(12.1%)
Customer 4	Wholesalers	60 days - X	2 755	4 887	6 214	50.2%
Customer 5	Installations	30 days - CIS	758	7 615	3 563	116.8%
Customer 6	Installations	60 days - CIS	5 063	3 699	2 975	(23.4%)
Customer 7	Installations	COD	9 739	1 652	-	n/a
Customer 8	Manufacturing	30 days - CIS	6 506	3 918	874	(63.3%)
Customer 9	Manufacturing	30 days - CIS	1 286	5 410	4 381	84.6%
Customer 10	Various	COD	2 773	3 882	4 154	22.4%
Other	Various	Various	607 060	670 778	682 340	6.0%
<b>Total per schedule</b>			<b>657 968</b>	<b>727 793</b>	<b>725 107</b>	<b>5.0%</b>
Total per AFS			641 452	716 509	718 925	5.9%
<b>Difference<sup>1</sup></b>			<b>16 516</b>	<b>11 285</b>	<b>6 182</b>	

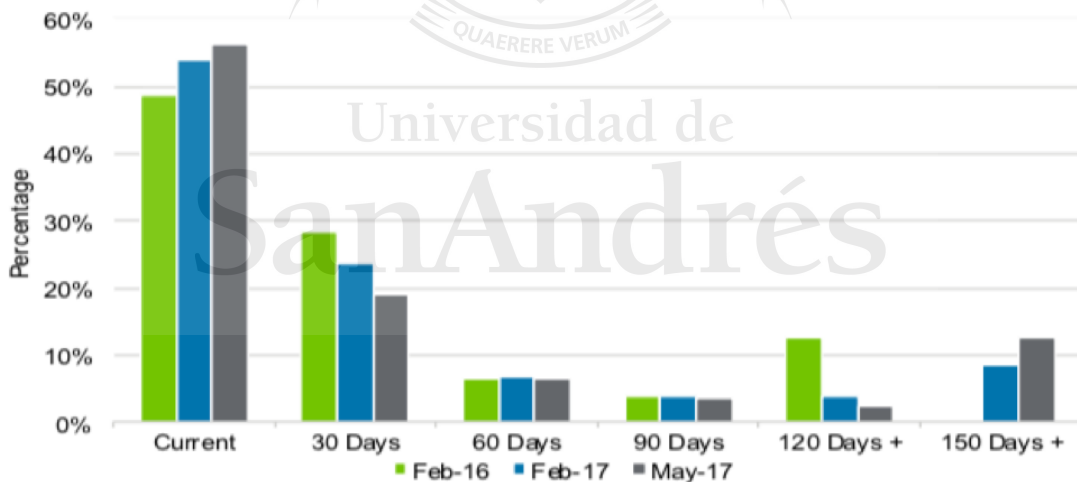
KPI's						
% of total revenue						
Customer 1			1.3%	2.1%	1.1%	
Top 5			3.9%	5.3%	4.2%	
Top10			7.7%	7.8%	5.9%	

<sup>1</sup> Management attribute the difference to the schedule not taking into account settlement discounts, rebates etc.

Source: Revenue and GP by Customer - no names.xlsx

### Anexo 20: Deudores Teca Reco:

#### Debtors ageing



Source: Trade debtors - Ageing as at 2017-05 no names.xlsx  
Project Mustang - FINAL Report - Friday, 18 August 2017

## Anexo 21: Proveedores Tecsa Reco:

### Supplier analysis

R'000	Terms	FY15	FY16	FY17	% CAGR
Supplier 1	30 days net	87 048	85 835	47 577	(26.1%)
Supplier 2	Various	33 110	71 625	98 152	72.2%
Supplier 3	60 days net	27 378	41 020	45 528	29.0%
Supplier 4	30 days net	47 006	25 273	27 188	(23.9%)
Supplier 5	Various	40 510	30 602	24 655	(22.0%)
Supplier 6	60 days net	24 681	27 901	20 610	(8.6%)
Supplier 7	60 days net	10 639	25 394	35 617	83.0%
Supplier 8	Various	13 749	29 522	25 195	35.4%
Supplier 9	60 days net	20	17 628	32 525	3 939.1%
Supplier 10	Various	7 795	9 968	10 667	17.0%
Other	Various	158 399	157 512	171 637	4.1%
<b>Total</b>		<b>450 336</b>	<b>522 280</b>	<b>539 349</b>	<b>9.4%</b>

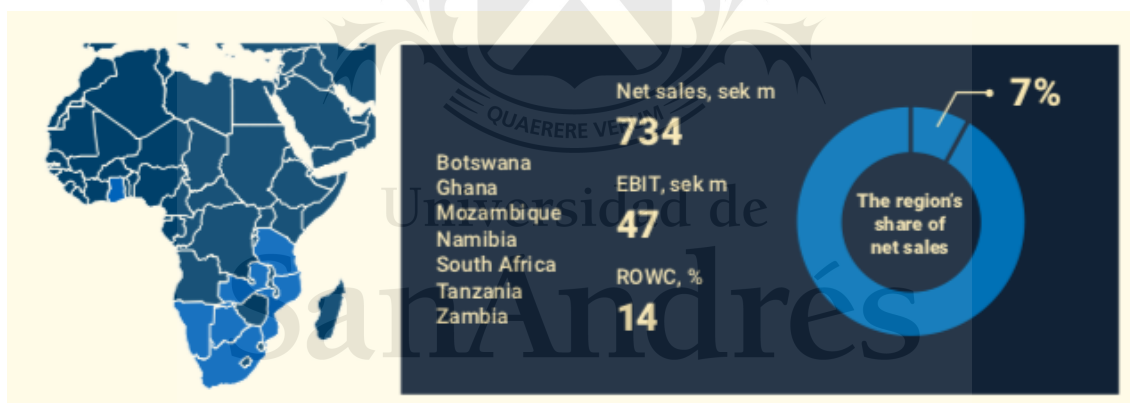
### KPI's

% of total purchases

Supplier 1		19.3%	16.4%	8.8%	
Top 5		52.2%	48.7%	45.1%	
Top10		64.8%	69.8%	68.2%	

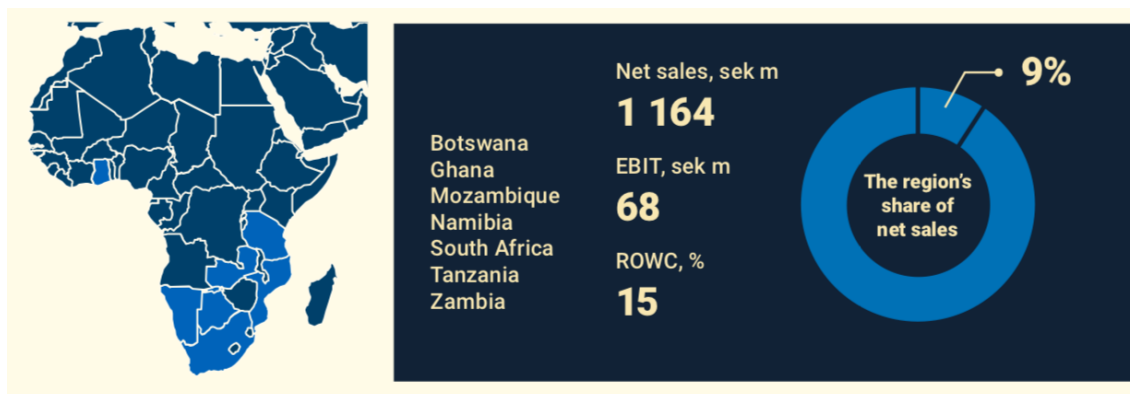
Source: Annual purchases by supplier - no names.pdf

## Anexo 22: Market share África 2017:



Fuente: Annual report Beijer Ref 2017

## Anexo 23: Market share África 2018:



Fuente: Annual Report Beijer Ref 2018

## Anexo 24: Estimación sinergias vs actualidad:

Tesla	Synergy Realisation	Motivation	Estimated Annual Value	Estimated Implementation Period	Actual Value
1	IT & Data Infrastructure	With the additional locations we should be able to consolidate the service providers and negotiate better rates	R600.000	12 to 24 months (Depends on existing contracts)	R1.300.000
2	Banking Costs	There is no visibility of the rates charged to Tecsia. Tecsia annual bank charges at R2.3m are similar to MTC. There is a possibility of negotiating better rates but difficult to quantify until there is visibility. However there is an Investec commitment fee of R30kpm that should fall away	R360.000	12 to 24 months (Depends on existing contracts)	R500.000
3a	Freight Costs Local	Due to the additional volume going to similar destinations we should be able to negotiate better rates per kg/km with courier service providers.	R1.200.000	1 to 3 months	R2.400.000
3b	Freight Costs Local	Due to having multiple branches in same location there is an opportunity to share inventory at local level reducing the need of overnight freight from the national DC.	R800.000	6 to 12 Months	R960.000
4	Shipping Costs	We will have an opportunity to combine more shipments and reduce the frequency of LCL shipments and increase container loads. 0.1% on COS of Imported Goods - Trial run, not viable, consolidation common suppliers but, no saving due to the increase in ocean freight	R800.000	1 to 3 months	R300.000
5	Inventory Rationalisation	Due to fair overlap in products and brands we will have an opportunity to rationalise inventory across the business units even more resulting in a WC reductions	Below the EBIT line	6 to 12 Months	
6	HR	Standardise on service providers, Payroll system, recruitment agency, Labour Consultants and negotiate better rates	R120.000	1 to 3 months	R360.000
7a	Property Rentals	Possibility to negotiate lower rentals due to the ability now of comparing between multiple branches in same location. MTC average rate R40 sqm (52000 sqm). Tecsia R46 sqm (21000 sqm). Some savings possible - not significant.	R600.000	12 to 60 months (Depends on existing contracts)	
7b	Property Rentals	With ability of sharing inventory at local level there should be an opportunity to relocate into smaller local premises Reducing overall floor space by 2000sqm	R1.000.000	12 to 60 months (Depends on existing contracts)	R864.000
8	Insurance	With consolidation of policies under the Beijer/Metrack group there is an opportunity to get better rates.	R500.000	6 to 12 months (Depends on existing contracts)	R800.000
9	Motor Vehicle Rationalisation	Already using the same service provider better negotiations with combined volume and implementing MTC strategy to purchase vehicles at end of lease period rather than replace with new lease will result in some savings.	R800.000	12 to 60 months (Depends on existing contracts)	R500.000
10	Rocam and SCM Africa factory volume increase	Some Tecsia Branches have over the last year started buying equipment from Rocam and Phoenix. There is more upside to get all the Branches with Narabia and Botswana to support these in-house manufactured products next to their traditional brand from HC. This will generate additional volume in the Beijer factories	R1.750.000	3 to 6 Months	R2.000.000
11	Product Range Extension in Africa	Appliance Spares is a new product Range that can be fully included in existing and future African Branches. This should assist in generating additional volume and margin helping to offset the high operational costs of these new branches.	R2.000.000	3 to 6 Months	R500.000
12	Appliance Spares through Metrack	Applying the Pareto method we will introduce the 20% fast moving items generating 80% of revenue and introduce this through existing Metrack branches in SA to extend the availability to a wider area and customer base	R2.000.000	3 to 6 Months	R1.000.000
			<b>R12.530.000</b>		<b>R11.484.000</b>

## Anexo 24: PBI Sudáfrica

**South Africa: Gross domestic product (GDP) in current prices from 1986 to 2026 (in billion U.S. dollars)**

Gross domestic product (GDP) in South Africa 2026



Fuente: Statista

**Anexo 25: PBI Per Cápita Sudáfrica**

**South Africa: Gross domestic product (GDP) per capita in current prices from 1986 to 2026 (in U.S. dollars)**

Gross domestic product (GDP) per capita in South Africa 2026



Fuente Statista

**Anexo 26: Inflación Sudáfrica**

## South Africa: Inflation rate from 1986 to 2026 (compared to the previous year)

Inflation rate in South Africa 2026



Fuente: Statista



Universidad de  
**San Andrés**



Universidad de  
**San Andrés**