

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2021

Alumno: Gonzalo Fernández Mangas

Tutor: Nicolás Minniti

El boom de M&A en la industria Fintech: Análisis sobre el caso Ingenico

Abstract / resumen

El objetivo del presente trabajo consiste en realizar una revisión de la literatura sobre el mercado de M&A para la industria Fintech combinado con un caso de estudio sobre la adquisición de Ingenico, un líder global del mercado Fintech, por parte de Worldline, el cuarto mayor jugador en la industria de servicios de pago.

En la primera parte del trabajo, se realiza un análisis cualitativo y cuantitativo del mercado de M&A para la industria Fintech, comenzando por definir qué servicios brinda esta industria, cuáles son sus segmentos. En segundo lugar, se lleva a cabo un estudio sobre los motivantes estratégicos y financieros (drivers) para realizar fusiones y adquisiciones en esta industria. Además, se busca determinar el liderazgo de la industria fintech, así como la participación de esta en el total de fusiones y adquisiciones a nivel global. En este sentido, se analiza cuál es el volumen de este segmento respecto a la banca tradicional y respecto a otras industrias, tales como: Real Estate, Industrials, Information Technology y Healthcare.

A continuación, se desarrolla un estudio sobre las transacciones precedentes de la industria, donde se analiza la evolución histórica, el contexto actual y las tendencias de distintos sub verticales dentro de la industria Fintech: Payments, Blockchain/Crypto, Insurtech, Cybersecurity, Wealthtech y Regtech, determinando no solo cuál es el tamaño de las inversiones para cada uno, en los últimos 4 años sino también la perspectiva de cada uno en el corto y mediano plazo.

En la segunda parte de la tesis, se analiza si la adquisición de la fintech Ingenico por parte de Worldline crea valor para este jugador global de servicio de pagos. En este sentido, se estudia en términos cuantitativos cómo es la estructura de capital de la empresa compradora, como es financiada la compra, el cumplimiento de los ratios crediticios tales como Deuda/EBITDA, el precio pagado en función al flujo de fondos descontado (DCF) así como también cuál es el desempeño de la acción de Worldline post adquisición, si la compra es Earnings Accretive o Dilutive y el logro de sinergias respecto al costo de éstas. En términos cualitativos también se analiza si la compra es un objetivo estratégico por parte de Worldline, si Ingenico hace fit con la empresa compradora y cuál es el impacto en el ownership al financiar la compra.

El trabajo finaliza analizando cuales son las ventajas y desventajas de realizar fusiones y adquisiciones en la industria Fintech, así como también determinando, en base al análisis cualitativo y cuantitativo previo, si estas han sido en los últimos años un driver de valor. Por último, se determina si la compra de Ingenico por parte de Worldline se justifica en términos de creación de valor para el comprador, ya sea por razones estratégicas: incorporando nuevos productos/mercados/tecnologías, realizando integración vertical / horizontal; o por razones financieras: aumentando ventas, reduciendo costos, mejorando el Working Capital y CAPEX, o habiendo incorporado unidades de negocio de Ingenico con mayor crecimiento.

Agradecimientos:

A mi familia y mis amigos, quienes me apoyaron incondicionalmente.

A mis compañeros y colegas, que por medio de sus aportes e ideas hicieron de esta, una etapa maravillosa.

Al tutor de este trabajo y a todos los docentes, por su calidad humana, así como por su capacidad de transmitir conocimientos de una manera clara y precisa.

Al Master en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella que transformó mi carrera profesional.

Índice

1. Introducción	5
2. Marco conceptual	5
2.1. Origen y definición de Fintech	5
2.2. Objetivos principales de las Fintech	6
2.3. Tipos de compañías fintech	7
2.4. Segmentos de la industria	8
3. Las Fintech y la actividad de M&A	12
3.1. Descripción global del mercado de M&A	12
3.2. El mercado global de M&A por segmentos	13
3.3. Participación de las Financials en el mercado global de M&A	14
3.4. Mercado global de las fintech - ingresos	15
3.5. Inversión global en fintech	17
3.6. Empresas activas en el mercado Fintech	18
3.7. El mercado global de M&A por segmentos – fintech	19
3.8. Market drivers y tendencias de la industria fintech	28
4. El caso Ingenico	30
4.1. Descripción de la compañía	30
4.1.1 Modelo de negocio y segmentos de mercado	30
4.1.2 Situación financiera de Ingenico	32
4.2. Worldline, la compañía compradora:	35
4.3. Metodología de valuación	39
4.3.1 Valuación por DCF	39
4.3.2. Valuación relativa	41
4.4. Valuación de Ingenico Group	42
4.4.1. Valuación por DCF	42
4.4.2 Valuación relativa por múltiplos	47
4.5. Cotización de Ingenico y Worldline en el mercado	49
4.6. Earnings accretion - dilution	53
4.7. Análisis de sensibilidad para la adquisición de Ingenico con equity o en efectivo	55
4.8. Resumen de la valuación	58
5. Conclusión	59
6. Bibliografía	60
7. Índice de figuras y tablas	62
8. Sección de apéndices	64
8.1. Supuestos de proyecciones financieras	64
8.2. Estado de Resultados	66
8.3. Estado de Flujo de efectivo	67
8.4. Estados de Situación Patrimonial de Ingenico y Worldline	68
8.5. Activos que conforman el índice Paris CAC 40	69

1. Introducción

El advenimiento de la industria fintech puede ser explicado principalmente por dos motivos:

Luego de la crisis financiera ocurrida en 2008, con la caída de Lehman Brothers y otras instituciones de prestigio global, la confianza en el sistema financiero se redujo abruptamente. Para contrarrestar este efecto, las entidades gubernamentales decidieron aumentar las regulaciones bancarias, lo que no solo generó un impacto negativo en los costos, sino que redujo los incentivos y contrajo el acceso al crédito. Estas medidas, en parte, fueron uno de los motivos que dieron lugar a que empresas de otro segmento intentaran cubrir necesidades de mercado no satisfechas por el sistema financiero tradicional a través de nuevos servicios. Sin embargo, la irrupción de esta nueva industria no pudiera haberse dado sin el avance tecnológico basado primordialmente en el desarrollo de teléfonos inteligentes y de interfases de programación de aplicaciones (IPA).

2. Marco conceptual

2.1. Origen y definición de Fintech

A partir de estos eventos trascendentales, y con la complementariedad de otros no tan relevantes, surge la industria fintech, cuyo nombre proviene de Financial Technology (o tecnología financiera, en español) y que puede ser definida como la combinación de tecnología y servicios financieros que está transformando la forma en que las empresas financieras operan, colaboran y realizan transacciones con sus clientes, sus reguladores y con otros miembros del sector. -Netscribes (2019) en su paper Global Fintech Market (2018 – 2023) lo define de la siguiente manera: “Fintech es una tecnología emergente cuyo objetivo es automatizar y mejorar la distribución y el uso de los servicios financieros. Fintech ayuda a los propietarios de negocios, empresas y consumidores a realizar con éxito sus operaciones financieras a través de la aplicación de software y algoritmos especializados que se utilizan en ordenadores y otros dispositivos móviles”.

Una definición similar a la anterior es la que ofrece Gartner (2022): “Las fintechs son proveedoras de tecnología que abordan el negocio financiero de forma innovadora y a veces disruptiva a través de tecnologías emergentes. Las fintech pueden cambiar fundamentalmente la forma en que se crean, distribuyen y generan ingresos los productos y servicios de una institución de servicios financieros. El término también puede referirse a las tecnologías que ofrecen estos proveedores”. En definitiva, las compañías de esta industria emplean nuevas y variadas tecnologías para facilitar las transacciones financieras entre compañías y personas.

Desde su surgimiento, las fintech han desarrollado diferentes habilidades hasta alcanzar a la mayoría de los segmentos de los servicios financieros, desde la intermediación de seguros hasta la contabilidad, la banca y los pagos. En ese sentido, el desarrollo de la tecnología contribuyó a maximizar las oportunidades del mercado, proporcionando mejores experiencias a los clientes y creando nuevas fuentes de ingresos. Dada esta tendencia, no solo las compañías de la industria fintech aplicaron nuevas tecnologías, sino que las entidades financieras tradicionales, como bancos, empresas financieras y contables, se han visto obligadas a reconvertirse principalmente para no perder mayor participación de mercado contra los nuevos competidores, así como para lograr que sus servicios sean más simples, rápidos y seguros.

La aparición de la pandemia de COVID-19 aumentó la velocidad y la escala del cambio en la transformación digital de las operaciones de las empresas. Por ejemplo, servicios como el almacenamiento en la nube y el análisis de bases de datos cambiaron los patrones de comportamiento de los consumidores, que actualmente encuentran más comfortable gestionar sus negocios en línea. A su vez, el pensamiento de las instituciones financieras tradicionales también se modificó en la medida que buscan asociarse con compañías tecnológicas para ganar acceso a nuevos mercados y productos, generando eficiencias. En este sentido, las fintech también han intentado desarrollar nuevos negocios en conjunto con grandes instituciones financieras para expandirse a nuevos mercados, lograr un expertise mayor de la industria o simplemente realizar la venta de su empresa a grandes bancos.

2.2. Objetivos principales de las Fintech

En los últimos años, la banca tradicional, por características inherentes a su negocio, ya sean operativas, regulatorias o tecnológicas, ha dejado un mercado desatendido en el que las fintech lograron cierto éxito con un enfoque más centrado en el cliente. De todas formas, aunque estas han ido ganando progresivamente participación en este mercado, los clientes aún mantienen cierta confianza y ponderan a los agentes más tradicionales. Por este motivo, es esencial que tanto las fintech como otras instituciones financieras más consolidadas transformen sus modelos de negocio colaborando para impulsar la innovación. Ambas pueden complementar sus puntos fuertes para satisfacer las demandas de los clientes y retroalimentarse para crecer.

El desarrollo de nuevas tecnologías ha permitido una proliferación de soluciones para apoyar a los excluidos financieramente, guiar a los que no tienen conocimientos financieros o incluso proveer soporte a otras compañías financieras en cuestiones tales como el procesamiento de pagos. En ese sentido, la gran ola actual de inversiones y las tecnologías desarrolladas por esta industria dejan a las fintech en una situación ideal para desarrollar soluciones que produzcan no solo un impacto económico sino de inclusión financiera. Entre los objetivos más relevantes de las fintech se encuentran:

- a) Reducir el costo de la transacción o el servicio brindado: las innovaciones tecnológicas actuales permiten que un nuevo usuario tenga un impacto marginal en los costos una vez desarrollado el servicio.
- b) Alcanzar nuevos nichos de mercado: las fintech pueden brindar servicios a sectores desatendidos por la banca tradicional, tales como aquellos relacionados a la economía informal de países en desarrollo.
- c) Crear o aprovechar economías de escala: el hecho de poder realizar transacciones con tan solo un dispositivo móvil puede reducir ampliamente las barreras geográficas.
- d) Mejorar la experiencia del consumidor: los avances tecnológicos permiten realizar una operación en escaso tiempo con relación a como suelen ser las transacciones en entidades financieras tradicionales.
- e) Segmentar mercados: principalmente, funciona desagregando las ofertas de estas empresas y creando nuevos mercados para ellas. Los startups perturban a los titulares de la industria financiera, ampliando la inclusión financiera y utilizando la tecnología para reducir los costes operativos.

2.3. Tipos de compañías fintech

Figura N° 1 - Servicios que proveen las fintech:



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de Mordor Intelligence (2017). *Global Fintech Market - Growth, Trends, and Forecast (2017-2024)*.

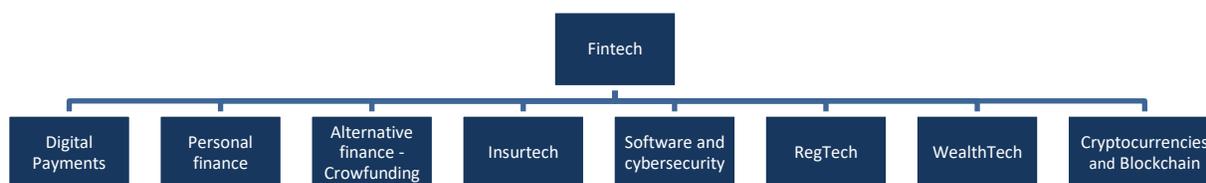
Dentro de los servicios que proveen las compañías de esta industria, tal como se muestra en la figura N°1, se pueden destacar:

- a) Soporte tecnológico: fintech que ofrecen servicios tecnológicos a compañías tradicionales u otras fintech. Por ejemplo, firmas que ofrecen servicios de data mining. Las empresas fintech utilizan diversas tecnologías, como la inteligencia artificial (IA), Big data, la automatización de procesos robóticos (RPA) y el Blockchain.
- b) Servicio a clientes: fintech que ofrecen servicios financieros a clientes o contribuyen a distribuir ofertas de servicios financieros. Por ejemplo, los neo bancos. Los neo bancos son entidades financieras que ofrecen servicios financieros similares a la banca tradicional, pero de manera digital, es decir que permiten realizar operaciones sin la necesidad de recurrir a un lugar físico.
- c) Valor agregado: fintech que agregan valor a los servicios a clientes, tales como la comparación de productos financieros según su perfil y necesidad. Por ejemplo, portales online para comparar producto de seguros. Dicha tecnología aplicada al sector financiero permite ofrecer nuevos servicios y productos incrementando la eficiencia y la competitividad de los mercados financieros.

2.4. Segmentos de la industria

Dentro de la industria fintech, existen diferentes formas de clasificar a sus segmentos: por tecnología, por industria a la que provee soporte o por los tipos de servicios que ofrece. En este caso, el trabajo se enfoca en la clasificación de los segmentos por servicios. Para ello se han seleccionado los 8 más relevantes, entre los que se encuentran: Digital Payments, Personal finance, Alternative finance – Crowdfunding, InsurTech, Software and Cybersecurity, RegTech, WealthTech y Cryptocurrencies and Blockchain, los cuales son explicados a continuación. Es importante aclarar que los nombres de los segmentos se encuentran en inglés debido a que así son generalmente mencionados en la industria.

Figura N° 2 – Segmentos de las fintech:



Fuente: elaboración propia

A continuación, se procede a detallar cada uno de los servicios mencionados en el diagrama, siguiendo el orden presentado en la figura presentada anteriormente.

a) Digital Payments: las empresas que ofrecen este tipo de servicios permiten a sus usuarios realizar pagos a través de plataformas digitales. Más específicamente, estas firmas desarrollan aplicaciones que pasan a cumplir el rol de billetera digital, permitiendo recibir y enviar dinero, haciendo compras en e-commerce y hasta pagando servicios. En ese sentido, el potencial de uso de estas herramientas es formidable considerando que las transacciones en efectivo disminuirán en el tiempo por los altos costos económicos que conllevan, así como por motivos de seguridad y de control estatal. Asimismo, se estima que medida que los usuarios conozcan las ventajas de estas nuevas funcionalidades, los pagos digitales tomarán aún más impulso.

A la hora de considerar las ventajas que brindan este tipo de servicios podemos mencionar: la comodidad para realizar una transacción, ahorrando tiempo y comisiones, ofreciendo la posibilidad de enviar o recibir dinero y simplificando las operaciones a través de las facilidades tecnológicas que otorga tener una especie de banco en el dispositivo móvil. El principal desafío que pueden hallar los proveedores de pagos digitales, al intentar penetrar en los mercados no desarrollados es la alta transparencia. En países en desarrollo, el seguimiento de este tipo de transacciones puede llegar a recaer en un aumento de los impuestos, que se puede traducir en un aumento de los costos del servicio provisto por estas fintech ya que los pagos dejan una huella digital. Entre los servicios que ofrece este segmento de fintech podemos encontrar: Procesamiento de pagos, desarrollo de tarjetas y plataformas de transferencias.

b) Personal finance: se refiere a los préstamos P2P (Persona a persona) y otros servicios financieros, que ayudan a los clientes a gestionar sus finanzas. Las transferencias P2P se definen como transferencias de dinero que se realizan a través de Internet entre particulares. En efecto, el desarrollo del mercado de las finanzas personales se ha visto favorecido por la necesidad de los consumidores de superar los límites tradicionales del sistema financiero actual, quienes suelen demandar la realización de pagos transfronterizos y envío de remesas. Los proveedores de estos servicios suelen ser bancos, oficinas de correos y servicios de transferencia de dinero. Los servicios de transferencia monetaria transfronteriza como el cambio de divisas, las transferencias interbancarias y el dinero en papel, suponen un gasto monetario y de tiempo comparativamente alto para los usuarios. Así, los operadores en línea optimizan el uso de las para garantizar la reducción del tiempo y los costes de los clientes.

La ventaja de este tipo de plataformas es que el demandante del préstamo puede seleccionar el monto requerido y el plazo estimado de devolución. Asimismo, la tasa de interés puede ser adaptativa a través del uso de modelos de scoring más eficientes, lo que diferencia a los clientes según su potencial riesgo crediticio. Los préstamos pueden ser clasificados en préstamos a personas y préstamos a empresas. Con el avance de la tecnología, en la actualidad los préstamos a personas pueden ser otorgados a través de la plataforma digital, ahorrando los costos de traslado y de tiempo al solicitante del mismo. Por otro lado, los préstamos a Pymes se enfocan en brindar acceso al crédito a pequeñas y medianas empresas, los cuales suelen estar restringidos para este tipo de compañías por parte de los bancos debido al riesgo crediticio que conllevan las pymes en general.

c) Alternative finance - Crowdfunding: La financiación alternativa es cualquier tipo de financiación empresarial que no provenga de una entidad financiera tradicional como, por ejemplo, un banco. La financiación convencional es útil para empresas que cumplen con los requisitos crediticios, pero los bancos suelen tener criterios que las empresas más pequeñas no pueden cumplir y necesitan otras opciones. En el pasado, los proveedores de financiación alternativa eran difíciles de encontrar y podían tener un producto o sector específico en el que se especializaban. Actualmente, hay una gran variedad de prestamistas y docenas de productos, que facilitan el acceso al crédito y suele ser un proceso más rápido que a través de un banco. Las empresas que brindan estos servicios buscan facilitar fondos a individuos y a empresas, destinados a financiar un propósito específico.

Entre los servicios que brindan este tipo de empresas se halla el crowdfunding. Este se identifica por contactar a emprendedores que necesitan financiación con distintos inversores a través de plataformas digitales en las que los usuarios solicitantes indican el uso que darán a los fondos para que los prestamistas puedan seleccionar a qué proyecto financiar. Una plataforma de crowdfunding actúa como un mercado que hace coincidir las necesidades de financiación de los solicitantes con el interés de inversión de los inversores por una tasa. En definitiva, permiten a los inversores buscar préstamos individuales o presentar automáticamente oportunidades de inversión para que ellos elijan.

d) Insurtech: se denomina de esta manera por la combinación de “Insurance” y “Technology”, que significan seguros y tecnología en inglés, respectivamente. Los seguros son la próxima frontera para las Fintech, y representan una enorme oportunidad que aún no ha visto la verdadera innovación. Así como determinadas empresas se han enfocado en facilitar pagos y brindar acceso al crédito de determinados segmentos, las InsurTech buscan mejorar las formas en las que las compañías de seguros tradicionales brindan sus servicios al público. Las empresas que forman parte de este segmento tienen como característica general la disponibilidad de plataformas digitales que permiten al usuario comparar y contratar una gran cantidad de servicios dentro de la industria de seguros. El valor agregado de este tipo de empresas se basa en la utilidad de obtener un servicio de forma remota y en menor tiempo, logrando de esta manera una mejor experiencia de usuario.

e) Software y Cybersecurity:

Software: Los servicios ofrecidos por empresas de este segmento pueden ser muy diferentes, pero todas o en su gran mayoría logran brindar un incremento en la productividad de los usuarios. Estas lo logran a través del desarrollo un determinado software en pos de ofrecer un servicio (Software as a Service o SaaS). En general, este tipo de empresas tienen como cliente objetivo a compañías y no a individuos, es decir que ofrecen servicios B2B (Business to Business) a pymes o grandes firmas.

Cybersecurity / investor protection: es un sector muy específico dentro de las Fintech que se concentra en facilitar la autenticación de la identidad y prevenir el fraude en las inversiones. Las compañías que la conforman ofrecen soluciones de seguridad para plataformas digitales, protegiendo el acceso a datos personales a través de servicios como reconocimiento facial o administración de identidades a través de múltiples factores de autenticación. Es fundamental contar con el acceso a este tipo de servicios en todos los procesos operativos ya que las Fintech operan a través de medios digitales. Como se menciona en PwC (2015) – “Security Challenges in the evolving fintech landscape” – Página 3: “Con la aparición de la tecnología financiera, hay más datos disponibles en formatos digitales, lo que facilita el análisis y la generación de información, pero también hace que los datos sean más susceptibles de sufrir violaciones de la seguridad”.

f) Regtech, brinda soporte a las empresas de servicios financieros a la hora de cumplir con las normativas del sector, especialmente las relativas a la lucha contra el blanqueo de capitales y el conocimiento del cliente que luchan contra el fraude. RegTech promete digitalizar las tareas administrativas de regulación, simplificar los informes de regulación y capacitar al personal para evaluar el riesgo y supervisar el cumplimiento con mayor confianza, de una manera más eficiente y menos costosa. Más específicamente, los bancos pueden reducir su carga regulatoria, liberando tiempo para servir mejor a sus clientes, y los reguladores pueden obtener una visión más clara de las instituciones que supervisan. Por lo tanto, con la aparición de estos nuevos servicios no solo se benefician los bancos y los reguladores sino también sus clientes.

g) Wealthtech: este tipo de compañías brindan servicios que están transformando la industria de inversiones y de administración de riqueza. A través del uso de big data e inteligencia artificial, dichas empresas proveen plataformas de asesoramiento de inversiones. En efecto, una de las principales tendencias en el mercado de las finanzas personales es el crecimiento de los robo-advisors (o asesores robotizados). Los robo-advisors son servicios automatizados de gestión de carteras financiera, que aconsejan inversiones adecuadas en función de la tolerancia al riesgo y el horizonte temporal de los clientes. Considerando que los servicios de asesores automatizados sólo cuestan una ínfima parte del costo de un asesor financiero tradicional, su implantación aumentará en el futuro. A diferencia de las entidades financieras tradicionales, las grandes ventajas de estas plataformas digitales es que simplifican los procesos y, a su vez, ofrecen una mayor variedad de alternativas. Esta categoría incluye empresas que brindan servicios de inversiones en la compraventa de instrumentos financieros, entre otras operaciones financieras. Los ejemplos más concretos de los servicios que brindan pueden ser: herramientas de finanzas personales, plataformas de inversión y administración de riqueza, así como también herramientas de análisis de datos.

h) Blockchain / Criptomonedas: Las empresas que forman parte de este segmento permiten realizar operaciones de compraventa de monedas digitales, así como operaciones basadas en la tecnología Blockchain. Este segmento de la industria se caracteriza principalmente por la descentralización de las transacciones, generando que los datos o fondos no sean enviados a un único servidor como en la forma tradicional que tiene todo el control del dinero. Entre las ventajas más destacadas de esta nueva tecnología se pueden mencionar la descentralización, la transparencia, el ahorro de costos, y la trazabilidad de las transacciones. Si bien el Blockchain surgió con la aparición del Bitcoin, es importante destacar que el Bitcoin es solo una moneda dentro de las criptomonedas, pero tiene su razón de ser debido al Blockchain, tecnología permite realizar transacciones sin requerir de intermediarios como ocurre en la banca tradicional.

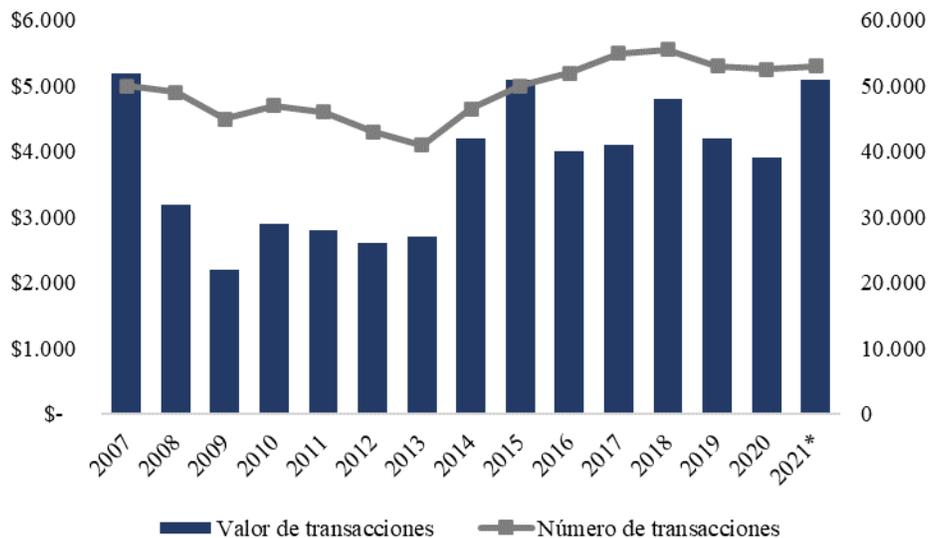
La banca abierta u open banking es un concepto que se apoya en el blockchain y postula que terceros deben tener acceso a los datos bancarios para construir aplicaciones que creen una red conectada de instituciones financieras y de terceros. La banca abierta es el proceso que permite a terceros proveedores de servicios financieros y de pago acceder a la información bancaria de los consumidores, como las transacciones y el historial de pagos. Esta práctica es posible mediante el uso de interfaces de programación de aplicaciones. El principal objetivo de la futura banca abierta es garantizar la máxima transparencia y seguridad, fomentando la competencia en el sector financiero. Como resultado, la calidad de los servicios financieros mejorará y las comisiones disminuirán. Los datos financieros de los consumidores se liberarán del monopolio de los bancos y pasarán finalmente a ser propiedad de los clientes, que tendrán acceso abierto a ellos a voluntad.

3. Las Fintech y la actividad de M&A

3.1. Descripción global del mercado de M&A

Para comprender la situación pasada, actual y futura del mercado de fusiones y adquisiciones de las fintech, es necesario analizar primeramente el escenario de M&A global, tanto en su nivel de actividad actual como en sus tendencias. Cabe mencionar que este mercado está caracterizado por cierta volatilidad y particularmente esta es una distinción que el mercado no ha perdido los últimos dos años, pero más adelante se hará foco en ese punto. En cuanto a su desempeño histórico, esta parte del trabajo describe su evolución en los últimos 15 años (2007 – 2021*), a través de un gráfico elaborado por la consultora internacional KPMG en el que se presenta el valor (en billones de USD) y la cantidad de transacciones de M&A por año.

Figura N° 3 - Mercado Global de M&A – en billones de USD:



Fuente: elaboración propia en base a KPMG (2021). *Pulse of Fintech H1 '21*.

En este contexto, analizando el gráfico anterior, se puede observar que la actividad global de fusiones y adquisiciones en 2021 superó ampliamente el nivel pre pandémico en cantidad de transacciones y se acercó a los picos de 2015 y 2007 en términos de valor de estas. Es conveniente subrayar que el abrupto aumento de las transacciones puede ser explicado por diversos motivos, tales como: la facilidad de acceso al capital, las bajas tasas de interés, y una economía global en recuperación, entre otros factores. En adición, prosiguiendo con el análisis del gráfico, se puede ver que el valor de las transacciones de M&A en 2021 alcanzó USD 5,1 billones, un valor superior en un 34,2% aproximadamente a los USD 3,8 billones de 2020 y el nivel más alto desde 2015. Este considerable aumento en el valor de las transacciones fue impulsado por la intensa demanda de tecnología y de activos digitales basados en datos, así como por la demanda de transacciones que estaba contenida desde 2020.

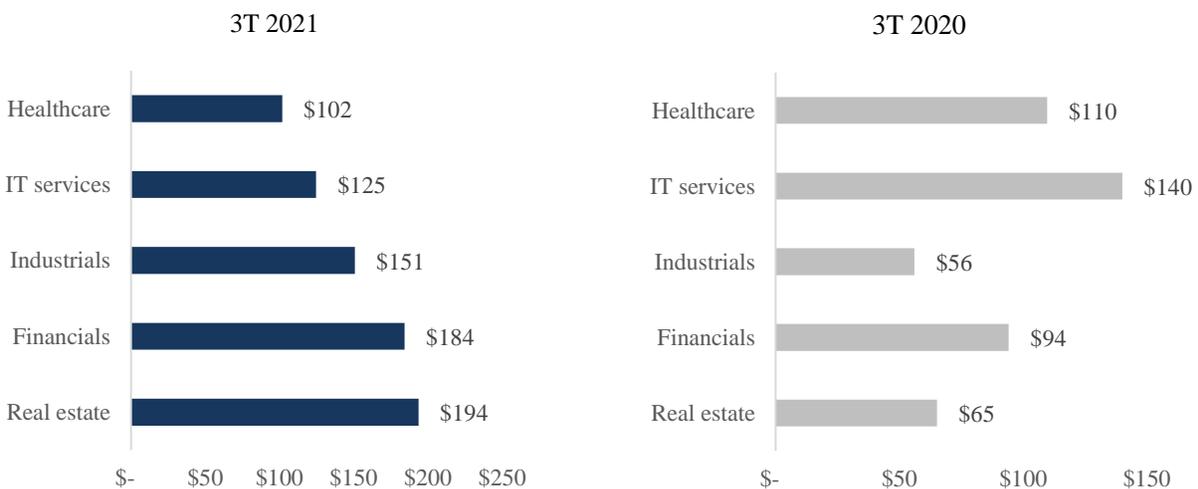
En lo que respecta a la actividad futura de M&A, hay ciertos motivos que hacen pensar que el año 2022 volverá a ser un año dinámico en este aspecto, aunque no tanto como el 2021. Entre los argumentos más relevantes para ser optimistas respecto a la actividad futura de M&A se puede mencionar la disponibilidad de capital para este tipo de operaciones, la necesidad de incorporar tecnología por parte de las empresas y el optimismo económico por parte de los tomadores de decisiones en el sector corporativo. En contraparte, hay ciertos eventos que podrían ocasionar una reducción en la cantidad de transacciones en el año vigente tales como la potencial subida de tasas de interés, el aumento de impuestos e inflación, así como una mayor regulación. A su vez, los aumentos de déficit fiscal de los países como el aumento de volatilidad de los mercados financieros producto de la pandemia también podrían ser eventos que impacten en la actividad de M&A.

3.2. El mercado global de M&A por segmentos

El consecuente estudio tiene por objetivo analizar la evolución de los diferentes segmentos que forman parte del mercado de M&A sin perder noción del tamaño que la industria financiera y las fintech representan en este mercado. Para ello, se representan gráficamente las 5 industrias más representativas del mercado de M&A y se estudia su evolución entre 2020 y 2021. Es de notar que el año 2020, por motivos ya mencionados, fue un año particularmente extraño en cuanto a la actividad de fusiones y adquisiciones, pero debido a la escasa información hallada, se consideró relevante mostrar estos datos. No obstante, se considera este punto a la hora de revelar ciertos insights o sacar conclusiones de los mismos. A continuación, se presenta los sectores con mayor actividad global de M&A, comparando el tercer trimestre del año 2020 con el mismo período de 2021.

Figura N° 4 - Volumen de transacciones por sector:

Sectores con mayor actividad global de M&A - en USD miles de millones:



Fuente: elaboración propia en base a SP Global. (2021). *The Changing FinTech Landscape: A Snapshot of M&A Themes and Trends*. Transacciones incluyen deals anunciados o completados entre el 1/1/2018 y el 30/9/2021.

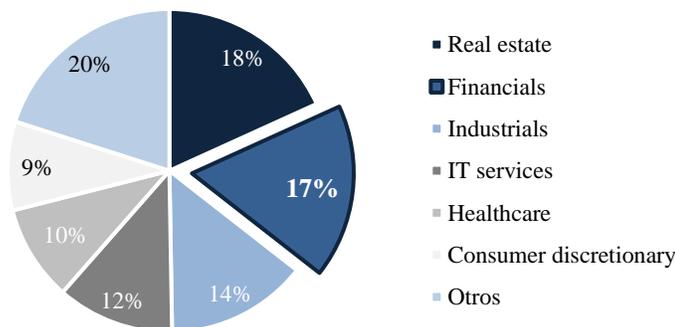
Con relación a los gráficos presentados previamente, siendo que se ha tomado las 5 industrias con mayor actividad de fusiones y adquisiciones, se puede recalcar que los servicios financieros tanto en el 2020 como en el 2021 se han destacado, posicionándose dentro de los 2 o 3 industrias con mayor actividad M&A a nivel global, respectivamente. Dicho de otra manera, no solo el mercado de M&A está tocando picos históricos record en cuanto a valor de transacciones, sino más importante aún es que los servicios financieros se encuentran dentro de las industrias que actúan como driver de valor en el mercado de fusiones y adquisiciones. El interrogante ahora pasa por saber que tamaño del mercado de servicios financieros está representado por las fintech y conocer si estás tienen potencial de crecimiento en el corto, mediano y largo plazo.

Es probable que la actividad de fusiones y adquisiciones se vea impulsada, tanto en empresas que proveen servicios financieros como en las fintech. Hay una serie de factores que pueden explicar esto: a medida que aumenta la complejidad operativa, es fundamental en la estrategia corporativa contar con habilidades digitales que permitan consolidar la posición en el mercado en el contexto de la disrupción innovadora de las fintech y de empresas no financieras. Es de esperar que los bancos y las compañías de seguro, entre otros, busquen optimizar las estructuras de costes, hacer crecer los ingresos y aumentar la eficiencia a través de adquisición de empresas de este tipo.

3.3. Participación de las Financials en el mercado global de M&A

Como se vio en el segmento anterior, los servicios financieros muestran ser uno de los drivers del mercado de M&A en los últimos dos años. En este segmento, se compara en términos relativos, y no absolutos como anteriormente, la participación de segmentos tales como Real Estate, Industrials, Information Technology y Healthcare. No obstante, cabe destacar que la participación de mercado permite tener una noción del mercado en la actualidad, pero sería necesario para futuros análisis tener la evolución de dicho porcentaje para conocer aún más la tendencia. Por consiguiente, se prosigue a presentar el gráfico de torta para el tercer trimestre de 2021, en el que no solo se incluyen las industrias mencionadas previamente, sino que también se consideran Materials, Communication services, Utilities, Energy y Consumer discretionary en la categoría “Otros”.

Figura N° 5 - Participación de los Ss. financieros en el mercado M&A – 3° Trim. 2021:

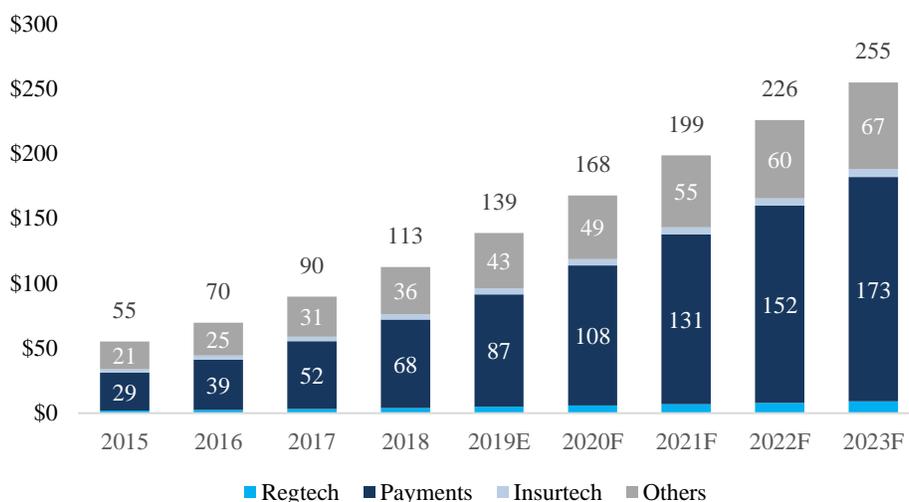


Fuente: elaboración propia en base a SP Global. (2021). *The Changing FinTech Landscape: A Snapshot of M&A Themes and Trends*. Transacciones incluyen aquellas anunciadas o completadas entre el 1/1/2018 y el 30/9/2021.

3.4. Mercado global de las fintech - ingresos

Para contextualizar el tamaño de las fintech a nivel ingresos, se exhibe en el siguiente gráfico su evolución histórica y proyección estimada para el período 2015 – 2023, siendo 2018 el año base de la estimación. Desafortunadamente, no fueron hallados los ingresos históricos del período 2019 – 2021 en fuentes fidedignas. Sin embargo, el mercado global de Fintech fue valorado en 113 mil millones de dólares al 2018 y se espera que el mercado alcance un valor de 255 mil millones de dólares para 2023, un tamaño casi 5 veces superior al de 2015. A su vez, durante el período estimado 2019-2023, la industria fintech muestra un CAGR del 16,4%. Estos son solo algunos de los indicadores que nos permiten dar muestra del potencial futuro de crecimiento del mercado.

Figura N° 6 - Mercado Global Fintech por segmento– Ingresos por año:
En miles de millones de USD



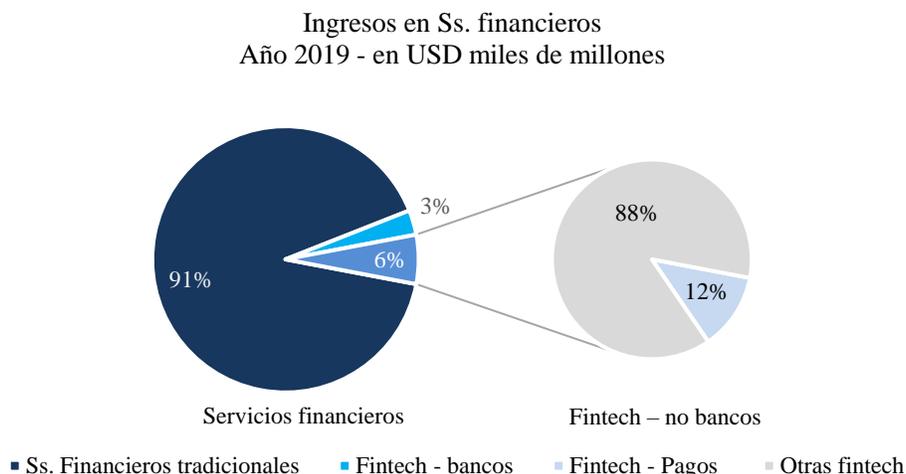
Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de Mordor Intelligence (2017). *Global Fintech Market - Growth, Trends, and Forecast (2017-2024)*.

Para continuar con el análisis del gráfico anterior, se observa a continuación el desempeño de los ingresos por segmento. En este sentido, el primer punto a destacar es que, a lo largo del periodo analizado, los ingresos de la industria fintech han sido impulsados principalmente por el segmento de Pagos. Más concretamente, el segmento de Pagos comienza el periodo con ingresos de 29 mil millones de dólares en 2015 para alcanzar una proyección estimada de 173 mil millones de dólares, suponiendo un CAGR de 21,95%. A su vez, esta proyección no incluye el efecto COVID-19 que como es sabido impulsó aún más los medios de pagos digitales por lo que se estima que esta cifra pueda ser aún mucho mayor. Para continuar con el análisis se observa que una pequeña proporción de los ingresos está representada por los segmentos Regtech e Insurtech, que como se mencionó anteriormente, también se vieron impulsadas por la pandemia. Concluyendo el análisis del gráfico, el segmento Others incluye ingresos provenientes de la tecnología blockchain, Proptech o servicios financieros tecnológicos relacionados al Real Estate y transferencias monetarias, los cuales cuentan también con gran potencial de crecimiento como se mostrará en las siguientes etapas del trabajo.

3.5. Participación de las fintech en el mercado global de servicios financieros

El presente segmento tiene por objeto analizar cuál es el market share de las fintech en el global de los servicios financieros. Más específicamente, el gráfico a la izquierda muestra la distinción, en términos de ingresos, entre las empresas de tecnología financiera y las que no lo son dentro del sector de los servicios financieros. A su vez, el gráfico de la derecha describe como se conforman los ingresos de las fintech que proveen servicios bancarios. Cabe destacar que el gráfico distingue de una manera simplificada la segmentación dentro de los servicios de las fintech, ya que estas podrían haberse expuesto con un mayor nivel de detalle.

Figura N° 7 - Participación de fintech en el mercado global de Servicios financieros:



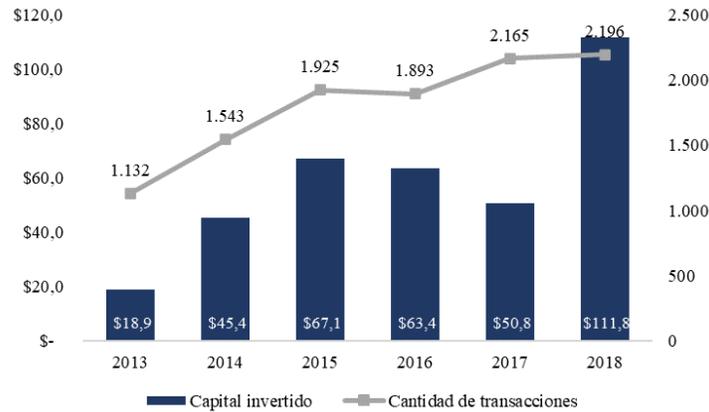
Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de World Bank Group (2019). *The experience so far*.

Como muestra el gráfico de la izquierda, las fintech representan solo una reducida parte de los ingresos globales de la industria de servicios financieros, sin embargo, no se puede negar su crecimiento y su aporte a la innovación. Es por ello que, como se mostró previamente y como se volverá a evidenciar a continuación, las inversiones en las empresas de tecnología financiera no parece que vaya a mermar. Como señala el Banco Mundial (2019): “Las empresas fintech han recibido una cuarta parte de la financiación de riesgo y de las nuevas empresas del sector de los servicios financieros y representan casi el 20% de la valoración total de 90.000 millones de dólares de las nuevas ofertas públicas de valores (en el momento de su lanzamiento) de las empresas del sector financiero mundial. La financiación de empresas parece estar bastante diversificada geográficamente, siendo los principales receptores el crowdfunding y los proveedores de servicios de pago”.

3.5. Inversión global en fintech

A continuación, se presenta un gráfico de la inversión global en fintech, tanto de fondos de Venture Capital, Private Equity como M&A para el período 2013 – 2018, en miles de millones de dólares.

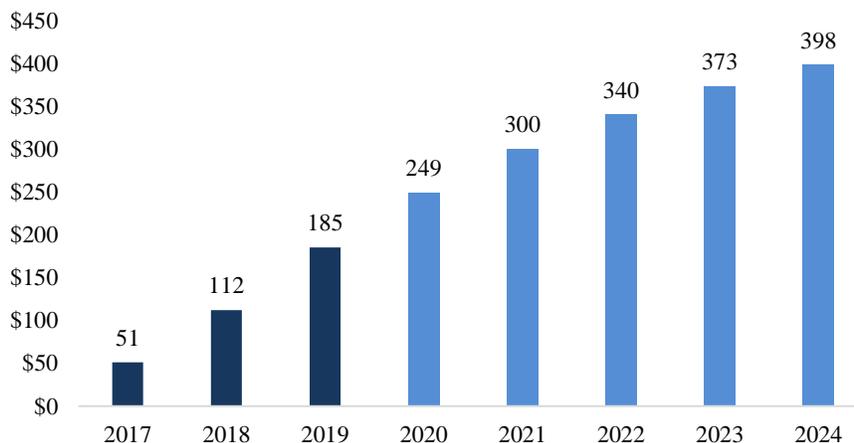
Figura N° 8 - Inversión global en fintech (2013 – 2018) – en USD miles de millones:



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de Mordor Intelligence (2017). *Global Fintech Market - Growth, Trends, and Forecast (2017-2024)*.

Se presenta la inversión global en dos gráficos ya que corresponden a distintas fuentes de datos. De todos modos, es importante notar que la tendencia se muestra creciente en ambos. La inversión global en fintech según Mordor Intelligence mostró un CAGR del 42,7% aproximadamente para el periodo 2013 – 2018, comenzando en 2013 con 18,9 mil millones de dólares y alcanzando 111,8 mil millones de dólares en 2018. Por su parte, el siguiente gráfico también exhibe la evolución de la inversión global en fintech, comenzando el periodo con 51 mil millones de dólares en 2017 para alcanzar los 398 mil millones de dólares, según lo estimado por esta fuente. Cabe aclarar que la estimación del gráfico siguiente comienza a partir de 2020.

Figura N° 9 - Inversión global en fintech – M&A (2017-2024)- en USD miles de millones:

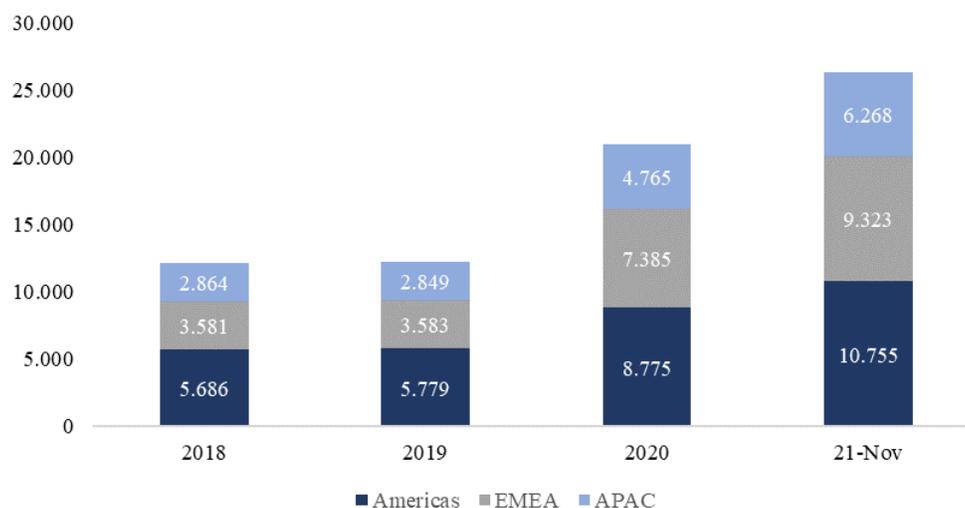


Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de Mordor Intelligence (2017). *Global Fintech Market - Growth, Trends, and Forecast (2017-2024)*. Datos en celeste proyectados (forecast).

3.6. Empresas activas en el mercado Fintech

Debido a la gran irrupción de esta nueva industria, han surgido una vasta cantidad de compañías con el objetivo de brindar determinadas soluciones no resueltas por el sistema financiero tradicional. Sin embargo, este florecimiento de nuevas empresas no debiera ser reducido a una región o zona geográfica en particular, ya que, en definitiva, se trata de un fenómeno global. Concretamente, la tecnología financiera provista por estas nuevas compañías se ha convertido rápidamente en una tendencia para startups debido al alto crecimiento potencial y la oportunidad infinita de innovación disruptiva. Así, las compañías fintech pueden verse representadas en administración de cuentas, préstamos y financiamiento, procesamiento de pagos, activos financieros y mercados de capitales o en otros servicios provistos en diferentes partes del mundo. A continuación, en la figura ubicada abajo, se muestra la segmentación de empresas por región.

Figura N° 10 - Número de fintech a nivel global por región:



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de Statista. (2021). *Number of fintech startups worldwide from 2018 to November 2021, by region.*

Como se puede observar en el gráfico superior, la cantidad de fintech activas en el mundo ha crecido notoriamente. Más precisamente, según Statista, en 2018 existían 12.131 compañías y a noviembre 2021, 26.346 empresas fintech, una cantidad que más que duplica el número existente a 2018 y con un CAGR estimado del 29,5% a lo largo del período. Es importante destacar que la pandemia COVID-19 y el confinamiento sanitario provocaron la necesidad de realizar transacciones y acceder a otros servicios de manera digital, lo que contribuyó a un incremento notorio en la creación de fintech como se observa en el gráfico. Más precisamente, el incremento porcentual en el número de compañías fue del 71,4%, pasando de 12.211 empresas en 2019 a 20.925 en 2020, liderado principalmente por EMEA y seguido por las Américas. Para concluir el análisis del gráfico, resulta relevante mencionar que, si bien la cantidad de fintech activas fue liderada por las Américas en todo el periodo analizado, EMEA redujo esa diferencia abruptamente entre 2020 y 2021.

3.7. El mercado global de M&A por segmentos – fintech

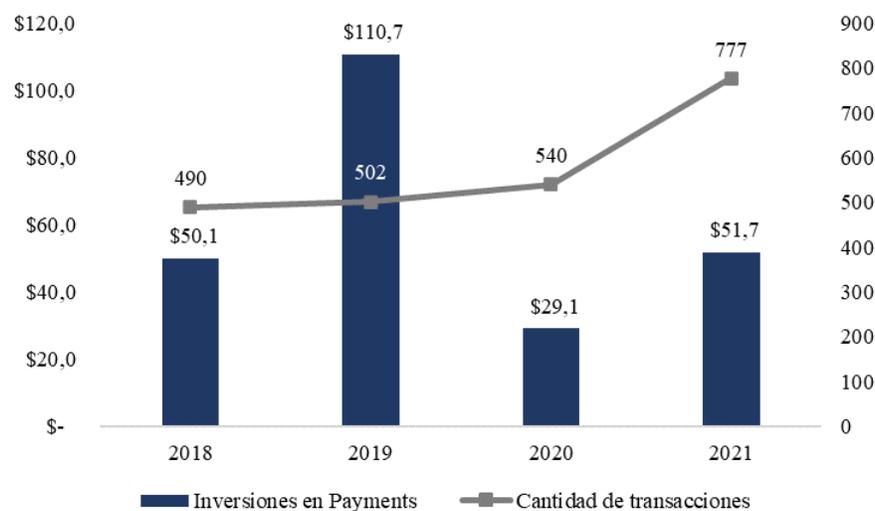
En esta etapa del trabajo se procede a describir las transacciones de M&A en distintos segmentos del mercado fintech descritos anteriormente: Payments, Insurtech, Cybersecurity, Regtech, Wealthtech, Blockchain/Cryptocurrencies.

Inversiones en el segmento Payments:

En el presente apartado se analiza la evolución histórica del segmento Payments. Actualmente, el mismo es el más importante dentro de los segmentos fintech, que ha sido fundamentalmente impulsado por la creciente adopción de nuevas tecnologías tales como los nuevos métodos de pago digitales, así como la incesante demanda de medios de pago alternativos. Asimismo, el segmento Payments recibió la mayor cantidad de inversiones dentro de la industria fintech y esto puede ser explicado por la asociación entre compañías de la banca tradicional y nuevas firmas orientadas más hacia el usuario a través del uso de la tecnología. En ese sentido, hubo un gran interés en asociarse debido a que la digitalización generó la necesidad de buscar nuevas maneras de integrar las alternativas de pago en actividades no financieras.

Por otro lado, es interesante destacar que, si se divide por tipo de inversión, los firmas de Payments fueron los que mayor inversión recibieron por parte de fondos de Venture Capital, así como que las fusiones y adquisiciones fueron las que mayor cantidad de transacciones realizaron. Este fuerte crecimiento puede ser explicado por la búsqueda de la expansión regional de este tipo de compañías. Es decir, en la búsqueda de ampliar su alcance, y con el rápido crecimiento de sus ingresos, las fintech de pagos han encontrado fondos de capital disponibles para financiar sus inversiones y de esa manera, expandir sus negocios. En la figura N° 11, se pueden observar el monto y la cantidad de inversiones, incluyendo fondos de Venture Capital, Private Equity y M&A, que el segmento Payments ha recibido a lo largo de los últimos 4 años:

Figura N° 11 - Transacciones de VC, PE y M&A en Payments (2018-2021):
En USD miles de millones



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de KPMG (2022). *Pulse of Fintech – H2' 2021*.

En la figura anterior, que muestra el caudal y cantidad de inversiones de Payments, se puede observar un gran dinamismo. En lo que respecta a la cantidad de inversiones, se ha observado una tendencia creciente a lo largo de los 4 años, creciendo a un CAGR del 16,6% para el periodo analizado. Este último punto no es una cuestión menor, ya que incluso con el COVID-19, la actividad no sólo no decreció en términos de operaciones, sino que creció como era esperable por la creciente digitalización. Un último hecho a destacar respecto a la cantidad de transacciones es que esta creció notablemente de 540 a 777 transacciones, a una tasa del 43,9% de 2020 a 2021. En lo concerniente al monto de las inversiones, esta se ha visto particularmente afectada por la incertidumbre generada por la pandemia ya mencionada, pero con signos optimistas, tras un repunte del 77,7% pasando de 29,1 mil millones de dólares a 51,7 mil millones de dólares en el periodo 2020 – 2021.

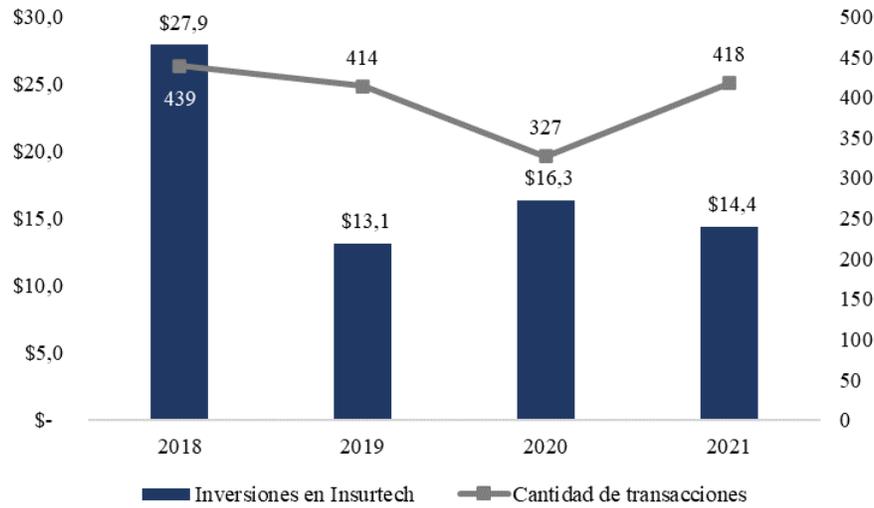
Para concluir el análisis de este segmento, se mencionan las tendencias de Payments en las regiones donde este tipo de compañías tienen mayor actividad. Los Payments han tenido una fuerte actividad en el 2021 y se espera que continúen por este sendero en el mediano plazo. Si se realiza un análisis geográfico, entre las regiones más dinámicas se incluyen Latinoamérica, África y el sudeste asiático. Sin embargo, Norteamérica y algunos países de Europa, como Inglaterra y Francia han también exhibido un alto nivel de actividad. Y como se explicó anteriormente, los motivos de este impulso en los pagos se pueden deber a la creciente transformación digital, la cual provocó que empresas que ofrecen servicios no financieros posen su foco en desarrollar actividades financieras para canalizar los pagos de su negocio.

Inversiones en el segmento Insurtech:

A continuación, se analiza un segmento importante, aunque sustancialmente menor que el de Payments. Si se analiza su situación actual, esta se encuentra caracterizada por altas valuaciones que aún no han mostrado rendimientos positivos. Esto ha provocado que la actividad de fusiones y adquisiciones se reduzca sustancialmente en los últimos tres años. A contracara de este último punto, el sector ha exhibido alianzas estratégicas entre compañías aseguradoras y no aseguradoras que, a través de un mejor entendimiento del funcionamiento de las nuevas tecnologías, buscan obtener financiamiento de Venture Capital. Asimismo, el foco de la asociación ha sido de brindar soluciones de seguros comerciales integrales principalmente a pymes, las cuales sufren los problemas de selección adversa y riesgo moral por parte de las aseguradoras tradicionales.

Por otra parte, la principal contracara que muestra el segmento Insurtech es que no solo que grandes inversiones aún no han mostrado resultados positivos, sino que muchas empresas que han salido a cotizar en bolsa en Estados Unidos han tenido rendimientos muy por debajo de otros sectores. Es por ello que, los inversores se han centrado más en la rentabilidad del negocio que en el rendimiento del activo en mercados públicos, aunque estas dos variables estén de alguna forma relacionadas. Como se verá más adelante en este apartado, no sólo en el mercado público ha habido una caída de la inversión en Insurtech, sino que se hace evidente el desplome en fusiones y adquisiciones de 2018 a 2021. A continuación, en la figura N° 12 se muestra la evolución histórica de las inversiones, tanto en monto como en cantidad, del segmento Insurtech para los últimos 4 años:

Figura N° 12 - Transacciones de VC, PE y M&A en Insurtech (2018-2021).
 En USD miles de millones



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de KPMG (2022). *Pulse of Fintech – H2’ 2021*.

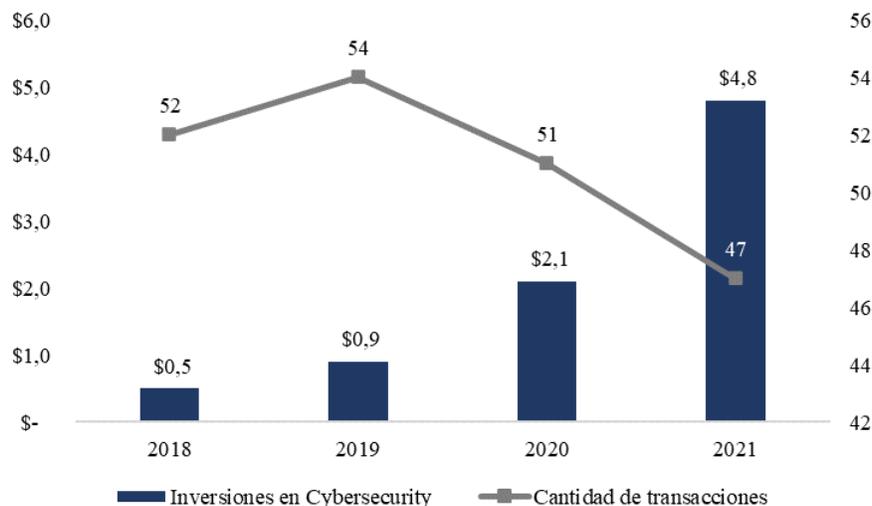
En la figura anterior, se evidencia en general una caída en las inversiones de este segmento. Con relación a la cantidad de transacciones, se observa una leve caída del 4,8% para los últimos 4 años (2018 – 2021). Sin embargo, es necesario que posterior a la abrupta caída de casi 90 transacciones por COVID-19 en 2020, la cantidad se ha recuperado en 2021, alcanzando 418 transacciones y creciendo a un ritmo del 27,8% respecto al año anterior. En lo concerniente al monto invertido, tanto en inversiones de VC, PE y M&A, este ha mostrado una tendencia decreciente en el periodo observado, fundamentado en los motivos explicados anteriormente. Si se observan los 4 años, se evidencia una abrupta caída del 48,4%, comenzando en 2018 con 27,9 mil millones de dólares para llegar a los 14,4 miles de millones de dólares en 2021, decreciendo a un CAGR del 19,8%. A su vez, es relevante mencionar que a pesar de la recuperación de otros segmentos post COVID, el segmento Insurtech ha decrecido aún más en 2021, pasando de 16,3 mil millones de dólares en 2020 a los mencionados 14,4 mil millones en 2021.

Inversiones en el segmento Cybersecurity:

En esta etapa del trabajo, se analiza la evolución del segmento Cybersecurity (o ciberseguridad), la cual es considerablemente más chica que los segmentos fintech anteriormente descriptos pero que han tenido un crecimiento abrupto en el último año producto de los hechos que se explicarán a continuación. Con motivo de los ataques a la infraestructura de TI (Tecnologías de la información), las empresas han comenzado a aumentar el cuidado de su información a través de servicios que ofrecen las empresas orientadas a Cybersecurity. En ese sentido, el objetivo de las empresas al realizar estas inversiones es el de obtener soluciones que permitan analizar el comportamiento de estos ataques y de evitar así fraudes informáticos. Debido a la evolución constante de estos ataques, la inversión en este tipo de servicios resulta cada vez más relevante para minimizar el riesgo a las que las compañías pueden estar expuestas.

En la figura N° 13, se exhibe la evolución de las inversiones en el segmento Cybersecurity para el período 2018 – 2021:

Figura N° 13 - Transacciones de VC, PE y M&A en Cybersecurity (2018-2021):
En USD miles de millones



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de KPMG (2022). *Pulse of Fintech – H2' 2021*.

Pese a un pequeño tamaño de mercado respecto a los anteriores segmentos, el segmento Cybersecurity exhibe en la figura previa una tendencia creciente en lo concerniente a inversiones. La progresiva digitalización de servicios ha impulsado el aumento de inversiones en ciberseguridad. Como se observa, la inversión de fondos de VC, PE y M&A en 2021 alcanzó los 4,8 mil millones de dólares mientras que en 2018 solo alcanzaba los 0,5 mil millones. Esto demuestra que las inversiones han crecido a un ritmo exponencial, más específicamente a un CAGR del 112,5%. Además, otro dato sumamente destacable es el hecho de que la inversión en ciberseguridad más que se duplicó de 2020 a 2021, pasando de 2,1 mil millones a 4,8 mil millones, respectivamente a una tasa de crecimiento del 128,6%. Lo ocurrido entre estos dos años, no es algo excepcional para este segmento fintech ya que en 2020 la inversión ya había más que duplicado al año anterior.

Con los datos observados previamente y como consecuencia del incremento en los riesgos relacionados a ataques a la infraestructura de tecnología de las compañías, es posible que las empresas de ciberseguridad continúen ampliando su oferta de servicios. Se estima que las compañías de este segmento ofrezcan servicios basados en el uso del aprendizaje automático, la automatización y la inteligencia artificial. Asimismo, este potencial incremento en la actividad del segmento puede generar un incremento en transacciones de M&A para este sector, invirtiendo en plataformas de seguridad que permitan administrar las nuevas necesidades corporativas. Por lo tanto, mientras continúe la digitalización de servicios y desarrollo de nuevas tecnologías, la perspectiva a futuro resulta optimista para este segmento.

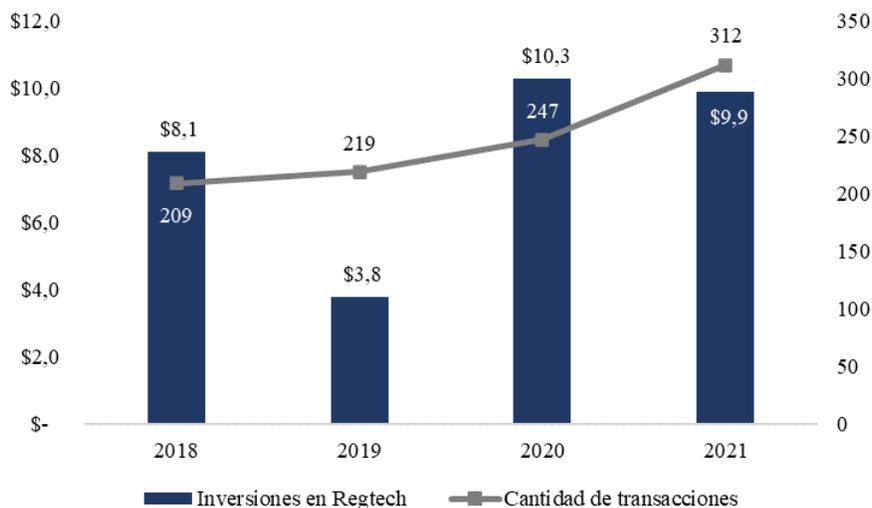
Inversiones en el segmento Regtech:

En este apartado, se estudia la evolución de las inversiones en el segmento Regtech. Con el paso del tiempo, las empresas se encuentran cada vez más expuestas a recibir sanciones por regulaciones estatales y, es por ese motivo, que requieren realizar inversiones para cumplimentar estas regulaciones. En este sentido, no solo las empresas relacionadas al sector financiero tradicional son las que deben cumplir estas normas estatales, sino que existen otro tipo de empresas no financieras, así como también billeteras digitales y plataformas de criptomonedas que deben cumplir con dichas regulaciones. De esta manera, surgen compañías que comienzan a ofrecer servicios tecnológicos que ayudan a dichas empresas a estar en línea con el marco regulatorio.

Particularmente, en lo que respecta a las inversiones en Regtech, estas son impulsadas en el presente por empresas vinculadas a los sistemas de pago y a la regulación centrada en la privacidad, así como también por las plataformas de criptomonedas. De hecho, el segmento Regtech ha sido liderado en 2021 por los sistemas de pago, que han logrado generar un importante flujo de inversiones. Simultáneamente, se observa que las Regtech que brindan servicios al segmento de criptomonedas, también recibieron un monto relevante en inversiones como consecuencia de los cambios de regulación. A continuación, se observa en la figura N° 14, la evolución histórica de las inversiones de Venture Capital, Private Equity y M&A en el segmento Regtech para el periodo 2018 - 2021:

Figura N° 14 - Transacciones de VC, PE y M&A en Regtech (2018-2021):

En USD miles de millones



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de KPMG (2022). *Pulse of Fintech – H2' 2021*.

La figura anterior exhibe una tendencia creciente principalmente en la cantidad de transacciones. Como se observa en el periodo analizado, las transacciones crecieron a un CAGR del 14,3% comenzando en 209 en el año 2018 para alcanzar las 312 en 2021. Asimismo, es de destacar que, durante el 2020, año de la pandemia aun con un aumento de la incertidumbre, el número de inversiones mostró una tendencia alcista pasando de 219 a 247 transacciones, en 2019 y 2020 respectivamente creciendo a una tasa del 12,8%. En lo que respecta al flujo de inversiones en el segmento Regtech, también la tendencia es positiva para el periodo observado, comenzando en 8,1 mil millones dólares en 2018 y casi alcanzando los 10 mil millones en 2021, creciendo a un CAGR del 6,9%. Sin embargo, es necesario subrayar que el pico fue alcanzado en 2020, logrando los 10,3 mil millones de dólares.

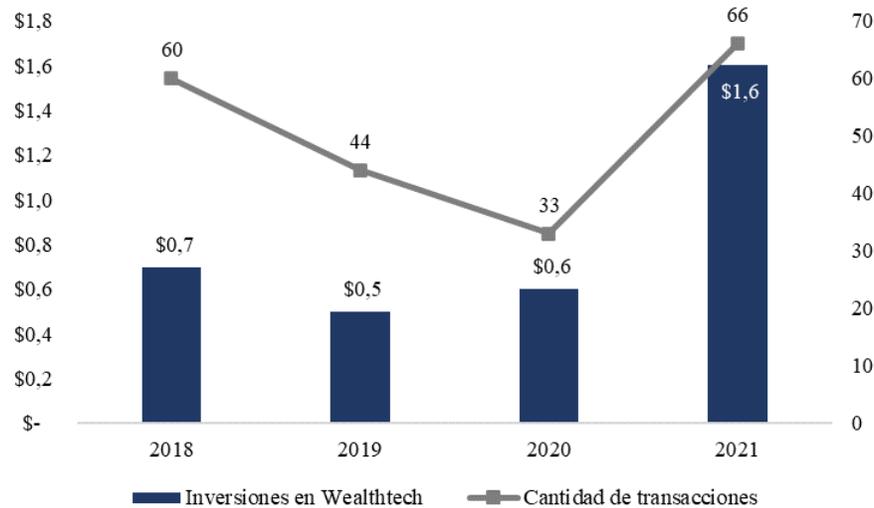
Entre los motivos que pueden explicar el alto nivel de inversiones en el segmento Regtech, se encuentran principalmente la participación de los fondos de Venture Capital y la actividad de M&A. Mientras que la actividad de M&A produjo un fuerte impulso al nivel de inversiones en los primeros seis meses, los fondos de Venture Capital le dieron dinamismo en la segunda parte del 2021. A su vez, las regiones que más destacan en cuanto a la atracción de inversiones relacionadas a la tecnología regulatoria o Regtech son Estados Unidos, quien lidera las inversiones, y Europa, que también estima un fuerte crecimiento para 2022. Con respecto al 2022, se espera una profundización de inversiones en algunos de los subsegmentos tales como la prevención y detección del fraude, así como también en criptomonedas.

Inversiones en el segmento Wealthtech:

En este segmento, se estudia la situación actual, evolución histórica y tendencias esperadas para el sector Wealthtech. Como consecuencia de la pandemia por COVID-19, se profundizó la tendencia a realizar operaciones bancarias a través de medios digitales. Más precisamente, surgió una nueva clase de compañías que ofrecen varios servicios a través de plataformas online, entre los que se pueden destacar: asesores financieros virtuales, plataformas de compra y venta de activos financieros, así como plataformas de criptomonedas. En lo que concierne a la situación actual del segmento, esta evidencia un incremento considerable de Wealth managers a nivel global en el último año debido a las dudas despejadas respecto al éxito de su modelo de negocio.

En base a lo mencionado previamente, y debido al potencial crecimiento del segmento de mercado, las compañías Wealthtech han comenzado a ser adquiridas por instituciones financieras tradicionales. Los principales motivos que explican estas intenciones de adquirir este tipo de empresas por parte de la banca son: incorporar nuevos servicios que le permitan innovar y a su vez, ganar mayor participación de mercado, así como complementar y globalizar su oferta en Wealthtech. Principalmente, los bancos buscan crear valor agregado sumando a su modelo de negocios la gestión de activos en su actual cartera de servicios. A su vez, se espera que el nivel de inversiones continúe creciendo a medida que las compañías Wealthtech se consolidan en el mercado. A continuación, en la figura N° 15 se exhibe la evolución histórica de las inversiones de Venture Capital, Private Equity y M&A en Wealthtech para el período 2018 – 2021:

Figura N° 15 - Transacciones de VC, PE y M&A en Wealthtech (2018-2021):
En USD miles de millones



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de KPMG (2022). *Pulse of Fintech – H2' 2021*.

En el gráfico anterior, realizando un análisis del primer al último año, se observa una tendencia levemente creciente en cantidad de transacciones y un crecimiento más fuerte en el monto invertido. De hecho, en el año 2018 la cantidad de transacciones es de 60 mientras que en 2021 esta alcanza las 66, exhibiendo apenas un CAGR del 3,2%. En cambio, en el caso del monto invertido para el mismo período, el CAGR es de 31,7% y más que se duplica en 4 años. Sin embargo, es necesario destacar que no siempre la tendencia se muestra creciente, sino que exhibe una caída desde 2018 a 2020, tanto en cantidad como en volumen de transacciones. Siguiendo con este análisis, la tendencia se revierte en 2020 explicada por los argumentos mencionados anteriormente en este apartado. En este sentido, el cambio de tendencia es tan abrupto que las inversiones aumentan de 0,6 a 1,6 mil millones de dólares en tan solo un año, creciendo a una tasa del 166% en tan solo un año. De igual manera crecen la cantidad de transacciones, pasando de 33 a 66, en 2020 y 2021 respectivamente.

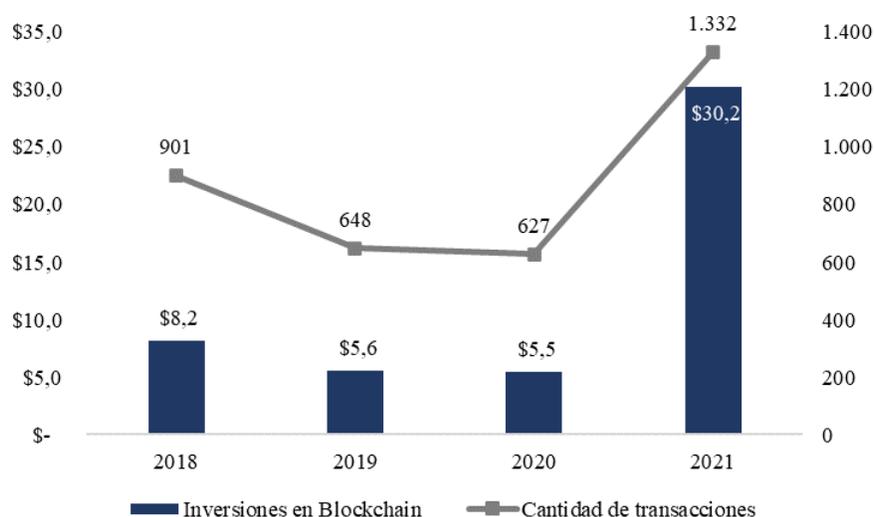
Para finalizar este apartado, es de destacar la oportunidad que tomaron las Wealthtech al cubrir parte del mercado no cubierto por la banca tradicional, desarrollando nuevas plataformas de administración patrimonial y asesoramiento financiero. Para el 2022, es probable que el segmento Wealthtech incremente aún más su tamaño de mercado brindando desde servicios financieros hasta robo-asesoramiento, así como también nuevas herramientas de inversión tales como criptomonedas. Asimismo, las Wealthtech deberán invertir en brindar información más detallada en sus plataformas, extender servicios a pequeñas y medianas empresas, así como proveer soporte a los administradores patrimoniales a cumplir con las normas regulatorias. Los desafíos de las empresas Wealthtech pasarán por la inversión que deberán realizar en procesos, en tecnología y en capital humano para minimizar el riesgo al que se encuentran expuestas respecto a los crecientes ciberataques ya mencionados en previos apartados.

Inversiones en el segmento Blockchain / Cryptocurrency:

En este último segmento, se procede a describir la evolución histórica, situación actual y tendencias para las inversiones en Criptomonedas y Blockchain. En lo que concierne a este segmento fintech, es uno de los que mayor potencial tiene en el mediano y largo plazo. En este sentido, este sector no solo está conformado por las plataformas de criptomonedas, sino que también se encuentra la tecnología Blockchain, la cual otorga la posibilidad de brindar soporte a distintas industrias. Sin embargo, este segmento enfrenta algunos obstáculos respecto a la creciente y diversa regulación, la cual depende de la región en la que se brinden estos servicios. En 2021, se incrementó la presión para que reguladores no solo los controlen, sino que agencias estatales de impuestos comiencen a gravar estos servicios. Asimismo, las empresas de criptomonedas también están solicitando dicha regulación para no estar tan limitadas a crecer.

Continuando con lo enunciado previamente, las regulaciones de criptomonedas han sido adoptadas de diversas formas dependiendo el país de origen. Por ejemplo, en el caso de China fueron prohibidas lo que conllevó una abrupta caída de su actividad en Asia. Sin embargo, su interés ha crecido fuertemente en toda América y se esperan regulaciones en el corto plazo. Asimismo, se ha desarrollado un trabajo en conjunto entre las plataformas de criptomonedas y las instituciones reguladoras para desarrollar un marco normativo que permita a estas empresas desenvolverse con un mayor nivel de certidumbre. Simultáneamente, se ha observado en el último año un aumento en el interés de inversores minoristas como de compañías en este segmento. En ese sentido, algunos de los sectores que mostraron un considerable crecimiento fueron las NFT y las finanzas descentralizadas (DeFi). Dicho esto, en la siguiente figura se procede a presentar la evolución de las inversiones en el segmento Cryptocurrency/Blockchain para los últimos cuatro años.

Figura N° 16 - Transacciones de VC, PE y M&A en Blockchain / Cryptocurrency (2018-2021):
En USD miles de millones



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de KPMG (2022). *Pulse of Fintech – H2' 2021*.

En la figura N° 16 se observa principalmente un crecimiento abrupto tanto en la cantidad como en el volumen de inversiones en criptomonedas y blockchain por parte de distintos tipos de fondos y empresas. Como se exhibe, el flujo de inversiones en este segmento alcanza los 30,2 mil millones de dólares en 2021, habiendo comenzado el periodo en 2018 con 8,2 mil millones de dólares, casi cuadruplicando el volumen de inversiones. A su vez, el nivel de inversiones desde 2020, el cual solo alcanza los 5,5 mil millones en dicho año, logra multiplicarse por cinco veces y media en 2021, creciendo a una tasa del 449% en tan solo un año. Por otro lado, si se hace referencia a la cantidad de transacciones en el mismo periodo, estas muestran una tendencia decreciente de 2018 a 2020, oscilando entre 901 y 627 transacciones, respectivamente. Sin embargo, esta tendencia se revierte en 2021, año en el cual se logran realizar 1.332, logrando un CAGR del 13,9%. Estos montos y crecimientos porcentuales descritos en tan breve período de tiempo demuestran el potencial crecimiento que tienen este tipo de compañías en el corto y mediano plazo.

Si bien durante los primeros años de desarrollo de este segmento las inversiones se concentraban en empresas dedicadas a actividades comerciales tales como intermediación de activos financieros como criptomonedas, actualmente ellas han sido diversificadas en varios sectores. Dicha diversificación implícitamente demuestra que el segmento ha comenzado a madurar, lo que dará lugar a una mayor demanda de servicios que proveen este tipo de empresas. A su vez, se estima que esta maduración y mayor estabilidad de las plataformas de criptomonedas de lugar a un incremento en la cantidad de fusiones y adquisiciones, a medida que las compañías expanden su oferta en variedad de servicios y en regiones. Además, entre los factores que pueden estar motivando la actividad de M&A en este segmento pueden incluirse el crecimiento del valor de las criptomonedas, las soluciones descentralizadas que utilizan a las mismas y el aumento del interés en ellas por parte de los inversores.

Uno de los factores más interesantes a destacar en este segmento es que si bien actualmente las transacciones de empresas se hacen en dólares o en la moneda que se pacte la adquisición, con la incorporación de nuevas compañías que permiten realizar pagos a través de plataformas de criptomonedas, en el futuro la compra de empresas podría realizarse a través de esta nueva tecnología. Sin embargo, debería ser necesario definir la criptomoneda en la que se realice la transacción ya que la gran mayoría de ellas están expuestas a alta volatilidad y resultaría difícil definir un valor basado en una criptomoneda muy fluctuante. Como alternativa a ello, la transacción podría ser realizada en una Stablecoin, es decir, aquella criptomoneda que tiene paridad con una moneda fiat como puede ser el dólar en el caso de la cripto USDT logrando de esta manera bajar la volatilidad. De todas formas, esto generaría un brusco impacto en la manera en que se realizan las fusiones y adquisiciones con lo cual sería necesario estudiar el impacto de normas regulatorias e impositivas.

El avance de la tecnología, como se mencionó anteriormente, producirá un gran impacto en la manera en que se realicen las transacciones. De hecho, los cambios de tecnología afectarán las fuentes de financiación y las formas en que se llevan a cabo los pagos. Simultáneamente, permitirá aumentar la transparencia y la eficiencia con la que se lleva a cabo el proceso de M&A, el cual suele ser engorroso y tomar varios meses desde que se inicia hasta que se cierra. Sin embargo, es necesario mencionar que no solo el segmento Blockchain/Cryptocurrency puede afectar a la actividad de M&A sino que se puede dar lo inverso. Es decir, que la actividad de M&A termine afectando el desempeño del segmento Crypto. De todos modos, como se explicó en este segmento, la perspectiva de inversión en este segmento es positiva por lo cual se espera que el mismo continúe creciendo.

3.8. Market drivers y tendencias de la industria fintech

En la búsqueda por entender los motivos por los que se espera que la industria fintech continúe desarrollándose con la fuerza demostrada hasta el momento, existen ciertos factores que pueden dar una explicación a su futuro promisorio como a su reciente crecimiento a nivel global. Entre ellos se encuentran: la expansión más allá de los servicios financieros tradicionales, la digitalización y automatización de los servicios financieros, así como el creciente capital disponible por parte de fondos de Venture capital y Private equity, como de inversores estratégicos. A continuación, se procede a describir cada uno de estos factores y su potencial desempeño en el futuro.

Respecto al primero de los factores, en la actualidad muchas Fintech están explorando la posibilidad de expandirse más allá de los servicios financieros tradicionales a través del uso de nuevas tecnologías. En concreto, los servicios que prometen destacarse son los de desarrollo de software aplicado a finanzas, las herramientas de análisis de datos avanzada y modelado predictivo. En este sentido, algunas fintech están desarrollando nuevas áreas para brindar servicios relacionados a su negocio principal, como, por ejemplo, las empresas de pagos que han pasado a ofrecer software de marketing y de operaciones, entre otros. Debido a su expertise respecto a las problemáticas de las pymes, su conocimiento en el desarrollo de software y su gran manejo de datos de clientes, estas empresas tienen el posicionamiento adecuado para ofrecer diferentes tipos de servicios que generen valor agregado al negocio de sus clientes.

No solo la búsqueda de nuevos negocios sino también el desarrollo de nuevas tecnologías por parte de las fintech, hacen de esta una industria con cada vez mayor potencial. Más precisamente, dentro de estas nuevas tecnologías se pueden mencionar una de las ramas más conocidas de big data, el análisis de datos, así como también el modelado predictivo. El análisis de datos avanzado o en su defecto “advanced data analytics” combinado con un conjunto más grande de datos, provee una mejor gestión del riesgo y una mayor capacidad de suscripción, lo que consecuentemente se traslada a un mayor nivel de eficiencia. En lo que respecta al modelado predictivo, las fintech comenzaron hace algunos años a desarrollar herramientas que permiten hallar perfiles similares de clientes, permitiendo de esta manera adaptar las ofertas a sus expectativas.

Con relación a la digitalización de servicios financieros, es de destacar que en la actualidad los clientes pueden acceder a versiones automatizadas de estos servicios en línea, lo que permite mejores experiencias de usuario. Dicho de otra manera, la digitalización ha permitido modificar la forma en que las empresas de servicios financieros interactúan con sus clientes y realizan sus operaciones. En lo que respecta justamente a la eficiencia operativa, las nuevas tecnologías han reducido las barreras de entrada, obligando a las grandes empresas de servicios financieros tradicionales a volverse más eficientes transformando su modelo de negocio para no perder participación de mercado. Sin embargo, uno de los desafíos que propone la digitalización es el aumento sustancial de la competencia, ya que la disponibilidad de innumerables ofertas hace que los potenciales clientes pueden optar por diferentes ofertas online.

Como último punto dentro los market drivers, se destaca la creciente financiación de Venture Capital, así como de otros inversores financieros para el segmento fintech a nivel global. Concretamente, la continua diversidad geográfica de fondos de Venture capital sigue contribuyendo a impulsar el volumen de las operaciones, incluso cuando los grandes centros de fintech ven más concentrada la inversión en operaciones de mayor envergadura. Cabe destacar que el crecimiento del sector fintech a nivel global no solo es y será impulsado por los fondos de Venture capital y por la gran dispersión geográfica de sus operaciones, sino que también por el creciente tamaño de las transacciones, así como de los mayores niveles de actividad en M&A. Como se estudió previamente en este trabajo, la inversión fluyó a un ritmo significativo en subsectores y tecnologías clave y por los motivos expuestos se espera que continúe por este camino.

3.9. Tendencias de la industria fintech

Viendo y considerando la situación actual, es esperable que las nuevas tecnologías y las cambiantes expectativas de los clientes se combinen para acelerar la tendencia a no utilizar efectivo, aunque este siga cumpliendo un rol preponderante como medio de pago en la actualidad. En este sentido, debido a la gran cantidad de servicios que han estado surgiendo, así como al creciente reconocimiento a la disrupción tecnológica, tanto de los operadores tradicionales como de las empresas fintech, existe optimismo respecto a las futuras inversiones en fintech. Dicho de otra manera, el cambio de tendencia hacia una mayor automatización y digitalización no ha pasado desapercibido por el sector de los servicios financieros, el cual considera crucial adquirir y fusionarse con este tipo de empresas para no perder participación de mercado y continuar creciendo.

Por otra parte, no solo las entidades financieras tradicionales, sino que también otro tipo de empresas se expandirán cada vez más hacia la banca digital, introduciendo bancos digitales ágiles y autónomos que operen de forma independiente. A su vez, la inversión corporativa seguirá siendo fuerte y se espera que el tamaño de las operaciones de M&A en fintech continúe creciendo. Y esto se debe a que, en dicho mercado, es probable que rápidamente se encuentren la oferta y la demanda, es decir los potenciales inversores, por un lado, quienes buscan reducir el riesgo invirtiendo en empresas avanzadas, y por otro, las fintech establecidas, consolidadas y deseosas de obtener capital adicional para lograr crecimiento. Como dato adicional, no solo el mercado de M&A será un driver de valor en la industria fintech, sino que los fondos de Venture Capital también proveerán de fondos a este segmento.

En los próximos años, se espera que aumenten los niveles de consolidación en áreas maduras, como los pagos y los préstamos, así como en áreas emergentes como blockchain, ya que las startups buscan escalar e impulsar el crecimiento internacional. También se espera que aumenten las inversiones en Regtech e Insurtech, ya que los sectores siguen madurando y evolucionando. A su vez, es probable que aumenten las inversiones centradas en soluciones dirigidas a las necesidades de todas las categorías de personas en los países en desarrollo, mientras las regiones más desarrolladas ya han comprobado crecimiento de las fintech, las cuales permiten reducir los costos operativos, mejorar la calidad del servicio y ampliar el alcance de los clientes.

4. El caso Ingenico

4.1. Descripción de la compañía

4.1.1 Modelo de negocio y segmentos de mercado

Ingenico Group fue una compañía francesa fundada en 1980 y basada en París, desarrolladora y proveedora de plataformas de pago en el punto de venta con foco en brindar soporte a instituciones financieras y a comercios minoristas. La empresa ofrecía un conjunto de terminales inteligentes combinados con servicios de gestión de puntos de venta, que permitían a los comerciantes optimizar sus formatos de locales y cubrir todos los puntos de contacto con el consumidor. Asimismo, Ingenico ofrecía terminales de pago en locales y brindaba servicios de pago electrónico, gestión de transacciones y soluciones de comercio en línea, como análisis de datos, soluciones de gestión del fraude, comercio transfronterizo y diversos métodos de pago, lo que ayudaba a potenciar el comercio. La empresa contaba con 8.083 empleados, operando en 45 países de Asia Pacífico, Europa, América, Oriente Medio y África y teniendo presencia en Gran Bretaña, Canadá, Brasil y Estados Unidos, entre otros. Además, cotizó en Euronext Paris hasta noviembre 2020, cuando fue deslistada.

En cuanto a sus operaciones, la empresa cuenta con aproximadamente 35 millones de terminales, da servicio a una red de aproximadamente 1.000 bancos y comercios y acepta 300 métodos de pago. Entre los hitos de la compañía se encuentran la asociación con el 70% de las marcas minoristas Top 30 y la conexión de más de 300.000 comerciantes a través de sus plataformas. Además, provee servicios a instituciones financieras, comercios minoristas, la banca, el transporte, hotelería, entidades gubernamentales y otro tipo de industrias. Ingenico se adapta a las diferentes necesidades de varios tipos de clientes, mostrando flexibilidad, proveyendo servicios tanto a pequeñas y medianas empresas como a grandes marcas a nivel global. Estos servicios se encontraban englobados en dos grandes áreas: Retail o comercio minorista y B&A (Banks and Acquirers), destinada a instituciones financieras.

Anteriormente, el segmento Banks and Acquirers (B&A) ofrecía servicios como, entre ellos, pagos en todos los puntos de contacto, soluciones para bancos y entidades adquirentes mediante herramientas y tecnología de vanguardia, adaptándose a la madurez de cada empresa, lo que generaba valor agregado a sus clientes. Por otro lado, el segmento Retail ofrecía un servicio diferenciado a cada cliente en cada uno de los segmentos, así como soporte a los comerciantes minoristas en pleno crecimiento, aprovechando las oportunidades para ganar nuevos mercados a nivel geográfico. Sin embargo, actualmente Ingenico se encuentra dentro del segmento “Financial Software” de Worldline y principalmente comercializa sus productos y soluciones bajo las marcas “Ingenico Smart Terminals”, “Ingenico Payment Services” e “Ingenico ePayments”.

A continuación, se describe cada uno de los segmentos de Ingenico mencionados previamente:

a) Ingenico Smart Terminals: dicha área brinda soporte a comerciantes minoristas y bancos con soluciones de pago que cubren todo tipo de transacciones. Más detalladamente, atiende a los siguientes segmentos:

hostelería, el comercio minorista, el vending, el transporte, los B&A mencionados anteriormente, entre otros.

b) Ingenico Payment Services: brinda una serie de soluciones de pago centralizadas para negocios minoristas a gran escala y soluciones de pago online. A su vez, ofrece una gama completa de soluciones de fidelización de clientes, como la gestión de tarjetas de fidelización, de prepago y gift cards, el análisis de datos de clientes y la gestión de campañas de marketing, entre otras.

c) Ingenico ePayments: incluye el procesamiento de pagos en línea y por móvil y agrega valor a comerciantes de todo el mundo brindándole oportunidades de realizar sus transacciones a través del comercio electrónico. Entre los servicios más destacados se encuentran los servicios de pago, así como otro tipo de servicios empresariales y profesionales.

En cuanto al contexto actual de la compañía, existe una serie de atributos destacables que favorecen a Ingenico. En lo general, la tendencia positiva para el mercado a nivel global de los servicios en la nube, así como el avance de la tecnología relacionada a las finanzas y los crecientes medios de pago pueden generar un considerable impacto en la empresa. Por otro lado, en lo respectivo a la situación particular de la empresa, existen otro tipo de hechos que permiten estimar un futuro optimista. Concretamente, los puntos más fuertes y relevantes de Ingenico son la fuerte participación de Ingenico en el mercado, la diversificación de clientes y el apoyo de Worldline tanto en aspectos técnicos como financieros. De todos modos, es necesario resolver la fuerte dependencia que tiene Ingenico respecto al limitado número de proveedores de servicios que permiten el normal funcionamiento de la compañía.

En lo que respecta a la fuerte posición de Ingenico en el mercado, la ventaja que la diferencia de los competidores es que tiene una oferta única de soluciones de pago en diferentes canales de venta. En este sentido, esta cualidad es una de las que produjo que Ingenico se convierta en líder de medios de pago multicanal a nivel global. Además, como se mencionó previamente, Ingenico cuenta con una cartera de clientes diversificados globalmente, lo que colabora para reducir los potenciales riesgos de dependencia respecto a un sector en particular. Entre los principales clientes, se puede encontrar a Union Pay, Visa, Google, AT&T y Microsoft, entre otros. El tercer punto para destacar dentro de las ventajas de Ingenico es que cuenta con un considerable apoyo de Worldline, la compañía adquirente, a través de la experiencia en términos tecnológicos y financieros. Adicionalmente, otras ventajas a destacar son las sinergias generadas en términos de investigación y desarrollo, la capacidad de la compañía holding de diseñar diversas estrategias corporativas y su expertise en la ejecución de proyectos.

De todos modos, existen otros puntos débiles que pueden afectar a Ingenico, tales como la presión de la competencia, el aumento de las regulaciones y las prácticas poco éticas que pueden afectar a su actividad. En este sentido, la principal amenaza a la que está expuesta la empresa es la fuerte competencia con los principales jugadores del mercado. Más precisamente, existen grandes empresas que anteriormente se dedicaban al procesamiento de transacciones electrónicas y que ahora se encuentran expandiendo sus servicios. Entre los principales competidores de la empresa se pueden mencionar Total System Services y Adyen. Además, el desarrollo de nuevas tecnologías vinculadas a los medios de pago puede producir que una innovación rompa un mercado, amenazando constantemente con potenciales ingresos de nuevos jugadores al mercado. En resumen, la fuerte competencia podría afectar no solo la actividad de la empresa sino su participación de mercado.

4.1.2 Situación financiera de Ingenico

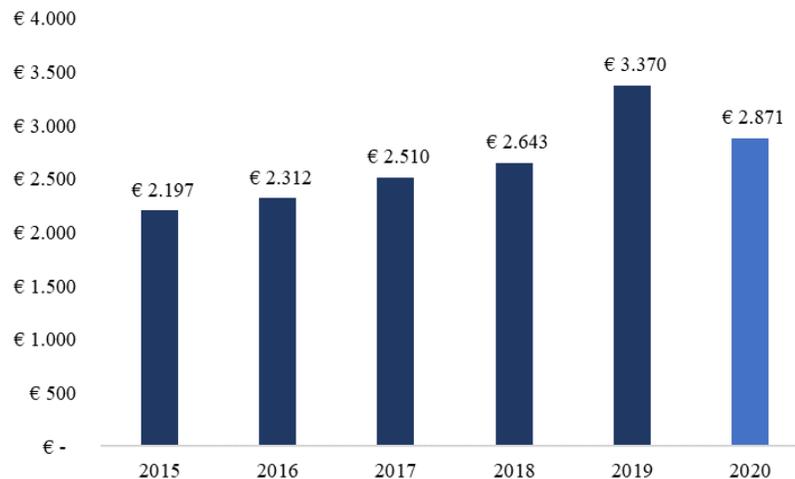
Evaluación desde el punto de vista de un inversor

En este apartado, se exhibe un resumen de la evolución de los principales indicadores de Ingenico. En primer lugar, para contextualizar la situación de la compañía se desarrolla un análisis de las siguientes variables: ventas en general y por segmento, EBITDA y EBITDA margin y niveles de deuda neta por año junto con los ratios de Deuda / EBITDA. Estos puntos que se estudian a continuación servirán como datos de soporte en el punto 4.5. donde se compara la evolución de precios de Ingenico y la empresa compradora, Worldline. Además, en dicho punto se observa el precio de Ingenico pre y post deal durante el mes de anuncio de su venta y cuáles son los motivos por los cuales se produce esta variación en el precio.

Evolución de ingresos y EBITDA

Inicialmente, como se muestra en la figura N° 17, se analizan las ventas o ingresos de Ingenico para el periodo histórico 2015 – 2020. En general, durante este periodo, la tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) de ventas es de un 5,5%. Sin embargo, en este cálculo se encuentra incorporado el año 2020, donde las ventas cayeron un 14,8% como motivo de la pandemia COVID-19. Si no se considerara dicho año, el CAGR entre 2015 y 2019 es del 11,3%. No obstante, es necesario considerar que los primeros 4 años del análisis, la industria se encontraba en su momento naciente. En 2019, ya las ventas exhiben un crecimiento notorio respecto al año anterior, alcanzando un 27,5%.

Figura N° 17 - Evolución de ingresos – Ingenico – en millones de Euros:



Fuente: elaboración propia

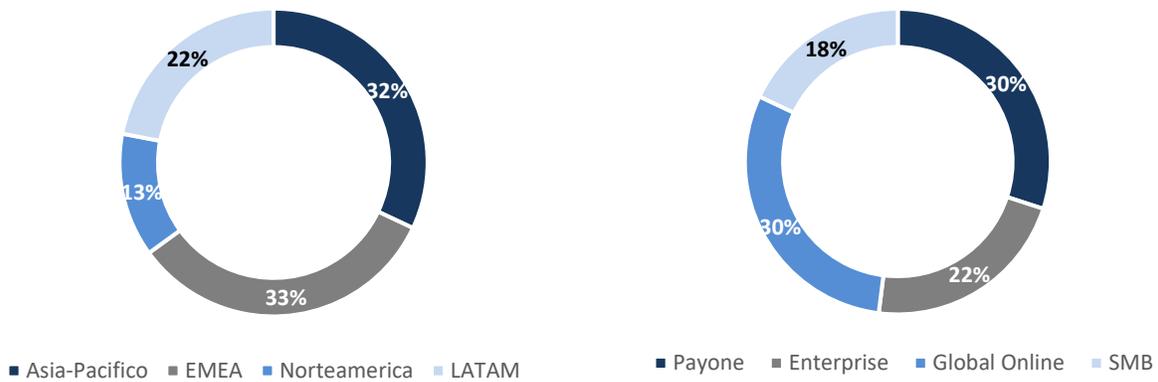
Ingresos por segmento - 2019:

A continuación, se presenta la participación de cada uno de los segmentos en el total de los ingresos de Ingenico para el año 2019 en términos relativos y en valores absolutos. Por un lado, los ingresos y EBITDA del segmento B&A fueron de € 1.451m y € 305m, respectivamente. Mientras que, por el otro lado, los ingresos y EBITDA de Retail, representaron € 1.919m y € 301m, respectivamente. Esto implica que la participación de B&A en los ingresos para el 2019 fue del 43% mientras que Retail fue el segmento más representativo con el 57% de los ingresos de Ingenico. En la figura N° 18 se observa la participación de cada región en los ingresos del segmento B&A a la izquierda y la participación de cada uno de los subsegmentos en el segmento Retail a la derecha. Asimismo, en la figura N° 19, se encuentra la evolución de EBITDA y EBITDA margin (%) para el período 2015 – 2020.

Figura N° 18 - Ingresos de Ingenico por segmentos – 2019:

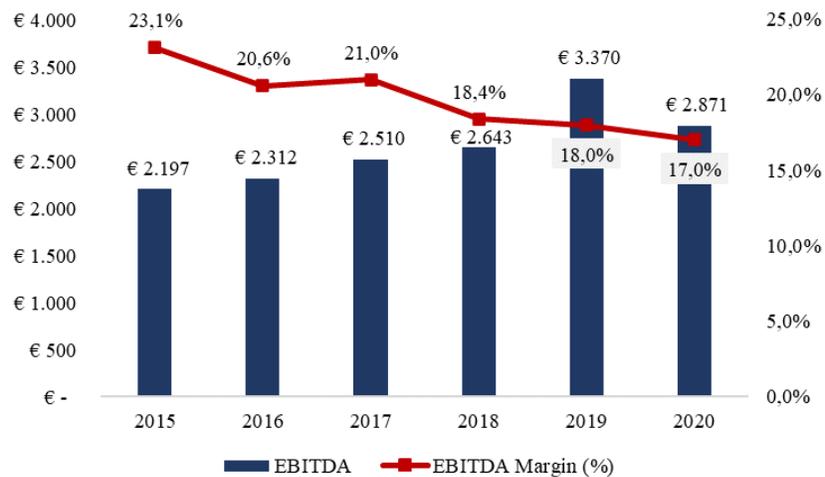
Ingresos B&A por región geográfica (%):

Ingresos Retail por línea de negocio (%):



EBITDA / ventas y evolución de deuda neta

Figura N° 19 - Evolución de EBITDA - Ingenico:

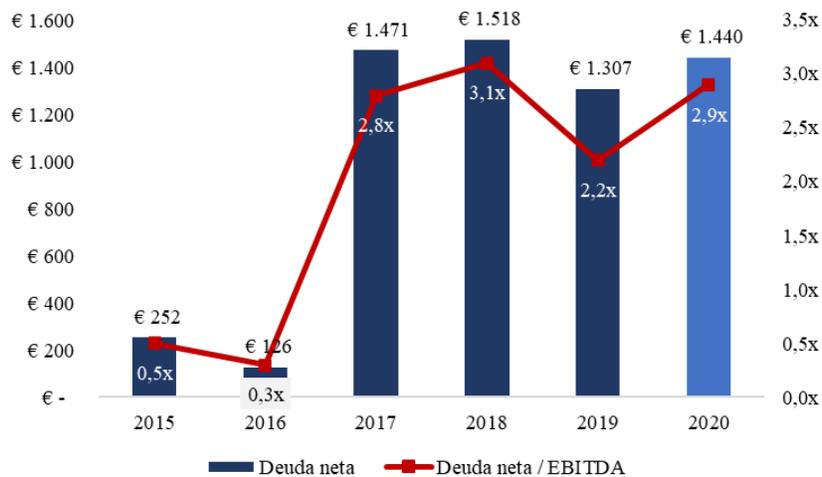


Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de Estados financieros de Ingenico Group (2019).

A continuación, se analiza el ratio deuda neta / EBITDA: esta relación es utilizada generalmente para analizar la capacidad de una empresa para pagar su deuda neta, es decir, hacer frente a todas las deudas financieras de la empresa descontando su caja, en base a su EBITDA, que como se conoce, son los ingresos operativos antes de gastos e ingresos por intereses, depreciaciones, provisiones, reducciones de valor e impuestos. Específicamente, a través de este ratio se puede calcular la cantidad de tiempo en años que le toma a la empresa pagar el total de su deuda. Lo que indica cualitativamente el índice es que cuanto mayor sea, más comprometida estará situación financiera de la empresa. A medida que la relación sea más alta, es probable que la toma de deuda por parte de la compañía tenga que ser realizada a una tasa de interés más alta por la mala calificación de riesgo por parte de organismos de crédito. En la figura N° 20 se observa la evolución de la deuda neta de Ingenico para el mismo período 2015 – 2020 como así también la evolución del ratio de Deuda Neta / EBITDA que permite analizar si la compañía se encuentra o no en niveles normales de endeudamiento.

Figura N° 20 - Evolución de Deuda neta:

En € millones



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de Estados financieros de Ingenico Group (2019).

Con relación a la figura N° 19, exceptuando el 2020 (año de la pandemia), se observa un crecimiento en las ventas, lideradas principalmente por el segmento Retail. Sin embargo, debido a un desempeño desfavorable del segmento Bank and Acquirers a nivel geográfico, principalmente en Europa, Medio Oriente y África, los costos y gastos de dicha unidad de negocio terminaron creciendo en un mayor porcentaje que las ventas totales, impactando negativamente en el EBITDA. Por estos motivos, se observa una baja en el EBITDA margin a pesar de haber logrado un incremento en las ventas. A su vez, en la figura N° 20 se observa que, si bien aumenta la deuda para inversiones de capital en 2017 y 2018, el ratio de Deuda neta / EBITDA muestra niveles aceptables de deuda. Resulta necesario aclarar que para el cálculo de la deuda neta se incluyen los intereses minoritarios en la deuda bruta, los cuales no se muestran en la deuda fija (Fixed debt) del Balance Sheet.

Para finalizar esta etapa del trabajo, habiendo hecho una descripción del negocio de Ingenico, sus segmentos, así como un análisis exhaustivo de sus principales indicadores financieros, se procede en la siguiente etapa a realizar una descripción de la compañía compradora, Worldline, tanto de su modelo de negocio, sus segmentos como de cuáles son las subsidiarias de la compañía.

4.2. Worldline, la compañía compradora:

Worldline SA era una compañía francesa basada en París, fundada en 1973 y que contaba con más de 21.000 empleados mundialmente. Esta compañía además de contar con más de 45 años de experiencia y de ser la líder europea en el sector de los pagos y servicios transaccionales, era el cuarto jugador a nivel global. Worldline se destacaba por ofrecer servicios innovadores que permitían a sus clientes ofrecer soluciones seguras y sostenibles al consumidor final. Asimismo, tuvo un rol preponderante en el mercado B2B2C (es decir, “Business to Business to Consumer”, que en otras palabras representa a un modelo de comercio electrónico en el que las empresas acceden a los clientes a través de otra empresa, pero pueden interactuar directamente con los clientes bajo su propia marca). Por otro lado, la empresa ofrecía servicios a los siguientes sectores: la banca tradicional, el transporte, el comercio minorista, la salud, los servicios financieros, los seguros, los medios de comunicación y las telecomunicaciones, entre otros.

En cuanto a su presencia geográfica, la empresa ofrecía sus servicios en más de 50 países. En los últimos años, la compañía incrementó su actividad de M&A, lo cual le ha permitido incrementar su presencia a nivel global. Más precisamente, con la adquisición de Ingenico, Worldline pudo ampliar sus operaciones en el mundo, posicionándose como líder en Europa y en Alemania, así como fortaleciendo su posición en Francia, Bélgica, Países Bajos, Luxemburgo, Suiza y Austria. A su vez, Worldline pudo expandirse aumentando su presencia en regiones con poca profundidad en el mercado de tarjetas de crédito, tales como los mercados emergentes de Asia y América Latina. En este sentido, Worldline lidera el mercado de procesamiento de pagos en India y el de software de pagos en la región Asia-Pacífico. Por otro lado, la compañía no solo logró fortalecer su posición en Europa y en mercados emergentes, sino que a través de la adquisición de empresas también se ha expandido en otros mercados como el de Estados Unidos.

Worldline proveía sus servicios basándose en un modelo de negocio flexible que se enfocaba en la atención de clientes a nivel global. En este sentido, la empresa realizaba sus operaciones a través de una estrategia en la que buscaba maximizar las economías de escala aprovechando el uso de determinadas herramientas, así como de prácticas estandarizadas y el uso eficiente de los recursos globales, para ofrecer servicios de alta calidad a precios competitivos. Al ser una compañía que constantemente se encontraba innovando, permitía colaborar con dichos clientes mejorando sus servicios y utilizar la tecnología para brindar nuevos, así como para crear nuevos mercados. Más específicamente, la empresa proveía soporte a sus clientes basado en contratos a largo plazo en los que, en primera instancia, planteaba una potencial solución y luego percibía ingresos en base al volumen de transacciones del cliente.

Worldline proveía soporte en toda la cadena de valor de los servicios de pago, ofreciendo una gran variedad de servicios de procesamiento de pagos y soluciones empresariales a instituciones financieras, comerciantes, empresas y organismos gubernamentales. Con respecto a sus segmentos, la compañía estaba separada en cuatro Líneas de Negocio Globales, las cuales ofrecían un conjunto de servicios y soluciones que mostraban interesantes oportunidades de crecimiento, y que conjuntamente formaban la base de la estrategia empresarial de la empresa. Específicamente, los servicios de Worldline se dividían en las siguientes categorías: Servicios comerciales, Servicios financieros, Servicios de Movilidad y de transacciones electrónicas y Terminales, soluciones y servicios.

En la presente etapa del trabajo se procede a describir cada una de las líneas de negocio globales mencionadas previamente. La primera de las líneas a destacar es la línea global de Servicios Comerciales, la cual incluye la adquisición comercial de negocios físicos u online en Francia y en el resto de Europa, cubriendo toda la cadena de valor a través de un enfoque integral del comercio minorista. Además de los mencionados previamente, los servicios para comerciantes que ofrece la empresa incluyen soluciones de terminales de pago, aceptación de pagos multicanal, tarjetas de marca privada y fidelización, comercio electrónico y móvil, y dinamización del comercio. Como se verá en el siguiente apartado del presente trabajo, esta línea de servicios exhibe la mayor proporción de ingresos dentro de las líneas de negocios globales, alcanzando un 45% de los mismos en 2020.

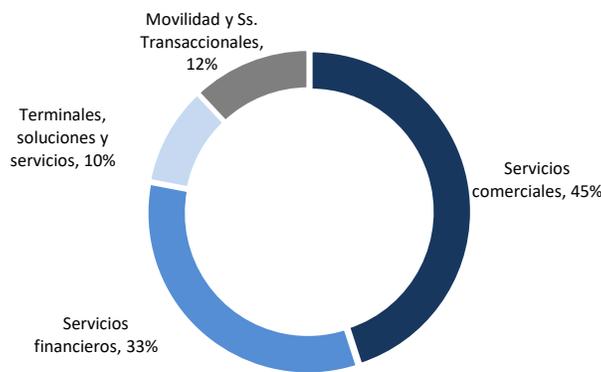
A continuación, se describe la línea global de negocios relacionada a los servicios financieros. Esta unidad de negocio está enfocada principalmente en bancos y otro tipo de instituciones financieras. El objetivo de esta es asegurar el procesamiento de transacciones, haciendo uso de la capacidad de procesar pagos a gran escala de la compañía y proporcionando continuamente innovaciones que apoyen modelos de precios alternativos, teniendo en cuenta al mismo tiempo nuevos medios de pago. Concretamente, Worldline ofrece servicios financieros como la gestión de datos bursátiles, centro de pagos, procesamiento de emisiones, servicios de habilitación digital, identidad y autenticación, gestión de cajeros automáticos, procesamiento de compras, gestión del riesgo de fraude, servicios financieros a través de APIs y soluciones de fidelización. Además, ofrece otros servicios como pagos inmediatos, back-office de procesamiento de pagos, banca abierta, servicios de compensación y liquidación, banca móvil, plataforma de banca digital y licencias de software de pago.

La tercera línea de negocios globales está vinculada a los servicios de movilidad y transacciones electrónicas, la cual no está solo vinculada a las transacciones de pago tradicionales, sino que brinda soporte a otras áreas y/o organismos como entidades gubernamentales y redes de transporte público. Más precisamente, entre los servicios a destacar de esta área se encuentran: el análisis de datos, emisión de tickets digitales, solución de centro de contacto a través de varios canales, supervisión de TI y de Internet de las Cosas (en inglés, Internet of Things), sistema de gestión de flotas, soluciones y servicios móviles. Worldline brinda este tipo de servicios a la banca tradicional, los servicios financieros, los seguros, el comercio minorista, el transporte, los servicios públicos y la sanidad, los medios de comunicación y las telecomunicaciones.

Por último, la línea de negocio Terminales, Soluciones y Servicios fue desarrollada luego de dividir a Ingenico en B&A (Banks & Acquirers), apoyada en el negocio de terminales de pago propio de Worldline. Esta línea de negocio provee servicios de terminales a los bancos y compradores, ofreciendo nuevos canales y soluciones de software personalizadas. Para continuar con la descripción de Worldline, se procede a detallar los ingresos de la compañía para el año 2020 segmentado tanto por las líneas de negocio descritas previamente como por región geográfica. En lo que respecta a las regiones, están divididas por la compañía en las siguientes: Sur de Europa, Norte de Europa, Europa Central y del Este, Américas y Asia – Pacífico.

En el año 2020, Worldline reportó ingresos por € 2.747,8, representando un incremento del 18,2% respecto al año 2019, donde los mismos fueron de € 2.324,6. Asimismo, el EBIT o margen operativo de la empresa en 2020 fue de 8,8%, un valor considerablemente menor al 17,3% del año 2019. Por otro lado, en lo concerniente al margen neto, este fue del 6% en 2020 también menor al mostrado en 2019, cuando alcanzó el 13,1%. Como se puede observar en la siguiente figura, los mayores ingresos de la compañía fueron generados por la línea de negocio Servicios comerciales representando el 45% de los mismos. La gran participación de este segmento en los ingresos puede estar explicado por la incorporación de SIX Payment Services en 2018, así como la compra de Ingenico en 2020. Además, los Servicios Comerciales fueron seguidos por los Ss. Financieros, la línea de negocio Movilidad y servicios transaccionales electrónicos y el segmento Terminales, Soluciones y Servicios, los cuales alcanzaron el 33%, 12% y 10%, respectivamente.

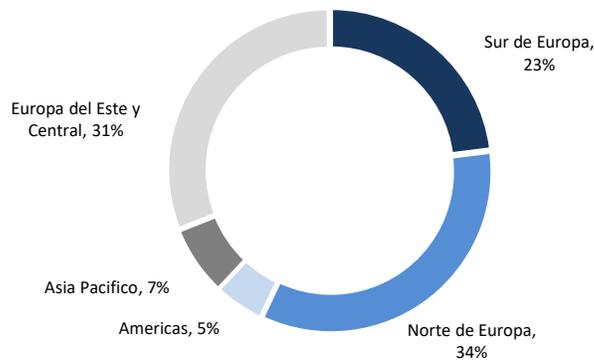
Figura N° 21 – Participación de cada unidad de negocio en los ingresos de Ingenico (2020):



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de reporte financiero anual de Worldline SA

En lo que respecta al análisis por región geográfica, en la figura siguiente se exhibe la participación en los ingresos de las siguientes regiones: Europa del Norte, Europa Central y del Este, Europa del Sur, Asia Pacífico y Américas.

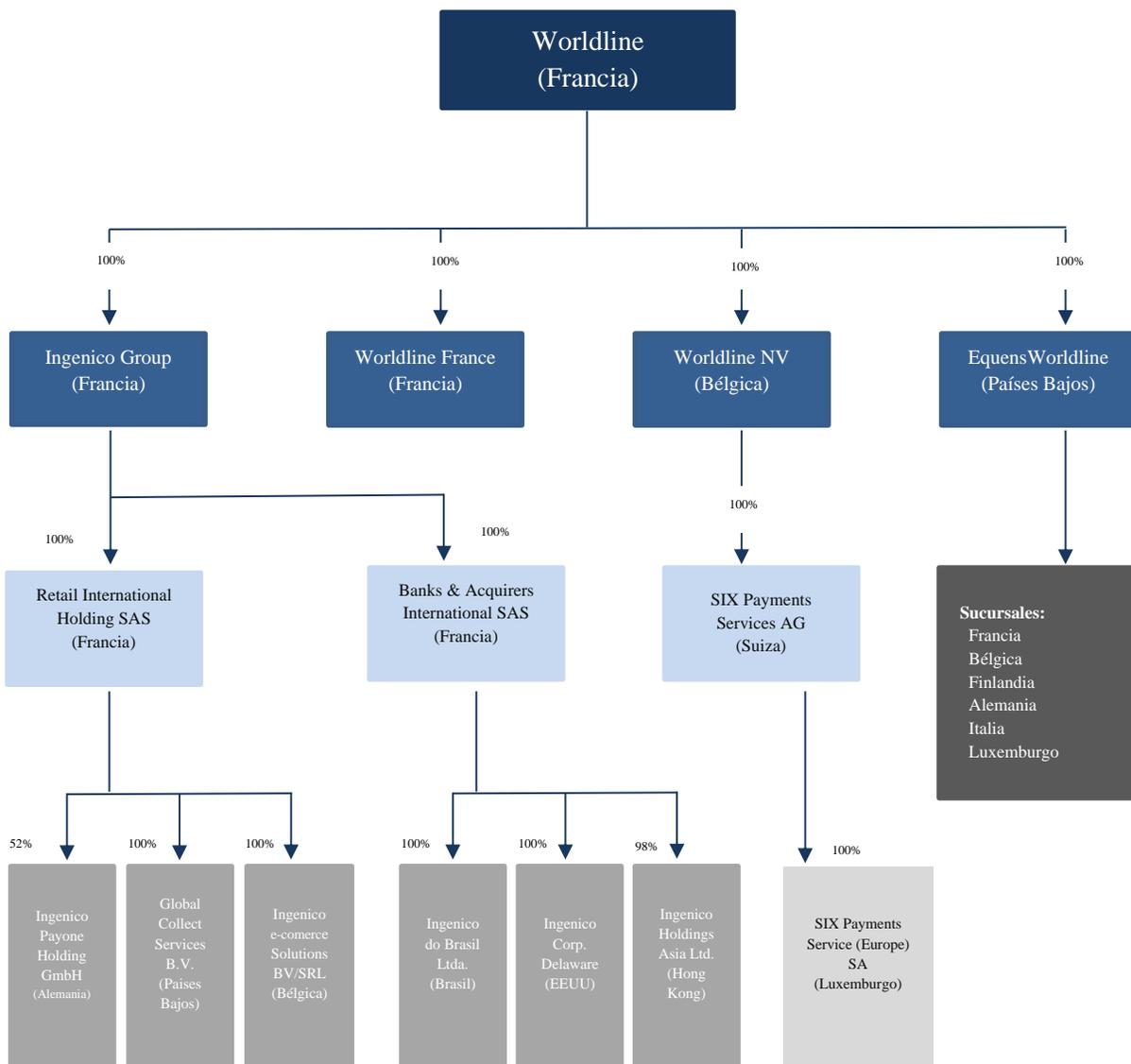
Figura N° 22 – Participación de cada región en los ingresos de Ingenico (2020):



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de reporte financiero anual de Worldline SA

Como se observa en el grafico anterior, Europa participa en casi el 90% de los ingresos de la compañía en 2020 , entre Europa del Sur, Europa del Norte, Europa Central y del Este. Es por ello que para lograr diversificar sus ingresos por región y así como para aumentar su participación de mercado, Worldline se ha mostrado muy activo en realizar adquisiciones de compañías que operen en el sector fintech. En lo que respecta a la actividad de M&A, la compañía ha estado muy activa, adquiriendo otras empresas tales como SIX Payment services, Axepta, Eurobank Merchant Acquiring Services y EquensWorldline, entre otras. Estas adquisiciones permiten reforzar su fortaleza europea y competir con los líderes mundiales de sector. En la siguiente figura, se exhibe la estructura propietaria a finales de 2020 para Worldline, con la ya incorporada Ingenico. En esta figura, el porcentaje de propiedad equivale al porcentaje de derechos de voto político.

Figura N° 23 – Estructura propietaria de Worldline (2020):



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de reporte anual de Worldline SA

4.3. Metodología de valuación

En el presente apartado se procede a explicar la forma de llevar adelante la valorización de una empresa, siendo en este caso Ingenico la compañía que compete al trabajo. El hecho de determinar el valor de una firma es una tarea compleja, que puede ser subjetiva, que requiere de ciertos supuestos y dependiendo cuales se utilicen, la misma puede arrojar diferentes resultados. Es por ello que resulta fundamental utilizar supuestos que sean lo más realistas y consistentes posibles a lo largo del modelo para lograr de esta manera un valor relativamente objetivo. No obstante, el hecho de que existan diferentes formas de alcanzar el valor de una compañía permite al analista tener un orden de magnitud y valores mínimos y máximos aproximados entre los que se puede encontrar la misma. A continuación, se procede a hacer una breve revisión de la literatura de los modelos utilizados en el trabajo para luego continuar con las valuaciones respectivas de la compañía target: Ingenico.

4.3.1 Valuación por DCF

El primer modelo de valuación a describir es el DCF o Discounted Cash Flows (que significa Flujos de fondos descontados). Básicamente, este modelo intenta traer flujos futuros al presente utilizando una tasa de descuento. De hecho, la valuación de la firma en este modelo depende fundamentalmente de los flujos proyectados, la tasa de descuento y la cantidad de años proyectados. Así, una modificación en cualquiera de estas tres variables puede afectar sustancialmente el valor obtenido al realizar la estimación. Entonces, para reducir ese margen de error se intenta utilizar supuestos que estén íntimamente relacionados con la industria y el activo/firma que se esté valuando.

Dependiendo del objetivo a la hora de realizar la valuación, se pueden estar descontando distintos tipos de flujos. La opción que se utilizará en el presente trabajo es la de descontar los comúnmente conocidos FCFE o Free Cash Flow to the Firm (que significa, flujos de fondos libres para la firma). El FCFE representa el monto obtenido luego de que se reste a los ingresos los gastos operativos tales como costos y gastos de comercialización y administración, el dinero neto invertido en bienes de capital, así como de impuestos, pero sin considerar la distribución de dividendos ni el pago de la deuda. Además, la tasa que se utiliza para conocer el valor firma de una compañía es la WACC o Weighted Average Cost of Capital (Promedio ponderado del costo del capital). La ponderación del costo de capital se obtiene a través del análisis de la estructura de capital de la firma, donde se estudia que porcentaje de la misma está representada por la deuda y cual por el equity (Machinea, 2020).

Hasta el momento se han descrito dos de las tres variables más relevantes del método de valuación por DCF. Sin embargo, queda pendiente explicar el valor terminal. Como los flujos no se pueden estimar indefinidamente, el valor terminal toma como supuesto que los flujos de fondos libres para la firma crecerán a una tasa perpetua (g) utilizada para después del período proyectado. Sin embargo, un movimiento pequeño de esta tasa podría afectar fuertemente el valor de la firma, con lo cual lo recomendado es utilizar una tasa baja que se encuentre en línea con el crecimiento general de la economía.

Finalmente, habiendo descrito cualitativamente cuales son las variables que contribuyen a definir el valor de una compañía, se procede a detallarlas en términos matemáticos en las siguientes figuras:

Figura N° 24 - Flujo de fondos libres para la firma (FCFF):

$$FCFF = EBIT * (1-T) + DA - \Delta WK - CAPEX$$

Donde: EBIT = Margen operativo; T = Impuestos; ΔWK = Variación del Capital de trabajo; CAPEX = necesidades de inversión en bienes de capital

Figura N° 25 - Promedio ponderado del costo del capital (WACC):

$$WACC = \frac{E}{D+E} * Ke + \frac{D}{D+E} * Kd * (1-T)$$

Donde E = Equity o capitalización de mercado; Ke = Costo del equity; D = Deuda neta; Kd = Costo de la deuda; T = Impuestos

Figura N° 26 - Valor terminal:

$$\text{Valor terminal} = \frac{FCFF * (1+g)}{WACC - g}$$

Donde g = tasa de crecimiento a perpetuidad

Finalmente, teniendo estas variables relevantes representadas en las figuras anteriores, se procede a detallar el valor firma conocido normalmente como Enterprise Value.

Figura N° 27 - Valor firma:

$$\text{Valor firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n}{(WACC-g) * (1+WACC)^n}$$

Nota: formulas recogidas de Machinea (2019). *Notas de clase – MFIN UTDT*

4.3.2. Valuación relativa

Como lo indica su nombre, el método de valuación relativa consiste en obtener el valor de la compañía objetivo, en este caso Ingenico, en base a un análisis de múltiplos financieros de empresas comparables. Es decir, a diferencia del modelo anterior, en el que se hacían proyecciones de flujos futuros y se los traía al presente a través de una tasa de descuento, en este caso se realiza un análisis de transacciones pasadas dentro de la industria en la que opera la compañía que se desea valorar. De todos modos, ello no implica que un modelo sea superior al otro, sino que ambos resultan de utilidad para determinar rangos máximos y mínimos de valuación.

La realización de una valuación relativa consiste primordialmente en definir cuáles serán las empresas comparables con la compañía target. Estas compañías deberán encontrarse en el mismo segmento de mercado y proveer los mismos o similares servicios. Sin embargo, puede resultar complejo encontrar empresas que hagan exactamente la misma actividad, con lo cual, es necesario ampliar de a poco el alcance de la búsqueda de estas empresas para, por un lado, obtener más resultados y por el otro, para validar que se desempeñen en la misma industria. Además de que sean comparables en términos de servicio brindado, suele ocurrir que se busquen empresas con un rango similar de resultados financieros (tamaño de ventas, EBITDA, etc.) o con presencia en determinada región geográfica.

Una vez obtenidos los indicadores financieros de las comparables tales como ventas, EBITDA, Net Income, estos se transforman en múltiplos para permitir de esta manera estandarizar la unidad de medida. Para cada uno de los múltiplos financieros: EV / EBITDA, EV / EBIT, EV / Ventas, P/E, y P/Book Value, entre otros, se calcula la media y la mediana para tener una medida aproximada del múltiplo de la industria. Es importante resaltar que comparar la compañía target respecto solo a una compañía, sin haber considerado la media y mediana de la industria, puede arrojar resultados erróneos ya que la transacción en cuestión pudo haberse pagado sustancialmente más alto o bajo que la media del mercado. Si llegara a ocurrir que existan valores muy por encima o muy por debajo de los valores normales que indica la industria, estos múltiplos deberían ser excluidos de la valuación. Para finalizar con la valuación, se multiplica cada uno de los indicadores de la compañía target con los múltiplos obtenidos y se establecen el valor medio, así como los valores extremos de la compañía.

Dentro de las ventajas de este tipo de valuación, se puede mencionar que sirve para tener un valor aproximado de una forma relativamente rápida, sin necesidad de hacer proyecciones financieras ni muchos supuestos, permitiendo tener una rápida aproximación de los valores de la industria. De todos modos, la valuación relativa muestra su contracara en el sentido que puede ser una medida que no se aproxime tanto al verdadero valor de la firma. En momentos donde el mercado está pagando múltiplos muy caros, puede resultar en una sobrevaluación de la compañía target pudiendo no haber fundamentos sólidos detrás para justificar la valuación.

4.4. Valuación de Ingenico Group

4.4.1. Valuación por DCF

A continuación, se procede a realizar el análisis de flujos de fondos descontados de la compañía target de la transacción, Ingenico Group. El primer paso de esta etapa del trabajo consiste en definir los supuestos utilizados para las variables más relevantes involucradas en la valuación. Luego de describir como se estiman cada una de las variables, se continua con el estudio del promedio ponderado del costo del capital (WACC). En tercera instancia, se presenta el flujo de fondos descontados con cada una de las variables que forman parte de este. Para finalizar el análisis de DCF, se presenta una tabla resumen con el valor firma obtenido para la compañía, así como el Equity value y el precio por acción. Habiendo descrito como se lleva adelante la valuación de la compañía, se explica el proceso paso por paso.

Comenzando por la primer etapa de la valuación, se procederá a describir las variables que mayormente afectan al valor de la compañía, entre ellas: crecimiento de ventas y costos asociados, gastos operativos y administrativos, CAPEX, depreciaciones y amortizaciones. Sin embargo, es necesario mencionar que los supuestos han sido precisamente detallados en el Apéndice, apartado de Supuestos: Proyección de variables para cada uno de los estados financieros de Ingenico Group. Asimismo, cada uno de los estados financieros se encuentran en el Apéndice al final del trabajo: Income Statement, Balance Sheet y Cash Flow. *Ver Apéndices 8.1, 8.2, 8.3 y 8.4.*

Comenzando por el crecimiento de las ventas para el período proyectado (2021-2025), estas se estiman constantes para los 5 años de valuación. El valor estimado se obtiene de realizar un promedio histórico de los años detallados en la valuación (2018-2020). Se considera que esta proyección es conservadora, ya que previo al 2020, año de la pandemia por COVID-19, el crecimiento de las ventas había alcanzado casi un 28%. Dicho de otra manera, la estimación en el crecimiento de ventas de 16,5% para el periodo proyectado exhibe un 10% de crecimiento inferior al obtenido en 2019, año previo a la pandemia. Es por este motivo que se considera una proyección conservadora.

En lo que respecta a los costos de bienes vendidos y costos generales de administración y de comercialización, se ha tomado el mismo criterio que para la proyección de ventas. Es decir, tanto para COGS como para SGA expenses, se toma el promedio histórico de ambas variables, siendo 63,2% y 25,2%, respectivamente. Consecuentemente, los costos y dichos gastos representan un considerable porcentaje de los ingresos de Ingenico alcanzando un 88,4% implicando un margen operativo de 11,6% para todo el período estimado. Analizando la evolución de los Estados de Resultados históricos (2018-2020), es relevante mencionar que tanto los COGS como los SGA se han mantenido relativamente estable, por lo que la proyección se puede decir representativa de la estructura de costos y gastos de Ingenico.

Respecto a las inversiones de capital (CAPEX), sus proyecciones también pueden ser observadas en el apéndice, más precisamente en el Cash Flow Statement. En este caso, se calcula la participación del CAPEX en el margen operativo de Ingenico para el periodo histórico analizado (2018 – 2020). Luego se toma un promedio de estos tres años, el cual es proyectado para los 5 años de estimación, representando un 46,4% del margen operativo (EBIT). Es relevante destacar que la compañía, al estar en pleno proceso de crecimiento, realice inversiones que crezcan a un ritmo mayor que las ventas. En este caso, lo que se

menciona previamente solo ocurre en el primer año de estimación (2021) donde el CAPEX crece al 41,3%. Sin embargo, a partir de 2022 se estabiliza y crece al mismo ritmo que las ventas, 16,5% aproximadamente.

Por su parte, las depreciaciones también se calculan tomando la participación de las mismas en el margen operativo y haciendo un promedio de los tres años históricos dentro del Estado de Resultados. Como es de esperar, el crecimiento de estas sigue un comportamiento similar al CAPEX para los años proyectados. Por último, en relación con los costos impositivos, se ha tomado el impuesto a las ganancias vigente en el país donde se encuentra basada Ingenico, el cual es Francia, que actualmente es del 25% y toma como base imponible el margen operativo (o EBIT) de las empresas. Esta tasa impositiva puede verse detallada en el segmento Income Statement del Apéndice ubicado al final del trabajo. *Ver Apéndice 8.2.*

Cálculo de la WACC para la valuación DCF

Luego de haber descrito como se proyectan algunas de las principales variables, se procede a explicar el criterio utilizado para el cálculo de la WACC. Como se explicó anteriormente, esta tasa de descuento sirve para traer al presente los flujos futuros calculados para la firma. Como esta tasa es un promedio ponderado del costo del capital, se debe calcular por un lado el costo del Equity y por el otro el costo de la deuda multiplicados por sus participaciones respectivas dentro de la estructura de capital de Ingenico. Entonces, se procede a calcular en primera instancia el costo del equity, K_e , que no es otra cosa que algo equivalente a la fórmula del CAPM: $R_f + \beta (E(R_m) - R_f)$ donde R_f es la tasa libre de riesgo, $E(R_m)$ el retorno esperado de mercado y β la covarianza de Ingenico con el mercado. Para obtener el β de Ingenico, se realiza un listado de empresas comparables, se toman los β apalancados (levered) de cada uno y se desapalancan quitando su estructura de capital.

A continuación, se detallan las compañías comparables utilizadas para calcular el β , así como también el Equity y la deuda neta de cada una de estas empresas, necesarias para calcular la estructura de capital de cada una.

Tabla N° 1 – Indicadores financieros de empresas comparables

En € millones

Nombre de la empresa comparable	Equity Value	Firm Value	Financials al momento del Deal				
			Ventas	EBITDA	EBIT	Net Inc.	Net Debt
Cerved Group S.p.A.	\$1.992	\$2.585	\$397	\$161	\$95	\$261	\$594
Getnet Adquirencia e Servicos para Meios de Pagamento S.A.	\$2.165	\$2.299	\$366	\$128	\$77	\$143	\$134
Fiserv (NAS: FISV)	\$63.835	\$81.308	\$12.142	\$3.764	\$1.236	\$783	\$17.472
Paysafe Group Holdings Ltd.	\$3.590	\$4.516	\$1.266	\$363	\$104	(\$104)	\$926
Paya, Inc.	\$633	\$1.032	\$181	\$28	\$8	\$2	\$399

Fuente: elaboración propia

En la siguiente tabla, se puede observar la estructura de capital de cada empresa, el Beta levered y el Beta unlevered, es decir, el Beta luego de haberle quitado la estructura de capital de la empresa comparable.

Tabla N° 2 – Calculo del Beta desapalancado:

Nombre de la empresa comparable	Debt/ Tot Cap	Deuda / Equity	Beta Apalanc.	Tasa Imp. (%)	Beta Desapal.
Cerved Group S.p.A.	23%	30%	1,36	28%	1,12
Getnet Adquirencia e Servicos para Meios de Pagam	6%	6%	0,81	34%	0,78
Fiserv (NAS: FISV)	21%	27%	0,81	23%	0,67
Paysafe Group Holdings Limited	21%	26%	1,45	19%	1,20
Paya, Inc.	39%	63%	0,12	21%	0,08
Mediana	21%	27%	0,81	25%	0,78
Media	22%	30%	0,91	26%	0,77
Ingenico Group					
Diciembre 2019	20%	25%	1,06	25,0%	0,89

Fuente: elaboración propia

Una vez obtenida la media del β de empresas comparables, se vuelve a apalancar con la estructura de capital actual de Ingenico, obteniendo de esta manera el β reapalancado. Con este valor, utilizando la tasa libre de riesgo de 1,1% y el Equity risk premium tomado de Damodaran se procede a calcular el costo del equity. Es decir, $K_e = R_f + \beta * ERP$. Reemplazando con los valores obtenidos anteriormente, se arriba a un $K_e = 5,84\%$. Por otro lado, se toma como costo de la deuda el promedio de tasa a la que Ingenico emitió deuda (bonos de mayo 2014 y septiembre 2017). En la figura siguiente se pueden observar los datos mencionados anteriormente y el cálculo del costo ponderado del capital.

Tabla N° 3 - Calculo de la WACC:

Calculo WACC:	
Beta media Comps	0,77
D/E Ingenico	25%
Tax	25%
Beta Levered	0,91
Kd	2,50%
Ke	5,84%
Risk free (Rf)	1,10%
Beta Levered	0,91
Equity Risk - Premium	5,20%
WACC	5,06%

Fuente: elaboración propia

Resultados de valuación por DCF

Una vez realizadas las proyecciones y calculado el costo promedio ponderado del capital (WACC), se procede a estimar el flujo de fondos libre para la firma (FCFF) a los hechos de que puedan ser descontados para obtener el valor firma. En el cálculo del FCFF están contempladas las siguientes variables: depreciaciones y amortizaciones, inversiones en bienes de capital y la variación en el capital de trabajo. Entonces, como se definió anteriormente, el $FCFF = EBIT * (1-T) - CAPEX +/- Variación del WK$. Además, se supone una tasa de crecimiento perpetuo (g) del 1,8% como supuesto para calcular el valor terminal de la compañía. Asimismo, para traer estos flujos de fondos al presente, se utiliza la tasa de descuento obtenida: $WACC = 5,06\%$. Para el cálculo del valor terminal, se toma el ultimo flujo libre de fondos, en este caso, € 375 millones, haciéndolo crecer a la tasa de largo plazo supuesta en 1,8% y se lo descuenta por la WACC de 5,06% menos la tasa de crecimiento de largo plazo mencionada previamente, alcanzando un valor terminal de € 11.707 millones.

Tabla N° 4 - Valuación de Ingenico por DCF:

En € millones

Ingenico - Analisis DCF								
En millones de euros								
	Datos históricos			Proyecciones financieras				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos	\$2.643	\$3.370	\$2.871	\$3.344	\$3.896	\$4.539	\$5.288	\$6.160
Crecimiento anual %		27%	-15%	16%	16%	16%	16%	16%
EBITDA	\$487	\$607	\$490	\$588	\$667	\$759	\$866	\$991
Margen de EBITDA %	18%	18%	17%	18%	17%	17%	16%	16%
Ingreso operativo	\$326	\$364	\$322	\$387	\$451	\$525	\$612	\$713
Margen de EBIT %	12%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	12%
Menos: Impuestos sobre EBIT	\$(51)	\$(52)	\$(55)	\$(97)	\$(113)	\$(131)	\$(153)	\$(178)
Ingreso operativo despues de impuestos	\$275	\$312	\$267	\$290	\$338	\$394	\$459	\$534
Reinversion = DA - CAPX +- Var. WK	\$(13)	\$(61)	\$(131)	\$(87)	\$(101)	\$(118)	\$(137)	\$(160)
Free Cash Flows	\$262	\$250	\$137	\$203	\$237	\$276	\$322	\$375
Valor terminal								\$11.707
Total Free Cash Flows			\$137	\$203	\$237	\$276	\$322	\$12.082
Años de descuento				1	2	3	4	5
Factor de descuento				0,9518	0,9060	0,8624	0,8208	0,7813
DCF de Free Cash Flows @ 5,060%	\$1.204		\$0	\$194	\$215	\$238	\$264	\$293
DCF de Valor terminal @ 5,060% WACC	\$9.147							\$9.147
Total DCF (Enterprise Value)	\$10.351							

Fuente: elaboración propia

Un dato relevante para analizar de la anterior tabla es que se observa que los ingresos se redujeron en un 15% para Ingenico en 2020. A priori sería esperable que con el advenimiento de la pandemia por COVID-19, los ingresos hubieran aumentado para esta empresa y para el segmento en fintech en general. Sin embargo, los ingresos de Ingenico no sólo dependen de las transacciones que realizan las personas a través del e-commerce sino también de los comercios. Específicamente, Ingenico tiene un gran segmento denominado Retail en el que provee procesamientos de transacciones y otro tipo de servicios, tanto online como en comercios físicos. Es por este motivo que, al reducirse la cantidad de transacciones en los comercios, los ingresos de la compañía se vieron afectados. Finalmente, con los supuestos mencionados y los datos obtenidos, se utiliza un factor de descuento para cada flujo dependiendo al año que corresponda de tal modo de traerlos a valor presente y a través de la suma de estos flujos descontados, se obtiene el valor firma de la compañía, que como se detalla en la anterior tabla, da como resultado € 10.351.

En la tabla siguiente se exhibe un resumen de la valuación por DCF de Ingenico, donde no solo se muestra el valor firma de la compañía (Enterprise value), sino que luego de descontar la deuda neta, se obtiene el Equity value. Cuando este valor es dividido por el total de acciones en circulación, se obtiene el precio por acción que surge de valorar la compañía por flujos de fondos descontados. Asimismo, se muestra el detalle de los supuestos de tasa de crecimiento perpetua de la compañía (g) y de la WACC como se mencionó anteriormente. Para culminar, se exhibe el detalle de la deuda bruta, la caja e intereses minoritarios que permiten obtener la deuda neta, necesaria para la obtención del Equity value recientemente expuesto.

Tabla N° 5 - Resumen de la valuación por DCF:

Calculo DCF	
VPN de Free Cash Flows	\$1.204
VPN de Terminal Val.	\$9.147
Enterprise Value	\$10.351
Menos Deuda Neta	\$(1.440)
Equity Value	\$8.910
Acc. en circ. (en Mill.)	62,4
Precio por acción.....	\$142,75
Supuestos de valuación	
Tasa WACC	5,06%
Tasa de crec. de largo plazo	1,80%
Deuda total	\$1.879
Caja e inversiones de corto plazo	\$(697)
Intereses minoritarios	258
Deuda Neta	\$1.440

Fuente: elaboración propia

4.4.2 Valuación relativa por múltiplos

El método de valuación relativa permite obtener rápidamente el valor de una compañía al tomar cocientes comúnmente utilizados en finanzas corporativas. De todos modos, si bien resulta útil como medida de valor no debe ser tomada como la valuación verdadera de una compañía ya que los múltiplos pueden estar sesgados a un determinado momento del mercado en el cual está sobrevaluado o subvaluado. Para valuar Ingenico a través del método de valuación relativa, en primera instancia se seleccionó un grupo de empresas comparables y múltiplos para realizar el análisis. Para la elección de empresas comparables se toma como criterio empresas que desarrollen sus actividades en la industria fintech, que sean compañías públicas, que tengan un valor firma mayor a € 1.000 millones y que haya sido el target de un deal en los años previos al deal (período 2017 – 2020). Además, los múltiplos elegidos para valuar a Ingenico son: EV / Ventas, EV / EBITDA y EV / EBIT.

A partir de lo comentado en el párrafo anterior, se presenta la siguiente tabla con los múltiplos de valuación correspondientes:

Tabla N° 6 – Indicadores financieros y múltiplos de empresas comparables:

Nombre de la empresa comparable	Equity Value	Firm Value	Financials al momento del Deal			Múltiplos de Enterprise Value		
			Ventas	EBITDA	EBIT	Ventas	EBITDA	EBIT
Cerved Group S.p.A.	€ 1.992	€ 2.585	€ 397	€ 161	€ 95	6,5x	16,1x	27,2x
Getnet Adquirencia e Servicos para Meios de Pagamento	€ 2.165	€ 2.299	€ 366	€ 128	€ 77	6,3x	18,0x	29,8x
Fiserv (NAS: FISV)	€ 63.835	€ 81.308	€ 12.142	€ 3.764	€ 1.236	6,7x	21,6x	65,8x
Paysafe Group Holdings Limited	€ 3.590	€ 4.516	€ 1.266	€ 363	€ 104	3,6x	12,5x	43,5x
Paycom Software Inc.	€ 633	€ 1.032	€ 181	€ 28	€ 8	5,7x	36,3x	121,8x
Mediana	€ 2.165	€ 2.585	€ 397	€ 161	€ 95	6,3x	18,0x	43,5x
Media	€ 14.443	€ 18.348	€ 2.870	€ 889	€ 304	5,8x	20,9x	57,6x
Ingenico Group								
Diciembre 2019 - valor de mercado	€ 7.147	€ 8.899	€ 2.871	€ 490	€ 322	3,1x	18,2x	27,6x

Fuente: elaboración propia

En este punto, es necesario mencionar que el criterio de selección de empresas comparables si bien sigue determinado criterio previamente explicado, este puede ser subjetivo. Esa subjetividad en la selección de empresas comparables puede afectar los distintos múltiplos financieros y la consecuente valuación de Ingenico. Por ello, es necesario tener cierta seguridad respecto a las compañías con las cuales comparar. Dicho esto, una vez obtenidos los múltiplos de valuación: Ventas, EBITDA y EBIT para cada una de las empresas, se calcula la media y mediana de la industria. Es decir, a la hora de valuar una firma se toma la media o mediana de un múltiplo como los mencionados previamente y se lo multiplica por el valor correspondiente de Ingenico. Por ejemplo, si se quisiera valuar el valor firma implícito de Ingenico utilizando la media del múltiplo de ventas, se deberían multiplicar las ventas de Ingenico por la media obtenida en la tabla anterior, en este caso, 5,8x.

Tabla N° 7 - Valuación de Ingenico basado en múltiplos de empresas comparables:

Valuación según múltiplos comparables	Ventas	EBITDA	EBIT
Resultados financieros Ingenico	€ 2.871	€ 490	€ 322
Mediana Industria	6,3x	18,0x	43,5x
Media Industria	5,8x	20,9x	57,6x
Enterprise value implícito según mediana	€ 18.028	€ 8.801	€ 13.994
Enterprise value implícito según media	€ 16.507	€ 10.233	€ 18.544

Fuente: elaboración propia

En la figura anterior se exhibe un resumen de la valuación relativa de Ingenico utilizando diferentes múltiplos. Por ejemplo, si se quisiera valorar la compañía a través de la media de ventas de la industria, multiplicándola por las ventas de Ingenico, el valor firma en ese caso sería de € 16.507 millones. A continuación, se presentan dos tablas que determinan el ranking del Enterprise value según los diferentes múltiplos analizados. Asimismo, se incluye la valuación por DCF obtenida como una medida más de comparación. La primera tabla corresponde al ranking de mediana de empresas comparables y la segunda, a la media de comparables. Es importante mencionar que la valuación por DCF se encuentra dentro del rango establecido por la valuación relativa en ambas tablas.

Tabla N° 8 - Comparación de Valuación por DCF versus mediana de múltiplos de Comparables:

Enterprise Value según mediana de diferentes múltiplos		
Rango	Tipo de Valuación	Valuación en €m
Mínimo	EV / EBITDA	€ 8.801
	DCF	€ 10.351
	EV / EBIT	€ 13.994
Maximo	EV / Ventas	€ 18.028

Fuente: elaboración propia

Tabla N° 9 - Comparación de Valuación por DCF versus media de múltiplos de Comparables:

Enterprise Value según media de diferentes múltiplos		
Rango	Tipo de Valuación	Valuación en €m
Mínimo	EV / EBITDA	€ 10.233
	DCF	€ 10.351
	EV / Ventas	€ 16.507
Maximo	EV / EBIT	€ 18.544

Fuente: elaboración propia

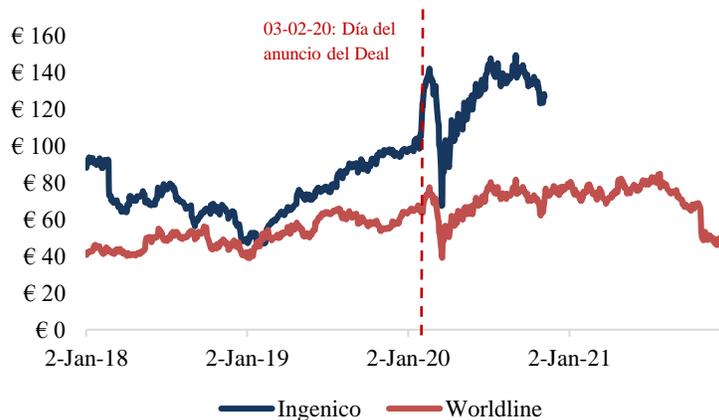
4.5. Cotización de Ingenico y Worldline en el mercado

Evolución del precio de Ingenico y Worldline:

Habiendo hecho un análisis sobre los principales indicadores de Ingenico y verificada su buena salud financiera en términos de ventas, márgenes y niveles de endeudamiento a lo largo de la descripción de la compañía, en este apartado se procede a llevar a cabo un estudio sobre el comportamiento de Ingenico en el mercado de capitales hasta ser deslistada en noviembre de 2020. Asimismo, se compara el comportamiento de su precio respecto al de la compradora, Worldline. Particularmente este apartado puede ser de utilidad para el punto de vista del inversor, ya que no solo se analiza la evolución del precio de estas dos empresas participantes en el deal, sino que se estudian sus correlaciones históricas y su reacción frente a un shock exógeno como es el COVID – 19. A su vez, el estudio cuenta con la descripción del deal y el precio pagado por Worldline respecto a la valuación por DCF para analizar si la compañía target está sub o sobrevaluada. En última instancia, se evalúa si la adquisición de Ingenico por parte de Worldline es Earnings Accretive o Dilutive a través de un análisis de ratios Price / Earnings y del precio pagado en relación con su fair value.

Figura N° 28 - Evolución de precios de Ingenico y Worldline (2018 – 2021):

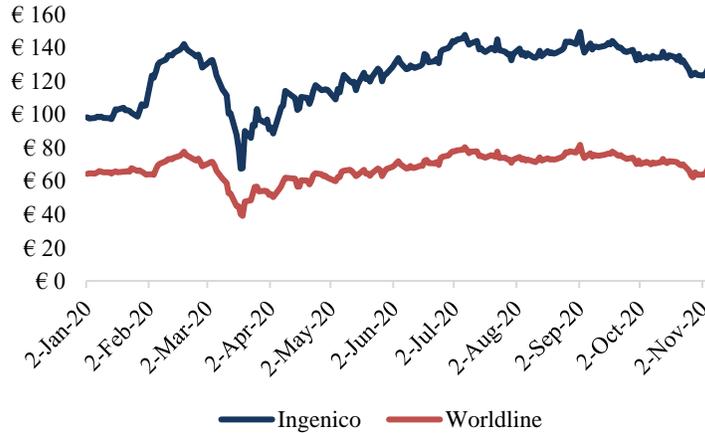
En euros



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de cotización histórica de ambos activos.

Derivado de la figura anterior, se analizan los retornos de cada una de las empresas. En ese sentido, el promedio anual de Ingenico desde enero 2018 hasta noviembre 2020 es del 22% mientras que para Worldline es del 27% para el mismo periodo. Sin embargo, si se toma en cuenta esta variable para Worldline hasta noviembre 2021, el retorno promedio anual se reduce considerablemente a 12%. Por otro lado, la correlación entre ambas es de 0,6, es decir que el 60% de las veces, sus acciones se mueven en el mismo sentido, algo que resulta lógico por desempeñarse en la misma industria. Asimismo, los dos activos parecen moverse relativamente parecido al mercado, tomando como proxy del mercado al CAC 40 Paris Index ya que los Betas de Ingenico y Worldline respecto a este índice son 1,06 y 1,09, respectivamente. Con relación a la caída del precio por la pandemia COVID-19, ambos activos mostraron comportamientos similares ya que, desde el 20 de febrero al 19 de marzo, la caída de Worldline fue del 48% mientras que la de Ingenico fue del 52%. En la siguiente figura se exhiben las mismas variables, pero exclusivamente para el año del deal. Ver Apéndice 8.5.

Figura N° 29 - Evolución de precios de Ingenico y Worldline (2020):



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de cotización histórica de ambos activos.

La transacción - Descripción del deal:

Respecto a los detalles de la transacción, con la adquisición de Ingenico, el grupo también ha añadido a su cartera un gran negocio de terminales de punto de venta (o de tienda) a nivel mundial. A un mayor nivel de detalle, la empresa fue adquirida por € 7.632 millones el 28 de octubre de 2020. La transacción consistió en un 81% de acciones y un 19% de efectivo. Previamente, Worldline S.A. (ENXTPA:WLN) había acordado adquirir Ingenico Group - GCS (ENXTPA:ING) por € 7.682 millones en febrero de 2020. Según los términos de la oferta pública, los accionistas de Ingenico recibirían a través de una oferta primaria, 11 acciones de Worldline y € 160,5 en efectivo por 7 acciones ofrecidas. A continuación, en la table N° 5 se presentan mayores detalles de la transacción:

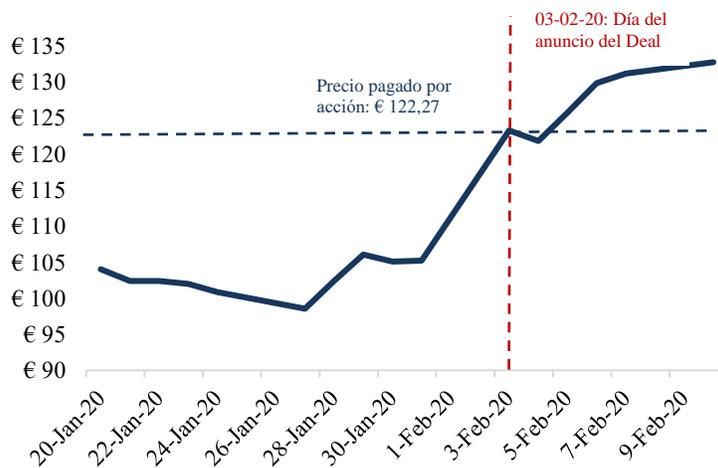
Tabla N° 10 - Precio pagado en el deal de Ingenico:

Precio pagado en el Deal	
Precio pagado por acción de Ingenico:	
€ 160,5 + 11 Shares Worldline P. Worldline / 7 acciones Ingenico	
Precio pagado por acción de Ingenico:	€ 122,27
Precio Worldline día anterior:	€ 63,22
Price per Share	€ 122,27
Shares Outstanding (MM)	62,4
Equity Value	€ 7.632,09
Deuda neta (incluye total minority interests)	€ (1.440,20)
Enterprise Value implícito del Deal	€ 9.072,29
Precio por Acción según DCF	€ 142,75
Precio por Acción pagado en el deal	€ 122,27
Precio por Acción en mercado día previo al deal	€ 105,20
Fair value por DCF > Precio pagado en un:	17%
Prima pagada: P pagado en el deal > P Mercado en:	16%

Fuente: elaboración propia.

Como se puede observar en la tabla anterior, la adquisición de Ingenico por parte de Worldline fue realizada a un precio menor de lo que resultó el precio alcanzado en el apartado de valuación por DCF del presente trabajo. Esto implica que Worldline tiene espacio para generar mejoras que le permitan agregar valor a su compañía, ya que adquirió Ingenico por un valor menor a lo que efectivamente vale según el estudio previo valuado por flujo de fondos. A continuación, en la figura N° 30, se observa la reacción del precio de Ingenico al anuncio de su adquisición por parte de Worldline. Si bien se observa un cambio positivo en el precio los días posteriores al anuncio de la potencial compra de la compañía, se puede ver que desde el 31 de enero el precio de Ingenico subió fuertemente de € 105,2 a € 123,25 el 3 de febrero, lo que puede implicar una posible internalización de la información por parte del mercado en el precio de Ingenico.

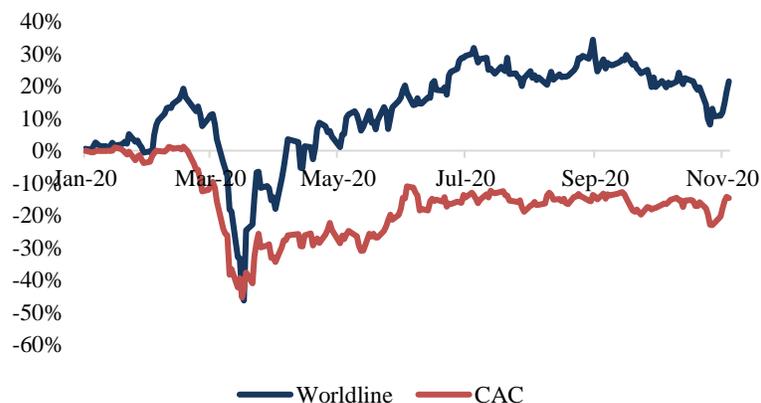
Figura N° 30 - Precio de Ingenico Pre y post deal (2020):



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de cotización histórica del activo.

Desempeño post adquisición de Ingenico por parte de Worldline

Figura N° 31 - Retornos acumulados Worldline versus CAC 40 Paris Index:



Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de cotización histórica de ambos activos.

Dilución económica de accionistas post deal

En esta etapa se describe la emisión realizada por Worldline para la adquisición de Ingenico y su correspondiente dilución económica. En relación con la transacción, se acordó que el pago se realizaría en un 81% a través de la emisión de acciones y el restante 19% en efectivo. Además, para el pago en acciones se realizó una oferta en la que Worldline pagaría 11 acciones propias por 7 acciones de Ingenico, o dicho de otra forma, 1,57 acciones de Worldline por cada acción de Ingenico. Como Ingenico contaba con 62.397.647 acciones al momento de la transacción, fue necesario que Worldline emitiera 1,57 acciones por 62.4 millones de acciones de Ingenico. Es por ello que la emisión de Worldline para la adquisición de Ingenico fue de 98,1 millones de nuevas acciones, lo que implicó que la nueva cantidad de acciones de WLN fuera de 281 millones, como se observa en la siguiente tabla:

Tabla N° 11: *Dilución económica de accionistas existentes al momento de la transacción:*

Acciones pre deal Worldline	182.960.921
Acciones pre deal Ingenico	62.397.647
Ratio de conversión de acciones de Worldline para Ingenico	1,57
Nueva emisión de Worldline	98.053.445
Nueva cantidad de acciones de WLN (post emisión)	281.014.366
Dilución de accionistas de Worldline	-35%

Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos del sitio web de Worldline

En las siguientes tablas se puede observar la distribución de acciones pre y post transacción, diferenciando entre accionistas originales y nuevos, En la segunda tabla se hace evidente la dilución económica que sufrieron los accionistas originales como consecuencia de la gran emisión de acciones de Worldline para la adquisición de Ingenico.

Tablas N° 12 y N° 13: *Distribución de acciones pre y post transacción*

Distribución de acciones pre deal			
	Accionistas de Worldline	Nuevos accionistas	Total
# de Acciones	182.960.921	0	182.960.921
Porcentaje (%)	100%	0%	100%

Distribución de acciones post deal			
	Accionistas de Worldline	Nuevos accionistas	Total
# de Acciones	182.960.921	98.053.445	281.014.366
Porcentaje (%)	65%	35%	100%

Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos del sitio web de Worldline

Para finalizar esta etapa del análisis, se procede a describir la composición accionaria de Worldline post transacción. Como se mostró previamente, la dilución a nivel general para los accionistas originales de Worldline fue del 35%. Sin embargo, varios de los mayores accionistas de Worldline también eran accionistas de Ingenico, con lo cual, cuando se realizó el pago de la transacción en acciones, estos

accionistas no se licuaron tanto. En la siguiente tabla, se muestra la participación accionaria de cada uno de los mayores accionistas.

Tabla N° 14: Distribución del capital Post transacción:

Accionistas	# de acciones	% de la Part. en el capital
SIX Group	30.630.566	10,90%
BlackRock, Inc.	19.137.078	6,81%
Bpifrance	11.774.502	4,19%
The Capital Group Companies	10.594.242	3,77%
Atos SE	6.912.953	2,46%
Floating	201.599.706	71,74%
Treasury shares	365.319	0,13%
Total	281.014.366	100,00%

Fuente: elaboración propia en base a datos recogidos de S&P Capital IQ

4.6. Earnings accretion - dilution

En la presente sección, se analiza si la adquisición de Ingenico por parte de Worldline genera un incremento en las ganancias post adquisición. Para ello, se procede a presentar la tabla N° 15 con el perfil financiero de ambas compañías, así como los detalles que exhiben las formas de adquisición y el balance proforma, el cual muestra las ganancias por acción luego de la transacción.

Tabla N° 15 - Earnings Accretion – Dilution:

<i>(datos en € millones excepto: precios por acción, ganancias por acción o porcentajes)</i>				
Perfil financiero de Worldline	Perfil financiero de Ingenico			
# de acc. en circ. (fully diluted - en mill.)	183	# de acc. en circ. (fully diluted - en mill.)	62	
Precio por acc. al momento del deal	\$63,22	Precio por acc. previo al deal	\$105,20	
Equity Value Worldline	\$11.563	Equity Value pre-transacción	\$6.567	
Ganancias por acción est. (EPS) _{t+1}	\$1,70	Ganancias por acción est. (EPS) _{t+1}	\$3,47	
Múltiplo P/E	37,2x	Múltiplo P/E	30,3x	
Detalles de la transacción		Formas de adquisición		
Precio por acción de Ingenico	\$122,27	% Stock	81%	
% de Prima por acción	16,2%	% Cash	19%	
Equity value de la adq. de Ingenico	\$7.632			
Cash		Acciones		
Eq. Value de la transacción	\$7.632	Eq. Value de la transacción	\$7.632	
% de pago en cash	19%	% de pago en acciones	81%	
Pago en cash	\$1.460	Pago en acciones	\$6.172	
% tasa de interes	0,875%	# Acc. Emitidas por Worldline (en mill.)	98	
Intereses (antes de impuestos)	\$13			
% Tasa impositiva	25,0%			
Intereses (después de impuestos)	\$10			
Análisis Accretion/Dilution	Worldline	Ingenico	Deal Adj.	Pro Forma
Ganancias netas	\$311	\$217		528
Costo financiero (después de impuestos)			(\$10)	(10)
Ganancias totales	\$311	\$217	(\$10)	\$518
# de acciones en circulación (en mill.)	183	--	98	281
EPS	\$1,70			\$1,85
EPS Accretion/(Dilution) - \$ por acción				\$0,15
EPS Accretion/(Dilution) - %				8,6%

Fuente: elaboración propia

En lo que respecta a la tabla N°15, se realiza una descripción de la tabla en general, la cual aporta datos fundamentales como acciones emitidas para adquirir Ingenico, monto pagado en efectivo, costos financieros, entre otros. Para realizar el análisis Earnings Accretive - Dilutive, un supuesto importante respecto a las ganancias por acción (EPS) de cada compañía es que se han asumido constantes en el tiempo, tomando como datos las correspondientes al momento previo a que se anuncie la transacción, es decir, al cierre del año 2019. En ese sentido, las ganancias por acción (EPS) para Worldline e Ingenico a ese momento fueron de € 1,70 y € 3,47, respectivamente. Estos datos son útiles para realizar el cálculo de las ganancias totales en el balance proforma y analizar si la transacción aumenta las ganancias por acción.

Comenzando por la parte superior de la tabla, se exhiben datos que brindan soporte para entender no sólo cómo se obtiene el Equity value de Ingenico sino para conocer los montos financiados a través de acciones y efectivo. En el caso de Ingenico, para el cálculo del equity value de la transacción, es necesario no solo contar con la cantidad de acciones de Ingenico equivalentes a 62,4 millones y el precio previo a la transacción, € 105,2, sino que es relevante conocer la prima de 16,2% de tal manera de obtener el precio pagado en la transacción, € 122,27. De esta manera, conociendo la cantidad de acciones y el precio pagado, se alcanzan los € 7.632 millones por los cuales se realizó el acuerdo. Adicionalmente, en la parte superior de la tabla, se muestran detalles financieros de Worldline, tales como el precio y equity value al momento de la transacción, que son utilizados como datos para cálculos subsiguientes.

En lo que concierne al cálculo de la cantidad de acciones emitidas por Worldline para la compra de Ingenico, en primera instancia, se toma el valor de la transacción equivalente a € 7.632 millones y, como el pago en acciones representa el 81% del valor total, se estima el monto a cubrir mediante emisión de acciones, valor equivalente a € 6.172 millones. Por lo tanto, si el monto a pagar en acciones de Worldline es de € 6.172 millones y el precio de Worldline al momento de la transacción era de € 63,22 por acción, la cantidad de acciones a emitir que surge de esa relación es de 98 millones. Por otro lado, el 19% restante a pagar en efectivo, se supone que es financiado íntegramente con deuda. Respecto al costo de la deuda para Worldline, se estima antes de impuestos en 0,875% utilizando como proxy la última emisión de deuda realizada por la compañía adquirente, mientras que luego de impuestos, si se descuenta la tasa del 25%, se llega al 0,7% de costo de la deuda. De esta manera, los costos financieros después de impuestos equivalen a € 10 millones, tal como muestra la tabla anterior.

Como se puede observar en la parte inferior de la tabla N° 15, al realizar el análisis Earnings Accretive – Dilutive, los primeros datos que se exhiben son las ganancias netas de Worldline como de Ingenico, las cuales se habían asumido constantes. Posteriormente, estas ganancias se suman descontándole los costos financieros mencionados, de tal manera de obtener las ganancias totales proforma, que dan como resultado € 518 millones. Así, para obtener las ganancias por acción, se deben considerar las acciones en circulación luego de la transacción. En este sentido, no solo se deben tener en cuenta las acciones de Worldline previo a la transacción, las cuales eran de 183 millones, sino que también se deben considerar las emitidas para adquirir Ingenico, es decir, se deben sumar las 98 millones de acciones emitidas para pagar el 81% del valor de la transacción.

Considerando los € 518 millones y las 281 millones de acciones, se llega a la conclusión que las ganancias por acción son de € 1,85. Por lo tanto, la adquisición es Earnings Accretive, ya que aumenta las ganancias por acción en € 0,15, pasando de € 1,70 previo a la compra a € 1,85 post transacción. Este aumento de ganancias representa una variación positiva de las ganancias por acción del 8,6%.

4.7. Análisis de sensibilidad para la adquisición de Ingenico con equity o en efectivo

En el presente apartado se analizan los pros y contras de realizar 100% el pago de la transacción emitiendo acciones o pagando en efectivo. En ese sentido, se exhiben los detalles de la transacción, considerando las ganancias de cada compañía a diciembre 2019 y el precio de mercado de cada acción al 31 de enero de 2020 (momento previo al anuncio de la transacción), que serán útiles como base para luego analizar las ganancias por acción de la adquisición de Ingenico pre y post adquisición. Posteriormente a detallar los indicadores financieros de ambas compañías, tales como ROE, Price / Earnings, ganancias por acción, entre otros, se hace un análisis de sensibilidad en donde se altera la prima pagada por cada acción de Ingenico para analizar como varían las ganancias por acción. Este ejercicio se realiza tanto para el pago en acciones como para el pago en efectivo.

A continuación, en la tabla N° 16 se muestran los datos financieros de ambas compañías, que, si bien son similares a la tabla anterior, brindan un resumen financiero que facilita la comprensión de los análisis de sensibilidades realizados posteriormente:

Tabla N° 16 – Análisis de sensibilidad: pago en equity versus pago en cash

PRE TRANSACCIÓN		
	<u>Worldline</u>	<u>Ingenico</u>
Ganancias netas (Dic-2019)	\$ 311	\$ 217
# de acciones en Circ. (en millones).....	183	62
Precio de mercado por acción (al 31-01-20)...	\$ 63,75	\$ 105,20
EPS	\$ 1,70	\$ 3,47
P/E	37,5x	30,3x
ROE (de mercado)	2,7%	3,3%
Tasa impositiva	25,0%	25,0%
TRANSACCIÓN		
Prima pagada por c/ acción de Ingenico		16%
Precio de mercado por acción	\$ 63,22	\$ 122,27
Valor de adquisición Equity.....		\$ 7.632
P/E	37,2x	35,2x
ROE (de la Transacción)	2,7%	2,8%
Exchange Ratio (Deal en acciones)		1,9x
Costo de la deuda pre-tax (Deal en cash)		0,875%

Fuente: elaboración propia

En la tabla anterior se observa que previo a la transacción, el ratio P/E Ingenico, equivalente a 30,3x es menor al P/E Worldline, que es igual a 37,5x, lo que conlleva que el ROE Ingenico sea igual a 3,3%, un porcentaje mayor al ROE Worldline, de 2,7%, exhibiendo una señal positiva para Worldline ya que la incorporación de Ingenico le permitiría incrementar sus ganancias al ser esta última más rentable.

En la tabla N°17, que se exhibe en la presente página, se analizan las ganancias por acción de Worldline si hubiera adquirido Ingenico pagando íntegramente en acciones, lo que hubiera provocado que Worldline requiriera emitir una cantidad adicional de acciones. De este modo, la cantidad necesaria de acciones a emitir por parte de Worldline hubiera sido la que surge de dividir el precio pagado de la transacción, € 7.632 millones y el precio por acción de Worldline a ese momento, € 63,22, resultando en la emisión de 120,7 millones de acciones adicionales. Para calcular las ganancias por acción, se deberían sumar las ganancias totales de ambas compañías y la cantidad de acciones en circulación luego de la transacción, es decir, € 528 millones y 304 millones de acciones, respectivamente. Esto daría como resultado una ganancia por acción de € 1,74.

Así, pagando una prima del 16% como en el caso original, las ganancias por acción hubieran aumentado € 0,04, creciendo un 2,2% respecto a las ganancias previas a la transacción. Asimismo, se puede observar que podría haber pagado una prima de hasta el 24% superior a su precio anterior a la transacción, punto en el cual las ganancias por acción se mantienen igual luego de la misma. Sin embargo, si la prima pagada hubiera sido superior al 24%, la transacción en ese caso hubiera reducido las ganancias de Worldline. Por ejemplo, en el caso que se hubiera pagado una prima del 35%, el precio pagado hubiera aumentado a € 142,02, el ROE de Ingenico se hubiera reducido a 2,4% y la transacción hubiera reducido las ganancias 3,7%. El análisis realizado previamente se puede observar en la siguiente tabla:

Tabla N° 17 – Análisis de sensibilidad: pago en equity

EPS ACCRETION-DILUTION - TRANSACCIÓN 100% EN ACCIONES					
	<u>Worldline</u>	<u>Ingenico</u>	<u>Deal Adj.</u>	<u>Pro Forma</u>	
Ganancias netas	\$ 311	\$ 217		\$ 528	
Costos financieros (Despues de impuestos)			\$ 0	\$ 0	
Ganancias totales	\$ 311	\$ 217	\$ 0	\$ 528	
# de acciones en Circ. (en millones).....	183		120,7	304	
EPS	\$ 1,70			\$ 1,74	
EPS Accretion/(Dilution) - \$ por acción				\$ 0,04	
EPS Accretion/(Dilution) - %				2,2%	
	Análisis de sensibilidad				
Prima por c/ acción de Ingenico	15%	19%	24%	35%	50%
Precio ofrecido por acción de Ingenico	\$ 120,98	\$ 125,57	\$ 129,92	\$ 142,02	\$ 157,80
P/E de transacción de Ingenico	34,9x	36,2x	37,4x	40,9x	45,5x
P/E de Worldline	37,2x	37,2x	37,2x	37,2x	37,2x
ROE de transacción de Ingenico	2,9%	2,8%	2,7%	2,4%	2,2%
ROE de Worldline	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
EPS Accretion/(Dilution) - \$ por acción	\$ 0,05	\$ 0,02	\$ 0,00	\$ (0,06)	\$ (0,14)
EPS Accretion/(Dilution) - %	2,9%	1,4%	0,0%	\$ (3,7)%	\$ (8,1)%

Fuente: Elaboración propia en base a Notas de clase – *Finanzas Corporativas (MFIN -UTDT 2020)*

En la siguiente tabla, se estudia la sensibilidad de las ganancias por acción ante movimientos de la prima en el caso que la transacción se hubiera pagado en efectivo.

Tabla N° 18 – Análisis de sensibilidad: pago en cash

EPS ACCRETION-DILUTION - TRANSACCIÓN 100% EN CASH					
	<u>Worldline</u>	<u>Ingenico</u>	<u>Deal Adj.</u>	<u>Pro Forma</u>	
Ganancias netas	\$ 311	\$ 217		\$ 528	
Costos financieros (Despues de impuestos)			\$ (50)	\$ (50)	
Ganancias totales	\$ 311	\$ 217	\$ (50)	\$ 478	
# de acciones en Circ. (en millones).....	183			183	
EPS	\$ 1,70			\$ 2,61	
EPS Accretion/(Dilution) - \$ por acción				\$ 0,91	
EPS Accretion/(Dilution) - %				53,5%	
	Analisis de sensibilidad				
Prima por c/ acción de Ingenico	15%	19%	24%	35%	50%
Precio ofrecido por acción de Ingenico	\$ 120,98	\$ 125,57	\$ 130,45	\$ 142,02	\$ 157,80
P/E de transacción de Ingenico	34,9x	36,2x	37,6x	40,9x	45,5x
ROE de transacción de Ingenico	2,9%	2,8%	2,7%	2,4%	2,2%
C. financieros deal (Despues de impuestos)	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
EPS Accretion/(Dilution) - \$ por acción	\$ 0,91	\$ 0,90	\$ 0,89	\$ 0,87	\$ 0,83
EPS Accretion/(Dilution) - %	53,6%	53,0%	52,4%	50,9%	48,8%

Fuente: Elaboración propia en base a Notas de clase – Finanzas Corporativas (MFIN -UTDT 2020)

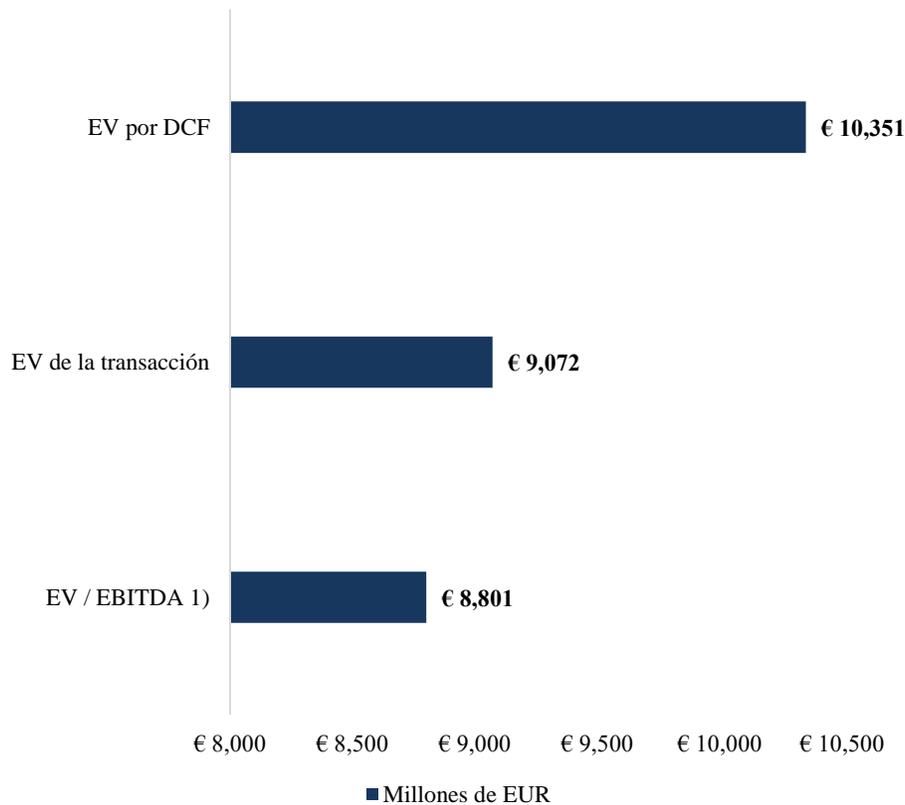
En este caso, al suponer que la transacción se pagaría 100% con efectivo, no sería necesario que Worldline emita acciones como en el análisis anterior. De este modo, en el modelo proforma se sumarían las ganancias netas de la compañía compradora, Worldline, y de la Target, Ingenico, restando únicamente los costos financieros después de impuestos. Así, las ganancias totales del modelo proforma serían de € 478 millones y la cantidad de acciones en circulación, 183 millones, un número equivalente a las acciones de Worldline previo a la transacción, por los motivos anteriormente mencionados en este apartado. Por lo tanto, las ganancias por acción de adquirir Ingenico 100% en efectivo, pagando una prima del 16%, serían de € 2,61, un monto superior en € 0,901 respecto a las ganancias por acción previo a la transacción.

Conceptualmente, mientras más alta es la prima, mayor es el precio, menor es el ROE y menores son las ganancias por acción. Al analizar la tabla anterior, se puede observar que pagando una prima del 15%, el precio hubiera sido de € 120,98, el ROE de Ingenico del 2,9% y las ganancias por acción de € 0,91. En el otro extremo de la tabla de sensibilidad mostrada previamente, si se hubiera pagado una prima del 50%, el precio hubiera sido de € 157,8, el ROE de Ingenico del 2,2% y las ganancias por acción de € 0,83. Adicionalmente, un punto a destacar es que si se realiza una comparación entre realizar el pago de la transacción con acciones o con efectivo, a una misma prima por acción, las ganancias hubieran sido mayores pagando con efectivo. Para finalizar el análisis, se procede a exhibir el resumen de las valuaciones previamente analizadas.

4.8. Resumen de la valuación

En esta sección, se exhiben las valuaciones obtenidas a través de las distintas metodologías estudiadas: DCF, múltiplos y precio de mercado. Es importante destacar que el valor por DCF es mayor tanto a la valuación relativa a través de la mediana del múltiplo EV / EBITDA. A su vez, el valor firma a través del DCF es mayor al valor firma implícito obtenido del precio pagado de mercado, con lo cual hay espacios para sinergias y aumentar el valor de Ingenico para Worldline. Resumiendo, se puede ver que el valor por DCF es de € 10.351 millones y supera en un 17% al valor calculado a través del EV/EBITDA = € 8.801 millones y por un 14% al EV implícito que surge de la transacción = € 9.072 millones. ¹⁾

Figura N° 32 - Valuación de Ingenico por distintos métodos:



Fuente: elaboración propia. Nota: 1) Para calcular el valor de la firma según el EV / EBITDA se toma la mediana de comparables calculado en el apartado de Valuación relativa.

5. Conclusión

La primer etapa del trabajo radicó en llevar a cabo una revisión de la literatura sobre el mercado de M&A para la industria Fintech. Con este fin, luego de haber definido los servicios brinda esta industria y cuáles son sus segmentos, se desarrolló un análisis del mercado de fusiones y adquisiciones a nivel global. En dicho estudio se observó que los servicios financieros son un driver de valor para el mercado global de M&A, participando en un 17% de las transacciones en el tercer trimestre de 2019. Asimismo, en este trabajo se estimó que la inversión global a través de transacciones de M&A para las fintech crecerá de 249 mil a 398 mil millones de USD entre 2019 y 2024, esto sin haber considerado el efecto pandemia del año 2020. En lo concerniente a ingresos, si bien en 2019 las fintech (bancos y no bancos) solo representaron el 9% en el mercado global de servicios financieros, dichos ingresos proyectaron un CAGR del 17% entre 2019 y 2023. Como consecuencia de estos factores recientemente explicados y por el impulso de la digitalización generado por la pandemia, se espera un crecimiento mayor en su participación de mercado.

En lo concerniente a la perspectiva optimista del trabajo, esta no solo se basó en la proyección de ingresos y en la actividad de M&A de empresas de servicios financieros, sino también en el gran crecimiento que ha demostrado la industria fintech en cuanto a la creación de empresas en este sector. Mientras que en 2018 existían 12.131 compañías fintech, el número alcanzó s 26.346 a noviembre 2021, más que duplicando a las vigentes en 2018 y exhibiendo un CAGR del 30% a lo largo del período. Este crecimiento abrupto no se ha dado por mera casualidad, sino que puede ser explicado por los drivers de valor mencionados en la primera parte del trabajo. Entre ellos, principalmente fueron desarrollados como factores relevantes: la expansión más allá de los servicios financieros tradicionales, la digitalización y automatización de los servicios financieros, así como el creciente capital disponible por parte de fondos de Venture capital y Private equity, como de inversores estratégicos.

Para concluir, se llevó adelante un análisis sobre la adquisición de Ingenico, una firma líder a nivel global de mercado Fintech, por parte de Worldline, otra firma internacional relevante en la industria de servicios de pago. Luego de haber descrito su actividad y sus principales unidades de negocio, se realizó un análisis exhaustivo de sus estados financieros para valorar la empresa por flujo de fondos descontados. Posteriormente, se llevó adelante la valuación relativa a través de empresas comparables tomando como principal múltiplo de análisis el EV / EBITDA. A su vez, se analizó el precio pagado por Worldline, así como la evolución histórica de las empresas involucradas en la transacción. De todo este análisis, se concluyó que: el Fair value de Ingenico fue superior tanto al precio pagado en la transacción por la compañía adquirente como al valor firma obtenido a través del múltiplo de Enterprise Value / EBITDA. Asimismo, también se pudo demostrar que, dados los supuestos mencionados anteriormente en el análisis, la transacción genera ganancias por acción mayores a las que producía Worldline antes de adquirir Ingenico.

En resumen, por los motivos recientemente mencionados y en la medida que Worldline sea capaz de generar las sinergias necesarias para aumentar sus ganancias por acción post transacción, se puede concluir que la transacción es Earnings Accretive. Como se ha demostrado no solo en este caso particular sino a lo largo del trabajo, la actividad de M&A en la industria fintech agrega valor y se espera que continúe de esta forma durante los próximos años.

6. Bibliografía

- Allen & Overy. (2020). *Fintech M&A: The future of dealmaking post Covid 19*.
- Allen and Overy. (2021). *M&A Insights Q3 2021*.
- Anita Kimber, Shalini Shan and Vikram Kotecha (2021, 3 de marzo). *How FinTechs are moving mountains and moving mainstream*. *Ey.com*.
- BDO. (2017). *Fintech M&A*.
- BIS. (2021). *Fintech and the digital transformation of financial services - Implications for market structure and public policy*.
- BIS. (2021). *Funding for fintechs - Patterns and drivers*.
- Capgemini. (2021). *World Fintech Report 2021*.
- CB Insights. (2020). *State of Fintech Report*.
- CBInsights (2021). *The Fintech 250: The Top Fintech Companies of 2021*.
- Clifford Chance. (2021). *Fintech in 2021: five trends to watch*.
- Crunchbase. (2020). *Global Fintech Ecosystem Report 2020*.
- Deloitte. (2017). *Fintech by the numbers*.
- Deloitte. (2020). *Fintech | On the brink of further disruption*.
- Deloitte. (2021). *Banking and Capital Markets M&A Outlook*.
- EY (2019). *EY Global FinTech Adoption Index 2019*.
- EY. (2021). *M&A Transaction Overview*.
- Freshfields. (2021). *Fintech in focus - PayTech trends*.
- Gartner (2022). *Fintech*: <https://www.gartner.com/en/information-technology/glossary/fintech>
- Hampton (2020). *M&A market report 1H 2020*.
- Houlihan Lokey (2021). *Fintech monthly market update: April 2021*.
- ICGL.com (2021). *Fintech 2021*.
- IMAP Insights. (2021). *Global MA Fintech Sector Report: March 2021*.

Ingenico (2020). *Third Quarter – 2020*: <https://www.ingenico.com/press-and-publications/press-releases/finance/2020/10/2020-q3-revenue.html>

KPMG (2022). *Pulse of Fintech – H2' 21*.

KPMG (2021). *Pulse of Fintech H1 '21*.

KPMG. (2020). *Standing firm on shifting sands*.

LexisNexis. (2021). *Public M&A deals in H1 2021*.

Machinea (2020). *Notas de clase – Valuación de Empresas - MFIN UTDT*.

Marlin and Associates. (2021). *Payments Tech Q2 2021*.

McKinsey & Company. (2020). *The McKinsey Global Payments Report*.

McKinsey. (2016). *FinTechnicolor - The New Picture in Finance*.

Mercer Capital. (2021). *FinTech Industry - First Half 2021*

Mordor Intelligence (2017). *Global Fintech Market - Growth, Trends, and Forecast (2019-2024)*.

Netscribes (2019). *Global Fintech Market (2018 – 2023)*.

Oaklins. (2021). *Quarterly Tech M&A Update*.

PitchBook. (2021). *Global MA Report*.

PriceWaterhouseCoopers. (2019). *Global Fintech Report 2019*.

PwC (2019). *Global Fintech Report 2019*: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>

PwC (2022). *Global M&A Trends in Financial Services: 2022 Outlook*: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends/financial-services.html>

Raymond James. (2021). *Advisory transaction activity*.

Ropes & Gray. Mergermarket (2021). *Fintech M&A. Acquiring a competitive edge in financial services*.

S&P Global Market Intelligence. (2016). *An introduction to fintech: Key sectors and trends*.

Skkaden. (2020). *FinTech in Focus - Trends and Key Issues*.

SP Global. (2021). *The Changing FinTech Landscape: A Snapshot of M&A Themes and Trends*.

Statista. (2021). *Number of fintech startups worldwide from 2018 to November 2021, by region*: <https://www.statista.com/statistics/893954/number-fintech-startups-by-region/>

World Bank Group (2019). *The experience so far*.

7. Índice de figuras y tablas

Índice de figuras

Figura N° 1 - <i>Servicios que proveen las fintech:</i>	7
Figura N° 2 – <i>Segmentos de las fintech:</i>	8
Figura N° 3 - <i>Mercado Global de M&A:</i>	12
Figura N° 4 - <i>Volumen de transacciones por sector:</i>	13
Figura N° 5 - <i>Participación de los Ss. financieros en el mercado M&A – 3° Trim. 2021:</i>	14
Figura N° 6 - <i>Mercado Global Fintech por segmento– Ingresos por año:</i>	15
Figura N° 7 - <i>Participación de fintech en el mercado global de Servicios financieros:</i>	16
Figura N° 8 - <i>Inversión global en fintech (2013 – 2018):</i>	17
Figura N° 9 - <i>Inversión global en fintech – M&A (2017-2024):</i>	17
Figura N° 10 - <i>Número de fintech a nivel global por región:</i>	18
Figura N° 11 - <i>Transacciones de VC, PE y M&A en Payments (2018-2021):</i>	19
Figura N° 12 - <i>Transacciones de VC, PE y M&A en Insurtech (2018-2021):</i>	21
Figura N° 13 - <i>Transacciones de VC, PE y M&A en Cybersecurity (2018-2021):</i>	22
Figura N° 14 - <i>Transacciones de VC, PE y M&A en Regtech (2018-2021):</i>	23
Figura N° 15 - <i>Transacciones de VC, PE y M&A en Wealthtech (2018-2021):</i>	25
Figura N° 16 - <i>Transacciones de VC, PE y M&A en Blockchain / Cryptocurrency (2018-2021):</i>	26
Figura N° 17 - <i>Evolución de ingresos - Ingenico:</i>	32
Figura N° 18 - <i>Ingresos de Ingenico por segmentos – 2019:</i>	33
Figura N° 19 - <i>Evolución de EBITDA - Ingenico:</i>	33
Figura N° 20 - <i>Evolución de Deuda neta:</i>	34
Figura N° 21 – <i>Participación de cada unidad de negocio en los ingresos de Ingenico (2020):</i>	37
Figura N° 22 – <i>Participación de cada región en los ingresos de Ingenico (2020):</i>	37
Figura N° 23 – <i>Estructura propietaria de Worldline (2020):</i>	38
Figura N° 24 - <i>Flujo de fondos libres para la firma (FCFF):</i>	40
Figura N° 25 - <i>Promedio ponderado del costo del capital (WACC):</i>	40
Figura N° 26 - <i>Valor terminal:</i>	40
Figura N° 27 - <i>Valor firma:</i>	40
Figura N° 28 - <i>Evolución de precios de Ingenico y Worldline (2018 – 2021):</i>	49
Figura N° 29 - <i>Evolución de precios de Ingenico y Worldline (2020):</i>	50
Figura N° 30 - <i>Precio de Ingenico Pre y post deal (2020):</i>	51
Figura N° 31 - <i>Retornos acumulados Worldline versus CAC 40 Paris Index:</i>	51
Figura N° 32 - <i>Valuación de Ingenico por distintos métodos:</i>	58

Índice de tablas

Tabla N° 1 – Indicadores financieros de empresas comparables.....	43
Tabla N° 2 – Calculo del Beta desapalancado:	44
Tabla N° 3 - Calculo de la WACC:.....	44
Tabla N° 4 - Valuación de Ingenico por DCF:.....	45
Tabla N° 5 - Resumen de la valuación por DCF:.....	46
Tabla N° 6 – Indicadores financieros y múltiplos de empresas comparables:	47
Tabla N° 7 - Valuación de Ingenico basado en múltiplos de empresas comparables:.....	48
Tabla N° 8 - Comparación de Valuación por DCF versus mediana de múltiplos de Comparables:	48
Tabla N° 9 - Comparación de Valuación por DCF versus media de múltiplos de Comparables:	48
Tabla N° 10 - Precio pagado en el deal de Ingenico:.....	50
Tabla N° 11: Dilución económica de accionistas existentes al momento de la transacción:	52
Tablas N° 12 y N° 13: Distribución de acciones pre y post transacción.....	52
Tabla N° 14: Distribución del capital Post transacción:	53
Tabla N° 15 - Earnings Accretion – Dilution:	53
Tabla N° 16 – Análisis de sensibilidad: pago en equity versus pago en cash	55
Tabla N° 17 – Análisis de sensibilidad: pago en equity.....	56

8. Sección de apéndices

8.1. Supuestos de proyecciones financieras

a. Estado de Resultados

Variable	Supuesto	Argumento
- Crec. de ingresos	16%	Se utilizó como Proxy la tasa de crecimiento de ventas entre 2018 y 2019, excluyéndose el año 2020 dada la situación económica mundial.
- Costos (% of de ingresos)	63%	Se utilizó como Proxy la tasa de COGS entre 2018 y 2020.
- Gastos de Adm. Y Com. (% de ingresos)	25%	Se utilizó como Proxy un promedio de la tasa de SGA entre 2018 y 2020, considerando que la compañía eficientizará la producción disminuyendo los gastos de comercialización y administración.
- Depreciación (% de EBIT)	24%	Se utilizó como Proxy un promedio de la tasa de Depreciación entre 2018 y 2020.
- Amort. de intangibles	108,70	Se utilizó como Proxy un promedio de la Amortización de intangibles entre 2018 y 2020.
- Intereses	(105,4)	Se utilizó como Proxy un promedio de los gastos en intereses entre 2018 y 2020.

b. Estado de flujos de efectivo

Variable	Supuesto	Argumento
- CAPEX (% de EBIT)	46%	Se utilizó como Proxy un promedio de la tasa de CAPEX entre 2018 y 2020.
- Activos corrientes (% de Ingresos)	60%	Se replicó el % de activos corrientes sobre ventas del año 2020.
- Pasivos corrientes (% de Ingresos)	60%	Se replicó el % de pasivos corrientes sobre ventas del año 2020.
- Dividendos	1,5%	Se estimó un crecimiento de Dividendos anuales de 1,5%, tomando como base el promedio historico de dividendos pagados.
- Recompra de acciones	0,0%	No se recompran acciones.
- Servicios de la deuda	-	Los intereses financieros son pagados a través de la emisión de deuda año por año.
- Bank overdraft	-	Diferencias del Ending Balance del Cash Flow Statement con la caja del Balance Sheet se explica por los bank overdraft detallados en los balances Página 177 Financal 2019: (€12,1m) en 2018 y (€ 43,2m) en 2019 y (€ 58,2m) en 2020.

c. Cálculo de WACC para DCF

Variable	Argumento
- Beta unlevered	- Se utilizó la mediana del Beta de las comparables para el calculo del Ke
- Costo de la Deuda (Kd)	2,5% - Para el costo de la Deuda (Kd) fue utilizado el promedio de tasa de las dos últimas emisiones de bonos convencionales de la compañía (Sep-17 y May-14).
- Tasa libre de riesgo	1% - Para la tasa libre de riesgo, se intentó utilizar la tasa de la deuda francesa / europea a 10 años, pero dado que ambas eran negativas y que la compañía opera nivel global, 'se utilizó la tasa libre de riesgo de Estados Unidos a 10 años.
- Equity risk premium (ERP)	5,2% - Para la risk premium (ERP), se utiliza el dato propuesto por Damodaran: 5.2% http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

d. Comparables utilizados

Comparables Utilizados para Valuación relativa
1. Cerved Group S.p.A.
2. Getnet Adquirencia e Servicos para Meios de Pagamento S.A.
3. Fiserv (NAS: FISV)
4. Paysafe Group (NYS: PSFE)
5. Paya, Inc.

8.2. Estado de Resultados

Ingenico Group

Millones de euros, excepto por información de acciones

	<i>Datos históricos</i>			<i>Proyecciones financieras</i>				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos	2.643,4	3.370,1	2.870,7	3.344,4	3.896,2	4.539,0	5.287,9	6.160,4
Costos	(1.648,6)	(2.208,4)	(1.781,4)	(2.113,6)	(2.462,4)	(2.868,7)	(3.342,0)	(3.893,4)
Margen bruto	994,8	1.161,7	1.089,3	1.230,7	1.433,8	1.670,4	1.946,0	2.267,0
Gastos de Adm. y Comerc.	(668,4)	(798,2)	(767,3)	(843,9)	(983,1)	(1.145,3)	(1.334,3)	(1.554,5)
EBIT^(b)	326,4	363,50	322,0	386,8	450,7	525,0	611,7	712,6
Otros ingresos operativos	0,3	5,2	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros gastos operativos	(48,3)	(57,5)	(107,2)	0	0	0	0	0
Margen operativo	278,4	311,2	221	386,8	450,7	525,0	611,7	712,6
Intereses	(112,0)	(90,8)	(113,3)	(105,4)	(105,4)	(105,4)	(105,4)	(105,4)
Otros gastos (o ingresos)	74,1	50,8	77,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gastos de intereses netos	(37,9)	(40,0)	(36,3)	(105,4)	(105,4)	(105,4)	(105,4)	(105,4)
Items extraordinarios	0,1	0,0	0,0	0	0	0	0	0
Ingresos pre impuestos ^(b) (EBT)	240,6	271,2	184,7	281,5	345,3	419,7	506,3	607,2
Impuestos	(51,8)	(54,7)	(52,1)	(97,5)	(113,5)	(132,1)	(153,7)	(179,0)
Intereses minoritarios en ganancias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ganancias^(b)	188,8	216,5	132,6	183,9	231,8	287,6	352,5	428,2
Cantidad de acciones	63,1	63,7	62,4	62,4	62,4	62,4	62,4	62,4
Diluted EPS ^(c)	\$2,99	\$3,29	\$2,13	\$2,95	\$3,71	\$4,61	\$5,65	\$6,86
EBIT	326,4	363,5	322,0	386,8	450,7	525,0	611,7	712,6
Depreciaciones y provisiones	71,0	130,0	45,2	92,3	107,5	125,2	145,9	170,0
Amort de activos rel. a PPA	90,0	113,0	123,1	108,7	108,7	108,7	108,7	108,7
EBITDA	487,4	606,5	490,3	587,8	666,9	759,0	866,2	991,2
Supuestos:								
Crec. de ingresos	5,5%	27,5%	-14,8%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Costos (% de ingresos)	62,4%	65,5%	62,1%	63,2%	63,2%	63,2%	63,2%	63,2%
Gastos de Adm. y com. (% de ingresos)	25,3%	23,7%	26,7%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%
EBIT (% de ingresos)	12,3%	10,8%	11,2%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
EBITDA (% de ingresos)	18,4%	18,0%	17,1%	17,6%	17,1%	16,7%	16,4%	16,1%
Depreciaciones (% de EBIT)	21,8%	35,8%	14,0%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%
Tasa impositiva	15,7%	14,2%	16,9%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Crecimiento de EPS		10,0%	-35,4%	38,7%	26,0%	24,1%	22,6%	21,5%

(a) Fuente: datos futuros basados en proyecciones propias.

(b) Excluye items extraordinarios y no recurrentes.

8.3. Estado de Flujo de efectivo

Ingenico Group

Millones de euros, excepto por información de acciones

	<i>Datos históricos</i>			<i>Proyecciones financieras</i>				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ganancias	188,8	216,5	132,6	183,9	231,8	287,6	352,5	428,2
Depreciaciones y provisiones	71,0	130,0	45,2	92,3	107,5	125,2	145,9	170,0
Amortización de activos rel. a PPA	91,0	100,5	123,1	108,7	108,7	108,7	108,7	108,7
Share-based compensation expenses	0,0	0,0	100,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cambios en net Working Capital	21,9	(1,8)	48,9	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2
Cambio en otros activos y pasivos	(0,7)	11,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	(32,7)	(22,5)	39,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo en actividades operativas	339,3	434,0	489,1	385,5	448,7	522,3	608,1	708,0
Gastos de capital (CAPEX)	(152,3)	(193,1)	(127,0)	(179,5)	(209,1)	(243,7)	(283,9)	(330,7)
Disposición de activos	9,3	10,3	9,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo de actividades de inversión	(143,0)	(182,8)	(117,7)	(179,5)	(209,1)	(243,7)	(283,9)	(330,7)
Servicios de la deuda	(95,5)	(250,1)	(387,0)	(105,4)	(105,4)	(105,4)	(105,4)	(105,4)
Emisión de nueva deuda	304,2	35,0	8,1	105,4	105,4	105,4	105,4	105,4
Net Proceeds de emisión de acciones	0,0	1,7	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Recompra de acciones	(86,8)	0,1	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendos pagados	(55,0)	(34,2)	(7,6)	(31,1)	(42,6)	(57,2)	(75,4)	(98,0)
Otras actividades financieras	(86,0)	2,4	(71,4)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo de actividades financieras	(19,1)	(245,1)	(457,9)	(31,1)	(42,6)	(57,2)	(75,4)	(98,0)
Cambio neto en efectivo								
Cambios del TC en Cash and Eq.	(3,1)	1,8	(45,1)	0	0	0	0	0
Aumento en efectivo	174,1	7,9	(131,6)	174,9	197,0	221,5	248,9	279,3
Balance inicial	588,6	762,7	770,6	697,2	872,1	1.069,1	1.290,6	1.539,5
Balance final sin Bank overdraft	762,7	770,6	639,0	872,1	1.069,1	1.290,6	1.539,5	1.818,8
+ Bank overdraft 1)	12,1	43,2	58,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Balance final	774,8	813,8	697,2	872,1	1.069,1	1.290,6	1.539,5	1.818,8
CAPEX	152,3	193,1	127,0	179,5	209,1	243,7	283,9	330,7
CAPEX (% de EBIT)	46,7%	53,1%	39,4%	46,4%	46,4%	46,4%	46,4%	46,4%
Depreciaciones	161,0	130,0	45,2	92,3	107,5	125,2	145,9	170,0
Capex - Depreciaciones	(8,7)	63,1	81,8	87,3	101,7	118,4	138,0	160,7
Activos corrientes (% de ingresos)	61,8%	74,6%	60,2%	60,2%	60,2%	60,2%	60,2%	60,2%
Pasivos corrientes (% de ingresos)	60,1%	71,0%	60,4%	60,4%	60,4%	60,4%	60,4%	60,4%
Working Capital y otros	232,9	231,1	280,0	279,4	278,6	277,8	276,8	275,6
Cambio en Working Capital	21,9	(1,8)	48,9	(0,6)	(0,7)	(0,9)	(1,0)	(1,2)
Dividend Payout Ratio	29,1%	15,8%	5,7%	16,9%	18,4%	19,9%	21,4%	22,9%

8.4. Estados de Situación Patrimonial de Ingenico y Worldline

Ingenico Group

Millones de euros, excepto por información de acciones

<i>Ingenico Group</i>	<i>Datos históricos</i>			<i>Proyecciones financieras</i>				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Caja	774,8	813,8	\$697,2	872,1	1.069,1	1.290,6	1.539,5	1.818,8
Activos corrientes	1.634,4	2.512,6	1.729,3	2.014,6	2.347,0	2.734,3	3.185,4	3.711,0
Net PP&E	90,3	186,9	178,4	265,7	367,3	485,7	623,7	784,5
Activos intangibles	3.455,1	3.905,2	3.841,3	3.732,6	3.623,9	3.515,2	3.406,5	3.297,8
Otros activos	120,4	148,4	108,5	108,5	108,5	108,5	108,5	108,5
Total de activos	6.075,0	7.566,9	6.554,7	6.993,5	7.515,8	8.134,3	8.863,6	9.720,6
Pasivos corrientes	1.587,7	2.393,4	1.733,1	2.019,1	2.352,2	2.740,3	3.192,4	3.719,2
Deuda fija	2.330,3	2.295,3	1.879,4	1.879,4	1.879,4	1.879,4	1.879,4	1.879,4
Otros pasivos	306,8	365,3	359,5	359,5	359,5	359,5	359,5	359,5
Equity	1.850,2	2.512,9	2.582,7	2.735,6	2.924,8	3.155,1	3.432,3	3.762,5
Total pasivos y equity	6.075,0	7.566,9	6.554,7	6.993,5	7.515,8	8.134,3	8.863,6	9.720,6

Worldline

Millones de euros, excepto por información de acciones

<i>Worldline SA</i>	<i>Datos históricos</i>		
	2018	2019	2020
Caja	213,2	500,9	1.337,4
Activos corrientes	1.940,9	2.239,7	4.559,9
Net PP&E	146,0	346,0	529,2
Activos intangibles	4.107,6	4.161,6	14.368,7
Otros activos	163,6	128,6	211,0
Total de activos	6.358,1	6.875,9	19.668,8
Pasivos corrientes	2.094,9	2.027,1	4.523,1
Deuda fija	117,6	1.054,2	3.508,7
Operating lease liabilities	2,7	169,4	236,5
Otros pasivos	334,7	404,1	1.015,3
Equity	3.808,2	3.221,1	10.385,2
Total pasivos y Equity	6.358,1	6.875,9	19.668,8

8.5. Activos que conforman el índice Paris CAC 40

Paris CAC 40 Index (^FCHI): Activos que lo conforman

Nombre de la compañía	Exchange:Ticker	Moneda	Mkt. Cap. (mm)	Ingresos (mm)	Precio	P/E	P/BV	Industria primaria
Airbus SE	ENXTPA:AIR	€	84.251	52.149	107,24	19,57x	8,90x	Aerospace and Defense
Alstom SA	ENXTPA:ALO	€	7.834	12.710	20,98	128,35x	0,86x	Construction Machinery and Heavy Trucks
ArcelorMittal S.A.	ENXTAM:MT	€	26.302	76.571	28,92	2,35x	0,60x	Steel
AXA SA	ENXTPA:CS	€	60.314	121.580	25,61	10,90x	0,89x	Multi-line Insurance
BNP Paribas SA	ENXTPA:BNP	€	65.443	41.625	53,05	7,84x	0,56x	Diversified Banks
Bouygues SA	ENXTPA:EN	€	12.523	37.644	32,96	11,03x	1,12x	Construction and Engineering
Capgemini SE	ENXTPA:CAP	€	32.824	18.160	190,85	28,45x	-	IT Consulting and Other Services
Carrefour SA	ENXTPA:CA	€	13.853	74.080	18,08	13,91x	1,35x	Hypermarkets and Super Centers
Compagnie de Saint-Gobain S.A.	ENXTPA:SGO	€	30.229	44.160	57,99	12,01x	1,46x	Building Products
Compagnie Générale des Établissements Michelin Société en commandite par actions	ENXTPA:ML	€	21.825	23.795	122,25	11,68x	1,46x	Tires and Rubber
Crédit Agricole S.A.	ENXTPA:ACA	€	32.690	21.081	10,81	5,84x	0,48x	Diversified Banks
Danone S.A.	ENXTPA:BN	€	34.125	24.281	53,48	18,00x	1,98x	Packaged Foods and Meats
Dassault Systèmes SE	ENXTPA:DSY	€	58.590	4.860	44,38	76,70x	9,39x	Application Software
ENGIE SA	ENXTPA:ENGI	€	29.251	57.866	12,09	8,31x	0,79x	Multi-Utilities
EssilorLuxottica Société anonyme	ENXTPA:EL	€	72.432	19.820	164,78	50,05x	2,06x	Apparel, Accessories and Luxury Goods
Eurofins Scientific SE	ENXTPA:ERF	€	17.401	6.718	90,5	24,77x	3,74x	Life Sciences Tools and Services
Hermès International Société en commandite par actions	ENXTPA:RMS	€	126.043	8.982	1204,5	51,78x	13,41x	Apparel, Accessories and Luxury Goods
Kering SA	ENXTPA:KER	€	73.635	17.645	593,5	23,31x	5,52x	Apparel, Accessories and Luxury Goods
L'Air Liquide S.A.	ENXTPA:AI	€	72.311	23.335	152,52	27,85x	3,37x	Industrial Gases
Legrand SA	ENXTPA:LR	€	24.141	6.994	90,5	26,54x	4,22x	Electrical Components and Equipment
L'Oréal S.A.	ENXTPA:OR	€	201.236	32.288	360,85	43,31x	8,53x	Personal Products
LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton, Société Européenne	ENXTPA:MC	€	317.107	64.215	629,8	26,32x	6,73x	Apparel, Accessories and Luxury Goods
Orange S.A.	ENXTPA:ORA	€	28.391	42.522	10,68	ND	0,88x	Integrated Telecommunication Services
Pernod Ricard SA	ENXTPA:RI	€	48.733	9.798	187,75	28,29x	3,09x	Distillers and Vintners
Publicis Groupe S.A.	ENXTPA:PUB	€	14.650	11.738	57,8	14,03x	1,68x	Advertising
Renault SA	ENXTPA:RNO	€	6.362	46.213	23,41	7,11x	0,23x	Automobile Manufacturers
Safran SA	ENXTPA:SAF	€	45.598	15.293	106,84	ND	3,55x	Aerospace and Defense
Sanofi	ENXTPA:SAN	€	118.651	39.175	95,03	18,94x	1,73x	Pharmaceuticals
Schneider Electric S.E.	ENXTPA:SU	€	87.017	28.905	152,92	26,57x	3,56x	Electrical Components and Equipment
Société Générale Société anonyme	ENXTPA:GLE	€	20.778	25.722	24,92	4,03x	0,33x	Diversified Banks
Stellantis N.V.	ENXTPA:STLA	€	46.103	149.419	14,71	3,44x	0,82x	Automobile Manufacturers
STMicroelectronics N.V.	ENXTPA:STM	€	34.050	12.761	37,64	19,41x	4,12x	Semiconductors
Teleperformance SE	ENXTPA:TEP	€	20.363	7.115	346,7	37,17x	6,45x	Research and Consulting Services
Thales S.A.	ENXTPA:HO	€	23.847	16.192	112	24,60x	3,68x	Aerospace and Defense
TotalEnergies SE	ENXTPA:TTE	€	119.287	184.634	46,01	8,52x	1,19x	Integrated Oil and Gas
Unibail-Rodamco-Westfield SE	ENXTAM:URW	€	8.766	1.949	63,25	ND	0,46x	Retail REITs
Veolia Environnement S.A.	ENXTPA:VIE	€	20.630	27.662	30,02	32,45x	2,13x	Multi-Utilities
Vinci SA	ENXTPA:DG	€	52.816	50.230	93,41	20,34x	2,32x	Construction and Engineering
Vivendi SE	ENXTPA:VIV	€	12.325	9.572	11,79	ND	0,65x	Broadcasting
Worldline SA	ENXTPA:WLN	€	11.552	3.689	41,19	59,82x	1,28x	Data Processing and Outsourced Services