



Trabajo Fin de Grado

VALORACIÓN EMPRESAS. ANÁLISIS SECTOR TELECOMUNICACIONES

Autor:

José Javier Mainar Lasantas

Director:

Luis Alberto Fabra Garcés

FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA: LORENZO NORMANTE

Año: 2015/2016

ÍNDICE**pág.**

1.INTRODUCCIÓN	4
2.DESCRIPCIÓN GENERAL Y OBJETIVOS.....	5-6
3.SECTOR ECONÓMICO Y EMPRESAS SELECCIONADAS.....	6-7
4.ANÁLISIS CONTABLE DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS	8-17
4.1.ANÁLISIS ESTRUCTURAL	9
4.1.1. Telefónica.....	9-10
4.1.2. Yoigo.....	10
4.1.3. Comparación Telefónica-Yoigo.....	10-11
4.2.ANÁLISIS DE LIQUIDEZ	11
4.2.1. Telefónica.....	11
4.2.2. Yoigo.....	12
4.2.3. Comparación Telefónica-Yoigo.....	12
4.2.ANÁLISIS DE SOLVENCIA	12
4.2.1. Telefónica.....	13
4.2.2. Yoigo.....	13
4.2.3. Comparación Telefónica-Yoigo.....	13
4.2.ANÁLISIS DE RENTABILIDAD	14
4.2.1. Telefónica.....	14-15
4.2.2. Yoigo.....	15-16
4.2.3. Comparación Telefónica-Yoigo.....	16-17
5.VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS.....	17
5.1.MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE	17-18
5.1.1. Aplicación a Telefónica	18-20
5.1.2. Aplicación a Yoigo	20-22
5.2.MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS	22
5.2.1. Aplicación a Telefónica	23
5.2.2. Aplicación a Yoigo	23-24
5.3.MÉTODOS MIXTOS	24-25
5.3.1. Aplicación a Telefónica	25-26
5.3.2. Aplicación a Yoigo	26-28

5.4.MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS	28-30
5.4.1. Aplicación a Telefónica	30-39
5.4.2. Aplicación a Yoigo	39-47
6.FACTORES DE CREACIÓN/DESTRUCCIÓN VALOR.....	47
6.1.ANÁLISIS DE FACTORES DE CREACIÓN/DESTRUCCIÓN VALOR ...	47-48
6.2.IDENTIFICACIÓN FACTORES Y SIMULACIÓN	48
6.2.1. Aplicación a Telefónica	48-53
6.2.2. Aplicación a Yoigo	54-58
7.CONCLUSIONES	59-61
8.BIBLIOGRAFÍA	62-63
9.ANEXOS	64
ANEXO I. CUENTAS ANUALES DE TELEFÓNICA	64-65
ANEXO II.CUENTAS ANUALES DE YOIGO	65-67
ANEXO III.PROYECCIÓN CUENTAS ANUALES DE TELEFÓNICA	68-71
ANEXO IV.PROYECCIÓN CUENTAS ANUALES DE YOIGO	71-74

Autor: José Javier Mainar Lasantas.

Director: Luis Alberto Fabra Garcés.

Título: Valoración Empresas. Análisis Sector de Telecomunicaciones.

Titulación: Grado en Finanzas y Contabilidad (FICO).

RESUMEN

Con este trabajo pretendo analizar los diversos métodos de valoración de empresas que existen para poder analizar un sector en particular como es de las telecomunicaciones a través de dos de sus empresas más representativas en España y de esa forma obtener conclusiones que me permitan comparar los resultados de los métodos que he aplicado y ver cuál es el que representa la imagen de valoración más fiel del sector que pretendo analizar en cuestión.

Para ello lo primero que tendré que tener en cuenta será la condición del sector en sí mismo en función de la actividad que realice para de esa forma poder analizar de forma concisa los parámetros que más destaque en las estructuras contables de ambas empresas y a partir de ahí aplicaré varios métodos de valoración para llegar a la conclusión de cuál es el mejor método en función de los resultados obtenidos y cuáles son los factores que más crean o destruyen valor.

Palabras clave: telecomunicaciones, valor, métodos de valoración de empresas, flujos de fondo libre.

SUMMARY

With this work I pretend to analyse the different methods of valuing companies that exist to analyse a particular sector as is telecommunications through two of its most representative in Spain companies and in that form it can obtain conclusions that allow me to compare the results of methods I have applied and see which of them represents the most faithful image of valuing of sector more faithful I intend to analyse in question.

To do this the first thing I have to consider will be the condition of the sector in itself depending on the activity carried out in order in that way it is being able to analyse concisely the parameters more important in the accounting structures of both companies and from then on I will apply several valuation methods to conclude what is the best method according to the results and what factors are creators or destroyers of value.

Key words: telecommunications, value, company valuation methods, free cash flow.

1. INTRODUCCIÓN

El trabajo que se presenta a continuación pretende aplicar los métodos de valoración estudiados durante el grado para permitir acercarse de alguna forma a la realidad con la que se tienen que enfrentar las empresas, que no es otra que la incertidumbre de saber si la empresa está creando valor o si por el contrario se encuentra abocada al fracaso por sus pocas perspectivas de crecimiento en el futuro. En el estudio de este trabajo en concreto se analizarán las perspectivas de crecimiento que tienen dos de las empresas más significativas del sector de telecomunicaciones como son Telefónica y Yoigo, con el objetivo de poder llegar a valorarlas de la forma más fiel posible a la realidad a través de los diversos métodos de valoración que existen, y más específicamente con aquellos factores que resultan determinantes a la hora de poder generar valor o no.

La importancia que se le otorga a la capacidad de generar valor a una empresa no ha estado siempre presente dentro del mundo empresarial, puesto que antes de que el mercado estuviera tan globalizado los objetivos eran bien distintos, pasando de obtener simple y llanamente beneficios para el accionista a ser capaz de maximizar el valor de la empresa para el mismo, por lo que es partir de aquí donde obtienen una gran relevancia los métodos de valoración que se van a tratar durante el trabajo presente.

En primer lugar se hará una descripción general del sector a analizar a través de dos de sus empresas más representativas, donde se hablará de los objetivos principales que se persiguen con el trabajo, seguidamente se pasará a hablar más específicamente del sector en cuestión indicando brevemente en qué consiste y explicando el motivo que ha llevado a estudiarlo. Con esta información ya se puede pasar a analizar la estructura contable de las dos empresas a través de los ratios más significativos en función del sector que se trate, y una vez hecho ese análisis se pasará a desarrollar uno de los apartados clave del trabajo como es el de la aplicación de los diferentes métodos de valoración. En este punto se analizarán los resultados obtenidos y una vez se haya elegido el método más adecuado se procederá a identificar y simular aquellos factores que puedan ser determinantes para crear o destruir valor.

Finalmente se obtendrán las conclusiones del estudio realizado a través de un análisis de los puntos más significativos que se han venido desarrollando a lo largo del mismo

2. DESCRIPCIÓN GENERAL Y OBJETIVOS

Con este trabajo se pretende analizar el sector de las telecomunicaciones en España y ver su evolución durante los últimos cinco años a través de dos de sus empresas más representativas, aplicando para ello diversos análisis y métodos que permitan hacer una valoración lo más próxima a la realidad. El análisis partiría del estudio de la empresa Telefónica por ser una de las empresas más fuertes del sector y con red propia, y por otro lado analizaría otra empresa de menor relevancia pero que actualmente es el cuarto operador del país con red propia como es en este caso la empresa Xfera-Móviles que posee la marca Yoigo (en adelante haré alusión siempre al nombre de Yoigo por ser la marca comercial con la que se da a conocer la empresa además de ser la que se conoce entre el público en general).

Existen varios motivos por los cuales se ha optado por estas dos empresas entre los que destaca el poder analizar el sector desde el punto de vista de una empresa como Telefónica, asentada desde hace muchos años en el mercado de telecomunicaciones con una amplia proyección tanto a nivel nacional como internacional y con una gran historia en el sector, y por otro desde el de una empresa que ha ido al remolque de las tres grandes operadoras del país (Vodafone-Ono, Telefónica y Orange-Jazztel) desde que obtuviera una de las nuevas licencias UMTS en el año 2000, pero que se ha mantenido como el cuarto operador en discordia con red propia como es Yoigo, siendo el único operador de los cuatro que ha obtenido una evolución en los beneficios del último año positiva.

Además resulta interesante analizar dos empresas que operan de forma diferente al cotizar una de ellas, en el caso de Telefónica, en el mercado de valores y Yoigo por el contrario no, ofreciendo así unas perspectivas de crecimiento totalmente diferentes.

Durante los últimos veinte años y en comparación con sectores como el eléctrico, gas o el del transporte es el de las telecomunicaciones el que más ha avanzado hacia un mercado completamente liberalizado tras años de monopolio y además es el que más ha contribuido al crecimiento del PIB del país.

Otro hecho que se ha producido en referencia al sector que se aborda es la notable reducción de costes que ha venido motivada precisamente por la liberalización de la que hablaba en el párrafo anterior, es decir el de permitir que entren al mercado otras compañías ha supuesto compartir muchos recursos derivados de la red de telecomunicaciones propiamente dicha mejorando así de forma considerable la eficiencia

de la producción y asignación de otros sectores al incorporar nuevas tecnologías y especialmente las relacionadas con las tecnologías de la información y la comunicación (TIC).

Para poder hacer un buen análisis será necesario identificar los patrones que más se repitan en las estructuras contables de las dos empresas del sector para tener un punto de partida a partir del cual se trabaje respecto a las variables más relevantes en la búsqueda del valor empresarial. Se identificarán los métodos de valoración que más se ajustan a los precios de mercado y se describirán cada uno de ellos para de esa forma poder valorar las aplicaciones de cada uno de ellos.

Por último se analizarán los parámetros con mayor incidencia en la creación/destrucción de valor en el sector en cuestión para obtener una conclusión tras haber comparado los resultados que hayan ofrecido los diversos métodos de valoración y la posible valoración que asigne el mercado a cada una de las empresas estudiadas (Yoigo en este caso no cotiza).

3. SECTOR ECONÓMICO Y EMPRESAS SELECCIONADAS

El sector económico que se abarca en este trabajo tiene, tal y como se mencionaba al principio en la descripción general y los objetivos que se persigue, una relevancia muy significativa en cuanto al crecimiento del PIB de España puesto que, año tras año, se ha consolidado como un sector que se ha encontrado en un constante desarrollo tecnológico y que se ha encontrado marcado por importantes cambios producidos desde el monopolio natural, instaurado a partir de 1924, hasta la liberalización de mercados que se ha venido produciendo gradualmente desde el año 1995, dando paso a nuevos competidores y por tanto a una mayor calidad de servicio y oferta de cara al consumidor.

Como definición del mismo se trata, no solo de un sector que comprende los servicios de telefonía, sino también de distribución de sonido, imágenes, datos, redes de cable, radiofusión, retransmisión o satélites. En este trabajo en cuestión se abarcarán principalmente los servicios de telefonía, datos y redes de cable puesto que son los que más cambios han soportado en los últimos años consecuencia del importante avance tecnológico que han desarrollado las nuevas tecnologías de información y comunicación TIC).

Como operadores más representativos se encuentran Telefónica, la fusión realizada entre Vodafone-Ono y Orange-Jazztel, y por último Xfera-Móviles (Yoigo), apareciendo como nuevos competidores del sector, entre otros, operadores móviles virtuales como, Pepephone (usa línea de Telefónica), Tuenti Móvil, You Mobile, etc..., definiendo como operador móvil virtual aquel que no dispone de una infraestructura propia de antena y que tiene que alquilársela a aquellos que si la tienen (Telefónica, Orange, etc...).

Todos estos nuevos competidores mencionados surgen como consecuencia de la decisión, por parte de la CMT (Órgano regulador del sector de las telecomunicaciones) de obligar, a partir del 2006, a compartir infraestructuras con los nuevos operadores móviles virtuales para de esa forma permitir una mayor competencia del sector y quitar poder a las tres grandes compañías que existían hasta ese momento. Se pasó de tener tres operadores a unos veinte y como observación comentar que se redujo mucho el coste medio por minuto de las llamadas.

En el estudio he incluido a Telefónica por tratarse, a mi entender, de la empresa más representativa del sector, y a Yoigo por tratarse de una empresa que se encuentra actualmente en crecimiento y que poco a poco se va abriendo paso entre las tres grandes compañías del país como Telefónica, Ono-Vodafone y Orange-Jazztel. Estos tres operadores acaparan el 90% de la telefonía y banda ancha.

4. ANÁLISIS CONTABLE DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS

A continuación se van establecer los ratios que servirán para identificar los patrones más destacados dentro de la estructura contable de cada una de las empresas, aunque, como ya se comentó en la introducción, la naturaleza de las dos empresas a estudiar es muy diferente puesto que una cotiza en el mercado de valores y la otra no, siendo la perspectiva con la que se interpreten los ratios algo diferente.

A continuación se pasará a estudiar el análisis estructural, de liquidez, de solvencia y el de rentabilidad de cada una de las empresas para luego comparar los resultados dentro de la propia empresa en sí y entre ambas empresas a través del análisis de los ratios considerados más relevantes.

Los parámetros adecuados de cada uno de los ratios son subjetivos puesto que en función del sector a tratar pueden variar y no reflejar la realidad del mismo, por lo que se han establecido unos parámetros orientativos que permitan realizar un estudio de la estructura contable de las dos empresas del sector en cuestión.

4.1. ANÁLISIS ESTRUCTURAL:

	<i>Telefónica</i>	<i>yoigo</i>								
RATIOS DE ESTRUCTURA	2015		2014		2013		2012		2011	
Inmovilización:										
Inmovilizado Activo	0,33%	39,19%	0,33%	41,25%	0,38%	33,95%	0,41%	38,91%	0,44%	38,82%
AC Activo	12,12%	22,31%	14,89%	19,55%	17,19%	27,32%	8,42%	19,35%	5,77%	19,35%
Realizable Activo	11,99%	12,84%	9,55%	13,63%	8,88%	24,55%	5,69%	16,89%	4,94%	10,51%
Independencia financiera:										
NP Pasivo Total	34,73%	-16,41%	36,96%	-16,46%	36,63%	-9,08%	34,42%	-8,59%	41,27%	-9,03%
Endeudamiento:										
Deuda total PN+ Pasivo total	72,75%	53,17%	73,01%	119,71%	73,19%	109,98%	74,39%	109,40%	71,26%	109,93%
Deudas totales Pasivo total	90,18%	19,09%	98,44%	15,88%	98,74%	18,12%	98,30%	19,16%	98,41%	71,75%
Deudas l/p Pasivo total	67,92%	11,45%	77,85%	10,84%	74,91%	0,00%	73,91%	1,17%	70,85%	71,75%
Calidad de la deuda:										
Deudas c/p Pasivo total	22,26%	7,64%	20,59%	5,04%	23,83%	18,12%	27,22%	17,99%	24,69%	0,00%
Endeudamiento total:										
Pasivo (Deudas l/p+c/p Patrimonio Neto)	287,90%	-609,23%	270,54%	-607,41%	272,98%	-1101,62%	290,53%	-1163,93%	242,32%	-1107,38%
Ratio de garantía:										
Activo real Deuda total	137,45%	83,59%	136,96%	83,54%	136,63%	90,92%	134,42%	91,41%	140,34%	90,97%

4.1.1. Telefónica:

Presenta un ratio de inmovilización (Inmovilizado/Activo) muy bajo puesto que sus partidas más relevantes residen en las inversiones que tiene con empresas del grupo y asociadas, su ratio de circulabilidad (Activo circulante/Activo) es también bajo y se encuentra muy por debajo del 50%, lo que le podría acarrear problemas en el corto plazo para convertir su circulante en disponible financiero y, con respecto al peso que tiene su patrimonio neto en función de la deuda total (Neto patrimonial/Pasivo total) manifiesta poca independencia financiera (por debajo del 50%).

Su endeudamiento es mayoritariamente a largo plazo como se puede ver en el ratio correspondiente (Deudas a largo plazo/pasivo total) puesto que el grupo Telefónica está compuesto por muchas empresas extendidas por diferentes países y los valores del ratio global (Deuda total/Patrimonio neto+Pasivo total) se mantienen constantes durante los últimos cinco años aunque ligeramente por encima de los parámetros adecuados (del 40-60%)

Respecto a la calidad de la deuda en lo que a plazo se refiere (Deudas a corto plazo/pasivo total), los valores están por debajo del 50% y eso le permite estar bien posicionada en este aspecto.

Su ratio de garantía (Activo total/Deuda total) indica el peso que tiene la deuda respecto a los activos reales de la empresa, es decir, excluyendo activos ficticios como pueden ser las amortizaciones, etc...) encontrándose por encima del valor de 1 y sin problemas de que pueda existir quiebra técnica.

4.1.2. Yoigo:

A diferencia de Telefónica presenta un ratio de inmovilizado bastante más elevado puesto que no dispone de inversiones con empresas del grupo y no se encuentra expandida por otros países salvo España. Hay que tener en cuenta que Yoigo es la filial de la matriz sueca TeliaSonera y que el objetivo de esta filial ha sido el de asentarse como operador de telefonía móvil en España.

Su ratio de circulabilidad es más elevado que el de Telefónica pero sin llegar tampoco al 50% que sería el rango más adecuado.

La independencia financiera de la empresa es nula puesto que arrastra pérdidas de ejercicios anteriores y con ello patrimonios netos negativos a excepción del último año (2015), además si no se hubiesen considerado los préstamos participativos en la deuda total (son aquellos préstamos que aportan los socios para financiar a la sociedad en la misma proporción que su participación en la sociedad) el ratio sería todavía más negativo. Hay que tener en cuenta que según el artículo 363 de la LSC (Ley de Sociedades de Capital) estos préstamos se computan como patrimonio neto aunque en las cuentas anuales se encuentren reflejadas en el pasivo no corriente.

En cuanto a los ratios de endeudamiento y al hilo de lo que comentaba de los préstamos participativos, su ratios variarán en función de que se consideren estos préstamos o no. Si los computo como deuda sus ratios son muy elevados mientras que si no lo hago el peso que pueda tener la deuda de Yoigo así como su apalancamiento es muy pequeño y por tanto presentaría unos niveles de deuda muy pequeños.

Su ratio de garantía también variará en función de lo comentado previamente.

4.1.3. Comparación Telefónica-Yoigo:

Si se compara a Telefónica con Yoigo respecto a estos ratios se aprecia cierta similitud en cuanto a lo que supone convertir su realizable en disponible financiero y se denota una

gran diferencia en cuanto a la independencia financiera de una y otra debido a las circunstancias de una y otra. La deuda de Telefónica es considerablemente mayor que la de Yoigo, algo lógico puesto que hablamos de una empresa con una larga trayectoria y mucha historia y que se ha expandido por toda Latinoamérica, invirtiendo constantemente en nuevas y mejores tecnologías para poder mantenerse en la vanguardia del sector.

4.2. ANÁLISIS DE LIQUIDEZ:

RATIOS DE LIQUIDEZ	2015		2014		2013		2012		2011	
	Telefónica	Yoigo	Telefónica	Yoigo	Telefónica	Yoigo	Telefónica	Yoigo	Telefónica	Yoigo
Liquidez:										
AC PC	153,65%	64,68%	99,06%	56,87%	98,54%	49,00%	53,26%	44,84%	31,15%	101,72%
Disponible Realizable	1,08%	87,02%	55,97%	48,91%	63,08%	11,46%	48,12%	14,63%	16,74%	28,39%
Liquidez inmediata o disponibilidad:										
Disponible PC	0,74%	27,47%	35,53%	17,23%	32,11%	4,97%	15,05%	5,70%	4,21%	28,87%
Disponible Exigible inmediato	8,67%		603,95%	4467,90%	573,77%		213,97%	2356,51%	103,10%	151,59%
Tesorería:										
Disponible + realizable PC	69,17%	59,04%	99,00%	52,46%	83,00%	48,33%	46,33%	44,62%	29,36%	96,56%

4.2.1 Telefónica:

La razón circulante para hacer frente a la deuda a corto plazo (Activo circulante/Pasivo circulante) se ha encontrado por debajo del 100% durante los años 2011-2014 provocando posibles problemas de liquidez pero en el año 2015 se encuentra por encima del 150% lo que indica una recuperación considerable en el corto plazo (valores adecuados entre 150-200%) y en cuanto a la relación entre su disponible y el realizable el cual incluye las inversiones a corto plazo, el valor es extremadamente bajo en el año 2015 debido a la disminución de tesorería que se ha producido de un año a otro.

Su liquidez inmediata (Disponible/Pasivo) venía siendo buena en años anteriores hasta el año 2015, donde disminuye considerablemente consecuencia de lo comentado anteriormente. Un valor adecuado para este ratio estaría comprendido entre el 10-40% ya que si estuviera por debajo tendría problemas para hacer frente a los pagos y por encima sería señal de que dispone de activos que podrían obtener más rentabilidad

Su ratio de tesorería (Disponible+realizable/Pasivo corriente) se encuentra cercano a valores próximos al 100% lo que indica que podría hacer frente a las deudas a corto plazo si consideramos también la partida de deudores e inversiones a corto plazo.

4.2.2. Yoigo:

Durante el 2011, que fue el año en donde empezó a tener un EBITDA positivo, su razón de solvencia estaba por encima del 100% pero del 2011 en adelante ha pasado a estar por la mitad, notando una ligera mejoría en el año 2015 gracias a los buenos resultados de la empresa consecuencia del aumento de clientes obtenidos (deudores).

La capacidad de hacer frente al realizable con su disponible mejora considerablemente en 2015 con valores próximos al 100% después de los valores tan bajos que se habían producido en los cuatro años anteriores y su liquidez inmediata mejora en el último año después de tres años consecutivos bajos.

El ratio de tesorería se encuentra por debajo del 100% lo que podría acarrear suspensión de pagos en el corto plazo pero como se aprecia en el cuadro se observa una mejoría del 2011 en adelante.

4.2.3. Comparación Telefónica-Yoigo:

Las principales diferencias radican en el ratio de liquidez y en su relación de disponible respecto al realizable donde Yoigo denota que se encuentra en fase de crecimiento y con amplio margen para poder efectuar inversiones que le permitan expandirse hacia la búsqueda de nuevos mercados. Todo lo comentado se encuentra pendiente de que pueda ser adquirida o no por el fondo británico Zegona (dueña de Telecabal) porque de esta forma podría reestructurar su deuda y expandirse hacia otros mercados.

4.3. ANÁLISIS DE SOLVENCIA:

RATIOS DE SOLVENCIA	2015		2014		2013		2012		2011	
	Telefónica	Yoigo	Telefónica	Yoigo	Telefónica	Yoigo	Telefónica	Yoigo	Telefónica	Yoigo
Solvencia a l/p (>150%)										
ANC+AC PNC+PC	108,73%	83,59%	136,96%	83,54%	136,63%	90,92%	134,42%	91,41%	140,34%	90,97%
Apalancamiento financiero:										
(ACTIVO/NP)* (BAT/BAIT)	-13,39	-1,09	1,63	-15,01	0,05	-19,78	109,00	15,23	2,20	-12,71
Fondo de maniobra sobre ventas										
FM (AC-EXIGIBLE A C/P) Ventas	7,80%	-5,87%	10,78%	-9,67%	9,01%	-10,23%	15,52%	-5,94%	6,75%	-5,65%
Situación neta ó jurídica										
ACTIVO TOTAL EXIGIBLE TOTAL	108,73%	83,59%	136,96%	83,54%	136,63%	90,92%	134,42%	91,41%	140,34%	90,97%

4.3.1. Telefónica:

Su solvencia a largo plazo está por debajo de los umbrales recomendados ($>150\%$) debido principalmente a las deudas que tiene a largo plazo con empresas del grupo, y respecto a su apalancamiento se observan valores muy dispares, desde un valor negativo en 2015 como resultado de obtener un resultado antes de impuestos negativo, hasta encontrarse con valores muy superiores a 1, lo que indica, tal y como conocemos el apalancamiento financiero como la utilización de la deuda para incrementar la rentabilidad de los fondos propios, que interesa financiarse con deuda puesto que el rendimiento de la inversión supera el coste de financiación.

Presenta un fondo de maniobra sobre ventas en general bajo, a excepción del año 2012, (valor óptimo 15-20%) y su situación neta o jurídica (Activo total/exigible total) se encuentra por encima del 100%, evitándole posibles problemas derivados de suspensión de pagos o quiebra.

4.3.2. Yoigo:

La solvencia de Yoigo a largo plazo es muy buena sino consideramos los préstamos participativos como deuda tal y como comentaba con los ratios de endeudamiento del análisis estructural pero baja si lo hacemos, tal y como se indica en el cuadro de arriba. En cuanto al apalancamiento no es un ratio adecuado para Yoigo puesto que, aparte de tener poca deuda financiera arrastra fondos propios negativos con lo que no es útil ni apropiado en este caso.

Los fondos de maniobra que presenta son negativos por lo que existe una importante tensión de liquidez, que no tiene porqué ser malo siempre y cuando Yoigo tenga capacidad para autofinanciarse.

El ratio que indica su situación neta o jurídica está por debajo del 100% pero próximo al mismo con lo que hay cierta capacidad de mejora en el futuro.

4.3.3. Comparación Telefónica-Yoigo:

Como se ha podido observar en el cuadro de arriba los ratios de Telefónica son relativamente mejores que los de Yoigo sobre todo en cuanto al fondo de maniobra, donde la diferencia es más que significativa en cuanto que Yoigo presenta fondos negativos por ser el pasivo corriente mayor que el activo corriente y con una falta de liquidez para hacer frente a los pagos más cercanos importante.

4.4. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD:

RATIOS RENTABILIDAD	2015		2014		2013		2012		2011	
	Telefónica	Yoigo								
Beneficio neto Ventas	0,14%	0,18%	29,84%	-9,36%	6,03%	-1,38%	10,85%	-0,92%	61,75%	-2,89%
Rentabilidad ventas										
Beneficio bruto Ventas	6,95%	1,29%	51,84%	-0,86%	22,94%	-0,99%	-1,36%	0,91%	79,39%	-3,27%
Rentabilidad activos										
Beneficio neto Activo total	0,01%	0,15%	3,03%	-7,94%	0,78%	-1,32%	0,70%	-0,84%	5,31%	-2,57%
Rentabilidad F.propios										
Beneficio neto Capital propio	0,03%	-0,77%	11,24%	40,29%	2,91%	13,18%	2,75%	8,90%	18,04%	25,86%
Rentabilidad bursatil										
Beneficio neto Capitalización bursatil	0,01%		5,62%		1,23%		1,14%		9,86%	
BPA (Bº por acción)										
Beneficio neto Nº de acciones	0,18%		57,22%		14,59%		13,55%		100,94%	
Rentab. económica: (BAIT/ACTIVO TOTAL)	0,48%	1,11%	5,27%	-0,73%	2,96%	-0,95%	-0,09%	0,83%	6,82%	-2,91%
Rentab. Financiera: (BAT/FONDOS PROPIOS)	-6,46%	-1,21%	8,59%	10,93%	0,14%	18,71%	-9,60%	12,60%	14,70%	36,94%

4.4.1. Telefónica:

Al tratarse de una empresa de servicios en donde sus beneficios varían mucho de un año a otro en función los ingresos obtenidos por la captación de nuevos clientes los ratios son muy inestables, por ejemplo, el ratio de los beneficios netos sobre las ventas que indica la rentabilidad total obtenida por unidad monetaria vendida es muy variable siendo muy bueno en 2011 gracias a los ingresos que tuvo por las ofertas de los pack fusión mientras que en los dos años siguientes cayó considerablemente debido a las ofertas de la propia competencia, mejorando en el año 2014 y obteniendo una rentabilidad prácticamente nula en el año 2015. El ratio de la rentabilidad sobre las ventas (BAIT/Ventas) que indica la relación entre precio y coste permite ver cuáles han sido los años en los que se ha obtenido más beneficio por volumen de ventas siendo el año 2012 y el 2015 los más flojos económico hablando.

La rentabilidad de sus activos es baja puesto que, como ya he mencionado en varias ocasiones a lo largo del trabajo, apenas dispone de partidas de inmovilizado en su balance por tratarse de una empresa de servicios y el mayor peso de sus activos radica en las

inversiones en empresas del grupo y asociadas tanto a corto como a largo plazo así como en las inversiones financieras que realiza de distinta índole.

La rentabilidad que ofrecen los fondos propios invertidos en relación con el beneficio neto (Beneficio neto/Fondos propios) ha venido siendo buena durante los años 2011-2014 y es en el año 2015 donde baja debido al bajo beneficio obtenido durante el mismo.

En cuanto a la rentabilidad bursátil (Beneficio neto/ capitalización bursátil) y el beneficio neto por acción se observa que el mejor valor se produce en el año 2011 siendo éste el que mayor beneficio neto arroja y donde la cotización de la acción es mayor, siendo el año 2015 el peor de todos puesto que los beneficios se reducen mucho así como la baja cotización que se da en ese momento.

La rentabilidad económica (BAIT/Activo total) que es en donde se tiene en cuenta la producción que generan los activos sin tener en cuenta los gastos financieros ofrece, al igual que se ha comentado con la rentabilidad bursátil y el beneficio por acción, resultados muy positivos en el año 2011, siendo muy negativos en el año 2012 debido al resultado de explotación negativo que obtiene ese año para mejorar durante los dos años siguientes y descender en el año 2015 como resultado del bajo resultado de explotación obtenido.

Con la rentabilidad financiera, que mide el beneficio neto generado en relación a la aportación de los propietarios de la empresa, muestra un resultado muy positivo durante el año 2011, siendo muy negativo durante el 2012 por las causas ya mencionadas en el apartado anterior, para mejorar considerablemente en los dos años siguientes y volver a ser muy negativo en el año 2015.

4.4.2. Yoigo:

Con Yoigo el análisis de la rentabilidad es muy particular puesto que, a excepción del año 2015 ha obtenido resultados netos negativos y eso le ha hecho no ser una empresa especialmente rentable por el momento.

Como se puede observar en el cuadro del análisis de rentabilidad Yoigo ha obtenido resultado casi siempre negativos durante los años 2011-2014 en todos los ratios como consecuencia de los resultados negativos obtenidos así como fondos propios negativos consecuencia, a su vez, de los resultado negativos que se iba arrastrando de ejercicios anteriores, a excepción del 2012 donde el ratio de la rentabilidad sobre las ventas (Beneficio neto/ventas) era positivo por ser el resultado de explotación positivo así como la rentabilidad económica (BAIT/Activo total) aunque con valores muy bajos.

El resto de ratios durante este periodo no son reales porque, aunque aparezcan en positivo, se debe a que al ser negativos tanto el valor del numerador como el del denominador el resultado obtenido se convierte en positivo sin serlo realmente. El motivo principal que ha supuesto que se obtuvieran resultados de explotación negativos ha sido la partida de aprovisionamientos en cuanto a la compra de terminales y tarjetas, los gastos de interconexión y roaming así como otros gastos externos de diferente índole. Además el tener unos elevadísimos gastos financieros tal como los intereses de deudas con entidades de crédito en relación a sus ingresos financieros ha mermado más si cabe el resultado neto de los diferentes ejercicios haciéndolo aún más negativo.

Aunque no todo es negativo y es a partir de los resultados obtenidos por Yoigo en el año 2015 lo que me ha hecho decantarme por ella para elegirla como una de las empresas más representativa del sector puesto que lo interesante está por llegar ahora pudiendo ver en la memoria de las cuentas anuales como Yoigo ha conseguido incrementar su EBITDA un 13% para de esta forma alcanzar por primera vez un resultado neto positivo, alcanzar una solvencia financiera con una deuda neta prácticamente nula tal y como veíamos en el análisis de solvencia (excluyendo los préstamos participativos) e incrementando las ventas de forma considerable gracias al aumento de portabilidades de clientes que ha obtenido en el último año. Los ratios del último año así lo avalan como es el caso de la rentabilidad sobre las ventas y la rentabilidad económica aunque tenga ratios todavía negativos como la rentabilidad sobre los fondos propios (Beneficio neto/ fondos propios) por ser estos negativos o la rentabilidad financiera (BAT/fondos propios) por la misma razón.

En cuanto a los ratios bursátiles no se puede hacer un análisis puesto que, a diferencia de Telefónica, Yoigo no cotiza en bolsa.

4.4.3. Comparación Telefónica-Yoigo:

En este caso no creo adecuado poder hacer una comparación entre una empresa y otra puesto que se trata de dos empresas que se encuentran en etapas diferentes, mientras Telefónica tiene altibajos pero que, en mayor o menor medida y gracias sobre todo a su posición actual en el mercado, posee recursos suficientes para mejorar los dos ratios fundamentales como son la rentabilidad económica y financiera, gracias en parte a sus principales activos como son las inversiones con empresas del grupo y asociadas y a la capacidad de generar beneficio en función de las aportaciones de diversos accionistas, Yoigo se encuentra ante un futuro realmente prometedor si sigue con las buenas cifras

obtenidas en el último año y, si finalmente se consuma el acuerdo de adquisición por parte del fondo británico Zegona, Yoigo podría despegar definitivamente para ser una empresa muy rentable y convertirse en uno de los principales operadores a nivel internacional.

5. VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS SELECCIONADAS

Una vez realizado el análisis contable de las dos empresas para de esa forma poder identificar los patrones más destacados que se daban en ambas estructuras contables, procedo a realizar la valoración de las dos empresas a través de cuatro métodos de valoración de naturaleza muy diversa basados en una clasificación consensuada por los expertos y que describiré en cada uno de los apartados que vienen a continuación:

5.1 MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE:

Estos métodos determinan el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio, por lo que al tratarse de algo estático no tienen en cuenta la evolución futura de la empresa en cuanto al valor del dinero, la situación del sector, etc.

Los métodos de valoración basados en el balance así como el resto de métodos que describiré en adelante los analizo a continuación en función de las definiciones aportadas por expertos (Ansón Peña, 1997 y Fernández López, 2013)¹:

- **Método del Valor neto contable:**

Es el capital más las reservas o lo que es lo mismo el activo menos el pasivo exigible. Sirve exclusivamente para conocer el valor contable de los recursos que aparecen en balance y coincidirá con el patrimonio neto de la empresa

- **Método del Valor neto contable ajustado:**

También conocido como patrimonio neto ajustado permite obtener los valores de activos y pasivos ajustados a su valor de mercado. En este caso no he podido usar este método

¹ Jose Ángel Ansón Lapeña es profesor titular de Economía Financiera y Contabilidad por la Universidad de Zaragoza.

Pablo Fernández López es doctor en Finanzas por la Universidad de Harvard y profesor del departamento de Dirección Financiera en el IESE

puesto que en las cuentas anuales no disponía de los valores de mercado propiamente dicho para poder ajustar los valores contables al mismo.

•Método del Valor sustancial:

Permite conocer el coste en el que se incurría si se quisiera reponer exclusivamente el valor de reposición es decir formar una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando pero teniendo en cuenta sólo los activos que sirven para la propia explotación de la empresa.

•Método del Valor de liquidación:

Permite conocer el valor de la empresa caso de que la empresa se liquide a través de la venta de activos y la cancelación de la deuda, no pudiendo aplicarlo en este caso puesto que no dispongo de esa información en las cuentas anuales puesto que en ninguno de los casos se pretende liquidar una empresa.

•Método de los capitales permanentes necesarios para la explotación (CPNE):

Este método es el resultado de quitarle al valor sustancial la deuda sin coste o lo que es lo mismo el exigible sin deuda (acreedores).

A continuación detallo el análisis numérico que he desarrollado aplicando los diferentes métodos basados en el balance a las dos empresas elegidas del sector a estudiar:

5.1.1. Aplicación en Telefónica:

(En millones de euros)

	2011			2012		
	VNC	VS	CPNE	VNC	VS	CPNE
Inmovilizado material	338,00	338,00	338,00	303,00	303,00	303,00
Inmovilizado intangible	68,00	68,00	68,00	64,00	64,00	64,00
Otros activos fijos	86.792,00	86.792,00	86.792,00	81.815,00	81.815,00	81.815,00
Deudores	698,00	698,00	698,00	1.065,00	1.065,00	1.065,00
Otros activos líquidos	3.876,00			4.038,00		
Tesorería	765,00	765,00	765,00	2.450,00	2.450,00	2.450,00
Total activo	92.537,00	88.661,00	88.661,00	89.735,00	85.697,00	85.697,00
Acreeedores a l/p	37.674,00			40.111,00		
Otros pasivos fijos	474,00			499,00		
Provisiones	107,00			195,00		
Deudas financieras	9.788,00			10.377,00		
Deudas a c/p	17.431,00			15.133,00		
Acreeedores comerciales	440,00		440,00	439,00		439,00

Otros pasivos líquidos	26,00			3,00		
Total exigible	65.940,00		440,00	66.757,00		439,00
Valoración empresa	26.597,00	88.661,00	88.221,00	22.978,00	85.697,00	85.258,00

	2013			2014		
	VNC	VS	CPNE	VNC	VS	CPNE
Inmovilizado material	262,00	262,00	262,00	225,00	225,00	225,00
Inmovilizado intangible	58,00	58,00	58,00	58,00	58,00	58,00
Otros activos fijos	70.186,00	70.186,00	70.186,00	72.782,00	72.782,00	72.782,00
Deudores	1.122,00	1.122,00	1.122,00	1.081,00	1.081,00	1.081,00
Otros activos líquidos	8.744,00			7.117,00		
Tesorería	4.768,00	4.768,00	4.768,00	4.584,00	4.584,00	4.584,00
Total activo	85.140,00	76.396,00	76.396,00	85.847,00	78.730,00	78.730,00
Acreedores a l/p	40.600,00			44.770,00		
Otros pasivos fijos	262,00			287,00		
Provisiones	225,00			313,00		
Deudas financieras	6.910,00			4.786,00		
Deudas a c/p	14.020,00			12.144,00		
Acreedores comerciales	286,00		286,00	336,00		336,00
Otros pasivos líquidos	10,00			43,00		
Total exigible	62.313,00		286,00	62.679,00		336,00
Valoración empresa	22.827,00	76.396,00	76.110,00	23.168,00	78.730,00	78.394,00

	2015		
	VNC	VS	CPNE
Inmovilizado material	222,00	222,00	222,00
Inmovilizado intangible	55,00	55,00	55,00
Otros activos fijos	61.927,00	61.927,00	61.927,00
Deudores	594,00	594,00	594,00
Otros activos líquidos	22.105,00		
Tesorería	110,00	110,00	110,00
Total activo	85.013,00	62.908,00	62.908,00
Acreedores a l/p	40.468,00		
Otros pasivos fijos	127,00		
Provisiones	878,00		
Deudas financieras	6.094,00		
Deudas a c/p	13.576,00		

Acreedores comerciales	619,00		619,00
Otros pasivos líquidos	88,00		
Total exigible	61.850,00		619,00
Valoración empresa	23.163,00	62.908,00	62.289,00

Como se puede ver en las tablas de valoración el valor neto contable nos refleja el patrimonio neto de la empresa como tal para servirnos de guía cuando tengamos que compararlo con su valor de mercado y ver si se asemeja al mismo o no. En cuanto al valor sustancial ha sido necesario incluir en la partida “Otros activos fijos” las inversiones financieras a largo plazo tanto las propias como las de empresas del grupo y asociadas puesto que sino el valor sustancial resultaba demasiado inverosímil, ya que aunque hemos comentado que el valor sustancial no incluye los activos no operativos en este caso las inversiones suponen el activo más importante a la vez que uno de los más operativos de Telefónica.

El capital permanente necesario para la explotación es muy similar al valor sustancial puesto que la deuda sin coste de Telefónica es muy pequeña, correspondiendo ésta a la partida de acreedores comerciales.

5.1.2. Aplicación en Yoigo:

(En miles de euros)

	2011			2012		
	VNC	VS	CPNE	VNC	VS	CPNE
Inmovilizado material	192.694,00	192.694,00	192.694,00	280.032,00	280.032,00	280.032,00
Inmovilizado intangible	174.922,00	174.922,00	174.922,00	147.099,00	147.099,00	147.099,00
Otros activos fijos	429.687,00			458.212,00		
Deudores	99.530,00	99.530,00	99.530,00	183.851,00	183.851,00	183.851,00
Otros activos líquidos	50.032,00			1.549,00		
Tesorería	42.455,00	42.455,00	42.455,00	26.982,00	26.982,00	26.982,00
Total activo	946.865,00	509.601,00	509.601,00	1.097.725,00	637.964,00	637.964,00
Acreedores a l/p	746.776,00			715.000,00		
Otros pasivos fijos	6.771,00			2.250,00		
Provisiones	0,00			4.797,00		
Deudas financieras	28.006,00					
Deudas a c/p	0,00			216.088,00		
Acreedores comerciales	147.036,00		147.036,00	257.595,00		257.595,00
Otros pasivos líquidos	112.267,00			5.171,00		
Total exigible	1.040.856,00		147.036,00	1.200.901,00		257.595,00
Valoración empresa	-93.991,00	509.601,00	362.565,00	-103.176,00	637.964,00	380.369,00

	2013			2014		
	VNC	VS	CPNE	VNC	VS	CPNE
Inmovilizado material	277.692,00	277.692,00	277.692,00	300.620,00	300.620,00	300.620,00
Inmovilizado intangible	126.469,00	126.469,00	126.469,00	115.984,00	115.984,00	115.984,00
Otros activos fijos	460.944,00			395.779,00		
Deudores	231.495,00	231.495,00	231.495,00	122.118,00	122.118,00	122.118,00
Otros activos líquidos	60.736,00			15.518,00		
Tesoreria	32.966,00	32.966,00	32.966,00	59.818,00	59.818,00	59.818,00
Total activo	1.190.302,00	668.622,00	668.622,00	1.009.837,00	598.540,00	598.540,00
Acreedores a l/p	630.900,00			832.038,00		
Otros pasivos fijos	551,00			425,00		
Provisiones	5.965,00			22.214,00		
Deudas financieras				1.339,00		
Deudas a c/p	237.192,00			59.573,00		
Acreedores comerciales	426.485,00		426.485,00	286.274,00		286.274,00
Otros pasivos líquidos	8.047,00			6.994,00		
Total exigible	1.309.140,00		426.485,00	1.208.857,00		286.274,00
Valoración empresa	-118.838,00	668.622,00	242.137,00	-199.020,00	598.540,00	312.266,00

	2015		
	VNC	VS	CPNE
Inmovilizado material	291.457,00	291.457,00	291.457,00
Inmovilizado intangible	102.685,00	102.685,00	102.685,00
Otros activos fijos	387.167,00		
Deudores	108.984,00	108.984,00	108.984,00
Otros activos líquidos	20.127,00		
Tesoreria	95.312,00	95.312,00	95.312,00
Total activo	1.005.732,00	598.438,00	598.438,00
Acreedores a l/p	806.247,00		
Otros pasivos fijos	324,00		
Provisiones	43.729,00		
Deudas a c/p	91.912,00		
Acreedores comerciales	255.043,00		255.043,00
Otros pasivos líquidos	5.978,00		
Total exigible	1.203.233,00		255.043,00
Valoración empresa	-197.501,00	598.438,00	343.395,00

En el caso de Yoigo los valores netos contables resultan ser negativos puesto que tiene un pasivo fijo muy elevado debido principalmente a la elevada deuda a largo plazo que ha mantenido todos los años sobre todo desde que se acordara financiar a la empresa para poder desarrollar el plan de negocio marcado a través de los préstamos participativos, tal y como se ha mencionado en puntos anteriores. Aunque estos préstamos deberían computarse como patrimonio neto, se incluyen finalmente como deuda puesto que así viene reflejado en las cuentas anuales de la empresa.

Los valores sustanciales son elevados puesto que, a diferencia de Telefónica los activos operativos se encuentran concentrados en el propio inmovilizado, y el capital permanente necesario para la explotación se reduce debido al peso que tiene la deuda sin coste (acreedores comerciales)

5.2. MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS

Son aquellos que pretenden determinar el valor de la empresa a través de los beneficios, ventas u otros indicadores.

Tipos de métodos:

- Valor de los beneficios (PER): el valor de las acciones es resultado de multiplicar el beneficio neto por el PER, que es el número de veces que se tiene que repetir el beneficio para alcanzar el valor de la empresa en concreto.
- Valor de los dividendos: el valor de las acciones es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella, aunque este método no se ha aplicado en este trabajo puesto que, además de no ser adecuado, no he dispuesto de toda la información necesaria.
- Múltiplo de las ventas: el valor de la empresa se calcula multiplicando las ventas por un número en función de la coyuntura del mercado.
- Otros múltiplos: son muy diversos, pudiéndose calcular el valor de la empresa en función del BAIT, EBITDA, etc... y todos ellos se encuentran calculados en las tablas que indico en el siguiente apartado.

En el siguiente apartado se incluirán los cálculos que se han realizado para los diferentes tipos de métodos, seguido de un análisis de los mismos.

5.2.1 Aplicación en Telefónica:

Valor de los beneficios.PEr (Valor de las acciones=PER*beneficio)	2011	2012	2013	2014	2015
precio por acción (31/12)	13,385	10,19	11,835	11,92	10,235
Beneficio por acción (31/12)	1,076	0,139	0,146	0,559	0,002
Nº de acciones totales:					
4.864.341.251					
PER	12,44	73,49	81,12	21,32	6223,32
Valor de las acciones					

Tras aplicar las diversas valoraciones que trae consigo este método se aprecia que no es un método adecuado para el sector de telecomunicaciones en sí ya que los valores que se obtienen como puede ser el beneficio por acción o el PER resultan ser muy variables de un año a otro, desvirtuando mucho la posible comparación que se pudiera hacer de un año a otro. Las ventas de este tipo de empresas son muy variables puesto que en función de la situación económica que exista los ingresos por cliente cambian mucho de un año a otro además de ser un sector inmerso en constantes cambios por su gran dependencia a los cambios tecnológicos.

Lo que reflejan también estos métodos es que la valoración que se pueda hacer del mercado en comparación con el valor contable resulta muy inverosímil puesto que una empresa puede estar en quiebra por su valor contable y tener un valor de mercado muy elevado.

Además la cotización de la acción de Telefónica a la baja al cierre del año 2014 y 2015 deja ver que la evolución de los flujos de caja no han sido todo lo buenos que cabían esperar siendo este factor, además de la rentabilidad exigida por los accionistas, uno de los factores clave para que el valor de la acción suba o baje. Otro factor fundamental es la forma de cómo se comporte el mercado requiriendo para ello análisis de profesionales independientes, estudio de la coyuntura económica, estudio de los diferentes agentes que componen la empresa como son los clientes, proveedores, etc...

5.2.2. Aplicación en Yoigo:

Múltiplos de las ventas	2011	2012	2013	2014	2015
Beneficios	-24.302,00	-9.183,00	-15.662,00	-80.182,00	1.519,00
Ventas	841.466,00	995.054,00	1.134.417,00	856.783,00	865.044,00
Bº/Ventas	-0,0289	-0,0092	-0,0138	-0,0936	0,0018

Otros múltiplos	2011	2012	2013	2014	2015
BAIT	-27.521,00	9.084,00	-11.259,00	-7.356,00	11.190,00
EBITDA	46.262,00	79.152,00	69.834,00	72.749,00	83.425,00
CASH FLOW OPERATIVO	49.482	60.884	65.431	-77	0
VALOR CONTABLE (FP)	-93.993,00	103.176,00	-118.838,00	199.020,00	197.501,00

Al igual que he comentado en el análisis de Telefónica no es un método adecuado para el sector a analizar debido a sus grandes variaciones de un año a otro, además de que Yoigo no cotiza y por tanto no se puede obtener el valor de la empresa (precio*número de acciones)

5.3. MÉTODOS MIXTOS

En este método el valor de la empresa es igual al valor de su activo neto más el valor del fondo de comercio, o lo que es lo mismo el valor sustancial más el beneficio extra (superbeneficio) que es capaz de generar la empresa en el futuro. Para calcular el valor para los propietarios habría que añadir a lo anterior los activos no operativos (inversiones) y restarle la deuda.

Los tipos de métodos que podemos encontrar son:

- Método Indirecto: el valor de la empresa es la suma del valor sustancial más el cociente entre el superbeneficio que se obtendría invirtiendo a una tasa de interés (i) libre de riesgo y esa misma tasa de interés (i) multiplicada por 2 (bono a 10 años)

$$(VE = VS + (B-i*VS) / 2i)$$
- Método Directo: es igual que el método anterior con la salvedad de que el superbeneficio, que en este caso sería el beneficio extra que se conseguiría invirtiendo a una tasa de interés (i), se divide por una tasa de interés que incorpora una prima de riesgo (le llamaré k y en mi caso será 1,5 pero podría oscilar entre 1,25-1,5)

$$(VE=VS+(B^0-i*VS)/K)$$
- Método de la U.E.C. (Unión de expertos contables): es la suma del valor sustancial más el superbeneficio actualizado a un momento determinado(n) y tomando para ello la tasa de interés que lleva incorporada una prima de riesgo (K). En el trabajo en cuestión se verá si es capaz de generarse beneficio extra o “superbeneficio” en un periodo de 5 y 10 años respectivamente. $(VE=VS+(B^0-i*VS)*ank)$

- Método de los Capitales permanentes necesarios para la explotación (CPNE): este método conlleva la misma formulación que el anterior a excepción de que en vez del valor sustancial se toma el capital permanente necesario para la explotación tanto en un sumando como en el otro. ($VE=CPNE+(B^0-i^*CPNE)*ank$)

A continuación se aplican los métodos a las dos empresas del sector elegidas para proceder a su posterior análisis:

5.3.1. Aplicación a Telefónica:

	2011	2012	2013	2014	2015
Valor Sustancial:	88.661,00	85.697,00	76.396,00	78.730,00	62.908,00

Interés del bono a 10 años:	5,020%	5,218%	3,675%	1,460%	1,514%
------------------------------------	--------	--------	--------	--------	--------

Método indirecto	2011	2012	2013	2014	2015
Bº últimos años	4.910,00	631,00	664,00	2.604,00	8,00
Bº medio	4.910,00	2.770,50	2.068,33	2.202,25	1.763,40
interes sin riesgo x VS	4.450,78	4.471,67	2.807,55	1.149,46	952,43
Bº - i*VS	459,22	-1.701,17	-739,22	1.052,79	810,97
VE = VS + (B-i*VS) / 2i	93.234,88	69.396,03	66.338,59	114.784,52	89.690,46
+ Activos no operativos	9.023,00	8.967,00	9.918,00	13.235,00	15.038,00
- deuda	64.893,00	65.621,00	61.530,00	61.700,00	60.138,00
Equity Value	37.364,88	12.742,03	14.726,59	66.319,52	44.590,46

Método directo	2011	2012	2013	2014	2015
i	5,020%	5,218%	3,675%	1,460%	1,514%
K (i*1.5)	7,530%	7,827%	5,513%	2,190%	2,271%
VE=VS+(Bº-i*VS)/k	94.759,51	63.962,37	62.986,12	126.802,69	98.617,95
+ Activos no operativos	9.023,00	8.967,00	9.918,00	13.235,00	15.038,00
- deuda	64.893,00	65.621,00	61.530,00	61.700,00	60.138,00
Equity Value	38.889,51	7.308,37	11.374,12	78.337,69	53.517,95

Método de la U.E.C	2011		2012		2013		2014		2015	
n (nº de años)	5	10								
rank	4,04	6,85	4,01	6,76	4,27	7,53	4,69	8,89	4,68	8,86
VE=VS+(B ⁰ -i ¹)VS*rank	90.517,46	91.808,79	78.873,64	74.192,40	73.240,40	70.827,38	83.665,05	88.093,47	66.700,61	70.090,42
+ Activos no operativos	9.023,00	9.023,00	8.967,00	8.967,00	9.918,00	9.918,00	13.235,00	13.235,00	15.038,00	15.038,00
- deuda	64.893,00	64.893,00	65.621,00	65.621,00	61.530,00	61.530,00	61.700,00	61.700,00	60.138,00	60.138,00
Equity Value	34.647,46	35.938,79	22.219,64	17.538,40	21.628,40	19.215,38	35.200,05	39.628,47	21.600,61	24.990,42
Método de los CPNE	2011		2012		2013		2014		2015	
CPNE	88.221,00		85.258,00		76.110,00		78.394,00		62.289,00	
n (nº de años)	5	10								
VE=CPNE+(B ⁰ -i ¹)CPNE*rank	90.166,76	91.520,20	78.526,52	73.908,32	72.999,27	70.620,55	83.352,04	87.801,10	66.125,43	69.554,42
+ Activos no operativos	9.023,00	9.023,00	8.967,00	8.967,00	9.918,00	9.918,00	13.235,00	13.235,00	15.038,00	15.038,00
- deuda	64.893,00	64.893,00	65.621,00	65.621,00	61.530,00	61.530,00	61.700,00	61.700,00	60.138,00	60.138,00
Equity Value	34.296,76	35.650,20	21.872,52	17.254,32	21.387,27	19.008,55	34.887,04	39.336,10	21.025,43	24.454,42

Aplicando los cuatro métodos basados en el fondo de comercio se observa que la diferencia más significativa a la hora de obtener el valor de la empresa se encuentra en los resultado obtenidos por un lado, con el método directo e indirecto, y por otro con los obtenidos con el método de la U.E.C. y C.P.N.E., el motivo se debe al horizonte temporal aplicado en unos y otros, mientras que en el método directo e indirecto el número de años es perpetuo, en los otros dos es para cinco y diez años.

En cuanto a los métodos de la U.E.C. y el C.P.N.E. como tal apenas hay diferencia puesto que tanto el valor sustancial como el C.P.N.E. presentan valores muy similares.

Los “beneficios extras” o “superbeneficios” que es capaz de generar la empresa tanto en un método como en otro contemplan valores positivos en todos los años salvo en los años 2011 y 2012 donde los beneficios contables de ese año han sido ya de por sí bajos en comparación con el resto.

5.3.2. Aplicación a Yoigo:

	2011	2012	2013	2014	2015
Valor Sustancial	509.601,00	637.964,00	668.622,00	598.540,00	598.438,00
Interés del bono a 10 años	5,020%	5,218%	3,675%	1,460%	1,514%

Método indirecto	2011	2012	2013	2014	2015
Bº-Pº últimos años	-24.302,00	-9.183,00	-15.662,00	-80.182,00	1.519,00
Bº medio	-24.302,00	-16.742,50	-16.382,33	-32.332,25	-25.562,00
interes sin riesgo x VS	25.581,97	33.288,96	24.571,86	8.738,68	9.060,35
Bº - i*VS	-49.883,97	-50.031,46	-40.954,19	-41.070,93	-34.622,35
VE = VS + (B-i*VS) / 2i	12.748,71	158.551,76	111.422,11	-807.998,84	-544.968,58
+ Activos no operativos	79.719,00	22.836,00	73.539,00	11.619,00	10.660,00
- deuda	774.782,00	230.088,00	237.192,00	191.950,00	229.659,00
Equity Value	-682.314,29	-48.700,24	-52.230,89	-988.329,84	-763.967,58

Método directo	2011	2012	2013	2014	2015
i	5,020%	5,218%	3,675%	1,460%	1,514%
K	7,530%	7,827%	5,513%	2,190%	2,271%
VE=VS+(Bº-i*VS)/k	-152.868,72	-1.252,32	-74.311,19	-1.276.845,11	-926.104,11
+ Activos no operativos	79.719,00	22.836,00	73.539,00	11.619,00	10.660,00
- deuda	774.782,00	230.088,00	237.192,00	191.950,00	229.659,00
Equity Value	-847.931,72	208.504,32	-237.964,19	-1.457.176,11	-1.145.103,11

Método de la U.E.C	2011	2012	2013	2014	2015	
n (nº de años)	5	10	5	10	5	10
ank	4,04	6,85	4,01	6,76	4,27	7,53
VE=VS+(Bº-i*VS)*ank	307.936,94	167.661,94	437.288,72	299.613,35	493.795,88	360.109,63
+ Activos no operativos	79.719,00	79.719,00	22.836,00	22.836,00	73.539,00	73.539,00
- deuda	774.782,00	774.782,00	230.088,00	230.088,00	237.192,00	237.192,00
Equity Value	-387.126,06	-527.401,06	230.036,72	92.361,35	330.142,88	196.456,63
Método de los CPNE	2011	2012	2013	2014	2015	
CPNE	362.565,00	380.369,00	242.137,00	312.266,00	343.395,00	
n (nº de años)	5	10	5	10	5	10
Bº-i*CPNE	-42502,76	-42502,76	-36590,15	-36590,15	-24560,53	-24560,53
VE=CPNE+(Bº-i*CPNE)*ank	190.740,67	71.221,81	233.606,56	132.918,65	134.217,50	51.693,48
+ Activos no operativos	79.719,00	79.719,00	22.836,00	22.836,00	73.539,00	73.539,00
- deuda	774.782,00	774.782,00	230.088,00	230.088,00	237.192,00	237.192,00
Equity Value	-504.322,33	-623.841,19	26.354,56	-74.333,35	-29.435,50	-111.959,52

Con Yoigo los valores se disparan más puesto todos los años salvo en el 2015 ha generado pérdidas y por tanto la diferencia que existe entre el método directo e indirecto es mucho más grande. Esto es debido principalmente a que se trata de una empresa tecnológica de relativamente reciente creación (año 2000) donde ha estado obteniendo pérdidas hasta el momento y que se espera, como empieza a reflejar el último año, que generé importantes beneficios en el futuro tras una importante inversión en tecnologías.

Los resultados que se obtienen en los otros dos métodos son más positivos puesto que al actualizar el tipo de interés para un horizonte temporal de 5 y 10 años el resultado es mayor.

Se concluye que, aunque son métodos rápidos y fáciles, no reflejan la realidad del sector puesto que los parámetros que se aplican son muy arbitrarios y no están basado en fundamentos científicos, aplicándose en muchas ocasiones los métodos a voluntad de las propias empresas. Tal vez podría tener sentido una vez aplicado el método de descuento de flujos de fondos ya que dispondrías de una estimación de flujos de fondo más regular y por tanto más comparable.

5.4. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS

Con este método se trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero libres o free cash flows que generará en el futuro descontándolos a través de una tasa de descuento estimada acorde al riesgo que presenten dichos flujos y que se denominará coste de capital medio ponderado (CMPC).

En definitiva, con este método la empresa se asegura minimizar el riesgo en aquellas decisiones que pueda tomar en el futuro a través de la proyección de los flujos de caja generados.

A continuación presento las fórmulas que necesitaré para llevar a cabo el método de valoración en cuestión:

- Valor de la $VTE_0 = VE_0 + ANOP_0 - D_0$ empresa: $VE_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\overline{FT}_t}{(1+K)^t} + \frac{\overline{Vr}_n}{(1+K)^t}$ siendo: →

- Flujos de tesorería generados cada año: → $FT_t = BAIT_t(1-t) + ALP_t - \Delta ANC_t - \Delta CC_t$
(método indirecto)

- Estimación tasa descuento (CMPC): $k_o = \frac{PN}{PN + D} (k_e) + \frac{D}{PN + D} (k_d (1-t))$

Siendo: $k_e = R_f + (R_m - R_f)\beta$

Si simplifico y tenemos una tasa de crecimiento constante (g): $Vr_n = \frac{FTL_n(1+g)}{k_0 - g}$

Pero además de la formulación de los distintos componentes de valoración el método abarca a su vez diversas fases de valoración como son:

- Valoración analítica. Ésta en concreto no la he aplicado puesto que habría que hacer una valoración de todas las partidas que tiene la empresa y para ello tendrían que estar bien cuantificadas, además no permite ir más allá de la información contable propiamente dicha con lo que se pierde la perspectiva del mercado.
- Análisis de la información histórica: es la información que permite obtener los ratios que harán de indicadores para poder estimar la proyección de los años futuros tanto del balance como de las cuentas de pérdidas y ganancias.
- Hipótesis de comportamiento: aquí se tiene en cuenta las características del entorno, la previsión del mercado, la comparación de las empresas con el propio sector, los planes de negocio de la empresas, en cuál de los escenarios se mueven (continuidad o no) y los objetivos que se pueda marcar la gestión de la directiva como puede ser los procesos de desinversión que se puedan llevar a cabo.

No obstante estas hipótesis son genéricas y en función de la empresa se podrán llevar más unas a cabo que otras, además en alguno de los casos no dispongo de toda la información necesaria.

- Necesidades de inversión (CAPEX): aquí se analiza si se trata de empresas en crecimiento o no.
- Proyección PYG y Balance: se trata de una fase elemental para luego hacer una correcta estimación de los flujos puesto que aquí se estiman las partidas más globales y relevantes de la empresa. Se prevé el posible crecimiento de las ventas, se estiman los gastos variables, fijos, el propio resultado que vayan a obtener las empresas, etc...
- Proyección de flujos de tesorería: aquí es donde se proyectan los flujos de tesorería futuros de los cinco años siguientes al año 2015 aplicando el método indirecto indicado al principio del apartado 5.4.
- Estimación de la tasa de descuento: aquí se pretende obtener la tasa de descuento que permite medir el riesgo en consecución de los flujos de caja que se generen en el futuro

a través de la fórmula presentada al principio del apartado 5.4 siendo el promedio ponderado del coste de la deuda (Kd) y la rentabilidad exigida por el accionista (Ko)

- Cálculo del valor residual: se aplica la fórmula ya mencionada a través de una tasa de crecimiento constante.
- Aplicación de los métodos de valoración.
- Interpretación de resultados.

5.4.1. Aplicación en Telefónica

5.4.1.1. Análisis de la información histórica:

A continuación detallo los indicadores obtenidos a partir de la información contable que dispongo de las cuentas anuales de Telefónica y que me permitirá obtener la evolución financiera así como las previsiones de los cinco años posteriores al año 2015:

	INFORMACIÓN HISTÓRICA				
	2011	2012	2013	2014	2015
A. Ventas	6,90%	-26,85%	89,15%	-20,69%	-32,39%
DIAS de cobro	32,038	66,826	37,220	45,212	36,747
% otros pasivos corrientes	65,73%	71,74%	69,01%	50,86%	71,64%
% Tesorería	9,62%	42,12%	43,33%	52,53%	1,86%
%amortización IM	17,73%	17,17%	23,75%	22,61%	15,52%
% otros gastos/ventas	5,02%	8,60%	3,12%	3,75%	13,27%
%gastos personal/ventas	3,07%	2,42%	1,40%	2,67%	5,34%
Tipo Impositivo	22,78%	-128,62%	1912,12%	30,92%	-140,51%
Coste deuda	3,27%	3,46%	4,41%	3,72%	4,66%
Resultado IF	2,71%	4,33%	5,08%	2,41%	8,31%
%Var. Deuda	22,38%	6,02%	-33,41%	-30,74%	27,33%
%Var. IF	49,68%	-3,92%	-28,33%	116,90%	-6,76%
Inversión en Inmovilizado	-46,00	-39,00	-47,00	-37,00	-6,00
%Var. Inv. en inmovilizado	-10,18%	-9,61%	-12,81%	-11,56%	-2,12%

	PREVISIONES				
	2016	2017	2018	2019	2020
A. Ventas	5,00%	5,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Días de cobro	39,726	45,146	40,810	41,529	40,792
% otros pasivos corrientes	65,80%	65,81%	64,62%	63,74%	66,32%
% Tesorería	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
%amortización IM	19,36%	19,68%	20,19%	19,47%	18,84%
% otros gastos/ventas	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
%gastos personal/ventas	3,00%	3,00%	2,00%	2,00%	2,00%

Tipo Impositivo	30,92%	30,92%	30,92%	30,92%	30,92%
Coste deuda	3,90%	4,03%	4,14%	4,09%	4,17%
Resultado IF	4,57%	4,94%	5,06%	5,06%	5,59%
%Var. Deuda	-5,00%	-5,00%	-5,00%	-5,00%	-5,00%
%Var. IF	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%
Inversión en Inmovilizado	-35,00	-32,80	-31,56	-28,47	-26,77
%Var. Inv. en inmovilizado	-9,25%	-9,07%	-8,96%	-8,19%	-7,52%

A la hora de hacer el análisis hago especial mención a que, por tratarse de una empresa del sector servicios no contempla en balance partidas habituales en empresas comerciales como pueden ser existencias y compras, por tanto no he podido obtener el ratio del margen comercial ni los días de pago a proveedores para las pretendidas proyecciones.

En cuanto a las ventas he estimado, según la información obtenida en la memoria de las cuentas anuales y noticias de prensa económica que, a pesar de los riesgos derivados del tipo de cambio, interés, etc... derivado de las empresas del grupo que componen Telefónica y a las recientes adquisiciones (la compra de la empresa brasileña GVP) y venta de participaciones de distinta índole (por ejemplo la venta de las operaciones de Telefónica en Reino Unido (O2)), las ventas aumentarán un 5% durante el 2016 y 2017 para estabilizarse en un 2% durante los tres años siguientes. Hay que tener en cuenta que los principales ingresos por ventas de Telefónica proceden de la prestación de servicios ofrecida a las filiales del grupo en cuanto al uso de las licencias, los dividendos correspondientes a las empresas del grupo y asociadas así como los ingresos por intereses de préstamos concedidos a las mismas.

La previsión de los días de cobro la he realizado en función del resultado histórico que se ha producido de los mismos durante los tres últimos años, efectuando con ello un promedio y aplicándolo a los cinco años siguientes y para el porcentaje de otros pasivos corrientes he calculado un promedio de los últimos cinco años puesto que la relación de la partida de otros gastos de explotación con la de otros pasivos ha mantenido una evolución constante durante los últimos cinco años. En cuanto a la tesorería mantengo un 5% de crecimiento durante los próximos cinco años.

La estimación de la amortización del inmovilizado material para los cinco próximos años la he calculado a través de un promedio puesto que esta partida ha variado muy poco en

los años anteriores y sobre los gastos de personal en función de las ventas he previsto una subida del 3% durante los dos próximos años y un 2% durante los siguientes debido a las nuevas adquisiciones que ha realizado la empresa durante el año 2015.

La partida de otros gastos de explotación en función de las ventas se mantienen en un 8% constante durante los próximos 5 años (del año 2016-2020) y la deuda financiera se reduce en un 5% durante los mismos, estimando una disminución de la inversión financiera 10% derivado de los riesgos geopolíticos que se están produciendo en determinados países, como es el caso de Latinoamérica.

En relación a los tipos impositivos históricos he considerado un tipo impositivo un poco más alto del que marca el régimen general en la actualidad (25%) dejándolo en un 30,92% constante para los próximos cinco años. Para la inversión en inmovilizado he calculado un promedio de los últimos cinco años puesto que se trata de una partida poco relevante para este tipo de empresa.

5.4.1.2. Hipótesis de comportamiento:

Para hacer una buen previsión del mercado hay que atenerse a la situación económica actual de España donde se puede decir que, a través de los últimos datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) hay indicios de recuperación tras varios años de sufrir una gran crisis tanto a nivel nacional como internacional, cerrándose el año 2015 con un crecimiento del PIB del 3,2%, creándose más de medio millón de puesto de trabajo y una estabilización en cuanto a precios y tipo de interés que ha permitido que aumente el consumo de las familias. Este indicio hace presagiar que las empresas del sector de telecomunicaciones saldrán favorecidas puesto que, después de los últimos años donde ha habido un decrecimiento del mismo además de una reducción de la inversión considerable a causa de la inestabilidad del entorno, se cree que se producirá en los años siguientes un aumento de la demanda y habrá más inversión en nuevas tecnologías consecuencia de la mejora de la economía, proporcionando así nuevos servicios además de crear nuevos empleos y mejorar la eficiencia y la productividad.

En comparación con el sector, Telefónica se encuentra bien afianzada puesto que además no ha realizado fusión alguna a diferencia de sus competidores Vodafone y Orange, y mantiene el objetivo de conseguir financiación para llevar a cabo su plan de negocios que no es otro que el de desarrollar e implantar un plan estratégico con nuevas tecnologías, una renovación de sus propias licencias y expandir su negocio en los países en los que

opera, precisando para ello realizar desinversiones como es la que tiene pendiente con las operaciones de Reino Unido.

5.4.1.3. Necesidades de inversión (CAPEX):

El escenario en el que se mueve Telefónica actualmente es el de continuidad puesto que lo que busca es inyectar liquidez para poder hacer frente a la deuda más inmediata y permitirle seguir con el plan de negocio mencionado en el punto anterior.

5.4.1.4. Proyección del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias²

5.4.1.4.1. Proyección de la cuenta de resultados

Tomando como referencia el análisis de la información histórica junto con las previsiones de los cinco años siguientes al año 2015 y tal y como comentaba en el mismo apartado estimo a partir del año 2016 y durante el año siguiente un aumento de las ventas del 5% y un 2% durante los tres años siguientes (2018-2020)

Considero que el deterioro y resultado por pérdidas por la enajenación de instrumentos financieros se va a mantener constante puesto que la incertidumbre política y riesgo de tipo de cambio que existen en determinados países donde Telefónica tiene participación puede volver a afectar a la valoración de sus instrumentos financieros aún a pesar de la buena valoración de sus empresas Telefónica Brasil, S.A. y Sao Paulo Telecommunicaciones, S.A como consecuencia de la compra de la empresa brasileña GVP, por lo que resulta complicado hacer una previsión en este sentido.

Por diversas gestiones con empresas del grupo se estima que la empresa aumentará sus ingresos de explotación en un 10% durante los próximos cinco años, los gastos de personal en función de las ventas aumentarán un 3% durante los dos próximos años y un 2% durante los tres siguientes y la partida de otros gastos de explotación aumentará un 8% para mantenerse constante durante los próximos cuatro años.

Para las partidas de amortización, ingresos y gastos financieros y el tipo impositivo a aplicar he aplicado la previsión realizada a partir del análisis de la información histórica vista en el apartado 5.4.1.1.

En cuanto a las partidas del resultado por enajenación del inmovilizado, la variación del valor razonable en instrumentos financieros, diferencias de cambio y el deterioro y

² Ver Anexo III: Proyección de las Cuentas anuales de Telefónica

resultado de enajenación de instrumentos financieros con terceros las he dejado igual que en 2015 puesto que carezco de esa información además de ser difícil de prever.

Los resultados netos de Telefónica van a ser en principio negativos puesto que ya viene de obtener un resultado muy bajo en el año 2015 consecuencia de la reducción de ventas que ha obtenido en el mismo además de obtener un importante deterioro en la enajenación de sus instrumentos financieros que se va a mantener constante en los años siguientes por lo ya expuesto al principio de este apartado, entendiendo, por tanto, que las ventas no van a aumentar lo suficiente para contrarrestar estos deterioros y la elevada carga de gastos financieros que tiene la empresa

Actualmente Telefónica se encuentra en un escenario de continuidad y no requiere de aquí en un futuro posibles necesidades de inversión en capital puesto que esa inversión la ha ido realizando en estos últimos años.

La diferencia entre la inversión necesaria para las operaciones de la empresa y la financiación requerida por las mismas dan lugar a las necesidades operativas de fondos o inversión neta que ha realizado la empresa por lo que en el caso de Telefónica esta cifra es positiva tal y como se puede ver en la proyección del balance añadido en el anexo. No obstante para saber concretamente las necesidades operativas de fondos reales de la empresa convendría hacer un estudio más minucioso calculando los períodos de maduración técnico y financiero a través de los plazos y saldos medios de los clientes, proveedores, etc... lo que daría datos más exactos, pero esta información además de no estar disponible no es objeto de estudio para este trabajo.

La tabla numérica con las proyecciones viene indicada en el anexo al final del trabajo.

5.4.1.4.2. Proyección del balance:

Para estimar el inmovilizado material, inmaterial y las inversiones inmobiliarias he calculado las tasas de variación históricas de los últimos cinco años para obtener un promedio y de esa forma poder trasladarlo a la proyección de los cinco años futuros y en lo referente a las inversiones financieras a largo plazo me he basado en el ratio de la variación de la inversión financiera establecido a partir de la información histórica estimando una disminución del 10% constante durante los cinco años siguientes.

Las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo van a sufrir una disminución del 2% constante durante los siguientes 5 años fruto de la inestabilidad de los mercados de determinados países tal y como ya he mencionado en alguna ocasión durante el desarrollo del trabajo.

En cuanto al activo corriente y para la partida de deudores he aplicado el ratio establecido en el análisis de la información histórica donde he obtenido el promedio de los tres últimos años históricos (2012-2015) por existir regularidad en los días de cobro y para las inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo he estimado un crecimiento del 5% puesto que se espera que se siga invirtiendo en mercados clave como son Alemania, Brasil y España.

Sin embargo, las inversiones financieras de la empresa a corto plazo al igual que ocurría con las inversiones a largo plazo disminuirán un 10% de forma constante durante los próximos cinco años fruto del objeto de desinversión que está llevando a cabo en determinados países para reducir su deuda y crecer más.

La tesorería aumenta un 5% todos los años tal y como indicaba en las previsiones basadas en la información histórica.

En cuanto a las partidas correspondientes al patrimonio neto he estimado una disminución de las reservas de un 10% durante el año 2016 consecuencia del reparto significativo de dividendos que habrá durante el mismo y que provocará una menor autofinanciación de expansión, manteniendo la misma cifra durante los cuatro años siguientes. Los dividendos a cuenta aumentan un 10% cada año durante los siguientes cinco años.

Las deudas a largo plazo disminuirán un 5% y las deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo un 15%, consecuencia de lo mencionado anteriormente en párrafos anteriores. Las deudas a corto plazo se mantendrán, sin embargo, constantes del año 2015 en adelante.

Las deudas financieras se han estimado en función del ratio obtenido en la información histórica reduciéndose éstas en un 5% constante durante los cinco años futuros.

5.4.1.5. Proyección del flujo de tesorería.

Lo primero que hay que tener en cuenta son los flujos de tesorería históricos de los últimos cinco años para que permita hacerse una idea de cuál ha sido la evolución de los mismos y ver si esa evolución va a estar relacionada con la proyección de los flujos de tesorería futuros, empleando para ello, dentro de los diversos tipos de flujos de fondo que existen, los de flujos de fondo libre (free cash flow) con la tasa de descuento más apropiada en este caso como es el coste de capital medio ponderado (WACC) y permitiendo además calcular el valor total de la empresa (ver fórmulas apartado 5.4)

Para obtener los flujos de tesorería previstos he utilizado el método indirecto donde se considera el resultado bruto (BAIT), ajustando aquellas partidas que no suponen salida de efectivo en forma de suma como son las amortizaciones y restando las variaciones que se hayan producido en cuanto al activo no corriente operativo y el capital circulante. En el caso de Telefónica se ha considerado como activo no corriente operativo a las inversiones financieras a largo plazo y en especial las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo, puesto que, como ya se informó en el apartado del cálculo del valor sustancial y debido al peso tan importante que tienen estas inversiones para la actividad de la empresa, es necesario incluirlas para que la valoración que se determine resulte coherente.

El resumen de los cálculos se detalla a continuación:

	DATOS HISTÓRICOS FREE CASH FLOW				
	1	2	3	4	5
	2011	2012	2013	2014	2015
FT previsto	2.941,85	2.845,39	-36.513,94	905,18	17.134,08

	PROYECCIONES FREE CASH FLOW					SUMA FLUJOS
	1	2	3	4	5	
	2016	2017	2018	2019	2020	
FT	1.963,58	2.010,52	2.295,12	2.210,94	2.218,25	
FT actualizado	1.876,46	1.836,08	2.002,99	1.843,92	1.767,94	7.559,45
VR					61.505,95	
VR actualizado					49.020,09	

5.4.1.6. Estimación de la tasa de descuento.

ESTIMACIÓN TASA DE DESCUENTO		2015
Bono a 10 años 1,51%	(2015)	
Rf= 1,51% (re) Rm= 7,810% β= 1,12	Rentabilidad bono a 10 años Rentabilidad por dividendo ibex 35 (infobolsa)	ko 4,64%
Ke= 8,57% Kd= 4,53%		2015
	Gastos Financieros Pasivo	kd 2.804,00 61.850,00

PN= 23.163,00 D= 61.850,00 PN + D= 85.013,00 t= 30%			
TASA DE ACTUALIZACIÓN (CMPC) ko= 2,33%	2,31%		ko= 4,64%
g= 0,01			

Para estimar la tasa de descuento y tras consultar diversas páginas web relacionadas con el mercado bursátil como por ejemplo infobolsa, hay que recopilar los datos necesarios como son la rentabilidad fija (bono a diez años), la rentabilidad del mercado y la beta de mercado de la propia empresa en ese momento, para con todo ello calcular la rentabilidad exigida por los accionistas (Ke) y el coste financiero de la deuda (Kd) y finalmente obtener la tasa de actualización (CMPC o Ko) esperada

5.4.1.7. Cálculo del valor residual

Para calcular el valor residual se actualiza en función de una tasa de crecimiento medio constante (g) que en este caso se ha considerado el 1% y en un momento (n) determinado, en concreto el año 2020. Cuando se calcula el valor residual sin actualizar se hace para una renta infinita. Los datos obtenidos se encuentran en la tabla del apartado 5.4.1.5.

Como nota a destacar decir que este método es el más fiable y seguro además de ser el más profesional y el más utilizado por las empresas ya que en muchas ocasiones el valor residual es el mayor indicativo del valor que tiene la empresa.

5.4.1.8. Aplicación del método de valoración.

Para calcular el valor de la empresa operativo o flujo de tesorería previsto (FT) voy a aplicar el método basado en el free cash flow donde, para realizar la actualización de los diferentes free cash flows obtenidos, los tengo que descontar con la tasa obtenida a través del coste de capital medio ponderado (WACC) siendo éste el promedio ponderado del coste de la deuda (Kd) y la rentabilidad exigida por los accionista (Ko).

De esta forma y teniendo los activos no operativos del año 2015 así como la deuda financiera del mismo podemos obtener el valor total de la empresa para éste último año 2015:

ANOP	15.038,00
Deuda financiera	6.094,00

VE operativo	58.347,47
VT Empresa	67.291,47

5.4.1.9. Interpretación de los resultados.

Tras haber realizado un análisis de la información histórica de los últimos cinco años de las magnitudes más relevantes de las cuentas anuales y a través del cual me han permitido obtener las previsiones para los cinco años siguientes, he proyectado esas mismas previsiones en el balance y en la cuenta de pérdidas y ganancias para poder ver hacia dónde quiere ir la empresa y cuáles podrían ser sus próximos objetivos económicos para, con la ayuda de la estimación de los flujos de caja libres poder hacer una valoración más “real” de la misma.

La dificultad la he encontrado al calcular los flujos históricos de los últimos cinco años puesto que, como se puede ver en la tabla del apartado 5.4.1.5 los resultados no guardan relación alguna de un año a otro debido principalmente a los resultados de explotación o beneficio antes de intereses e impuestos que se producen durante los cinco últimos años, en especial el salto tan negativo que se produce del año 2011 al 2012 y por la fluctuación que se ha producido en la partida más relevante del activo no corriente como son las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo. La variación histórica del capital circulante es más regular a excepción del año 2014 y 2015 donde ha sido más significativa, en especial en éste último año donde la partida de clientes ha disminuido considerablemente debido a la fuerte competencia que existe actualmente en el sector.

Una vez analizados los flujos históricos he calculado los flujos de caja libre futuros de los siguientes cinco años obteniendo, con ello, una cierta regularidad en los resultados por tratarse al fin y al cabo de estimaciones porcentuales constantes año tras año de las principales partidas del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias, donde tras haber estimado la tasa de descuento a través del método del coste de capital medio ponderado (CMPC) con el resultado del 4,64%, se obtiene un valor residual actualizado de cuarenta y nueve mil millones veinte mil euros y un valor total de la empresa de sesenta y nueve mil millones doscientos noventa y un mil euros, éste último valor muy por encima de la capitalización bursátil de la empresa que actualmente es de cuarenta y tres mil millones trescientos nueve mil euros.

Con esto se concluye que aunque Telefónica de la sensación de encontrarse en una fase de estancamiento fruto de la competencia existente en el sector y del cambio en los

objetivos perseguidos como es el afianzamiento en el mercado de las nuevas tecnologías la aplicación del método de los flujos de fondos libres da una sobrevaloración de la misma en comparación con el mercado actual y sobre todo con el valor neto contable o patrimonio neto de la empresa, y permite ver las posibilidades de crecimiento que tiene la empresa a pesar de todo en un futuro.

5.4.2. Aplicación en Yoigo.

5.4.2.1. Análisis de la información histórica:

A continuación voy a proceder a analizar la información histórica de la empresa Yoigo así como las previsiones de los cinco años futuros empezando con las tablas numéricas que indico a continuación para su posterior análisis:

	INFORMACIÓN HISTÓRICA				
	2011	2012	2013	2014	2015
A. Ventas	31,44%	18,25%	14,01%	-24,47%	0,96%
Margen Comercial		30,54%	28,00%	41,10%	40,64%
Días de cobro	43,173	67,439	74,484	52,024	45,985
% otros pasivos corrientes	0,00%	4563,43%	3325,19%	4135,72%	4536,08%
% Tesorería	5,05%	2,71%	7,84%	6,98%	11,02%
%amortización IM	20,07%	16,40%	20,06%	19,23%	18,33%
% otros gastos/ventas		23,71%	23,59%	33,76%	31,35%
%gastos personal/ventas	1,40%	1,28%	1,21%	1,67%	1,65%
Tipo Impositivo	30,00%	29,37%	29,54%	29,32%	-23,73%
Coste deuda	1,03%	9,83%	5,55%	8,45%	4,41%
Resultado IF	2,67%	3,39%	2,77%	18,81%	10,64%
%Var. Deuda	245,07%	721,57%	3,09%	-19,07%	19,65%
%Var. IF			222,03%	-84,20%	-8,25%
Inversión en Inmovilizado	16.830,00	59.515,00	-22.970,00	12.443,00	-22.462,00
%Var. Inv. en inmovilizado	4,80%	16,19%	-5,38%	3,08%	-5,39%

	PREVISIONES				
	2016	2017	2018	2019	2020
A. Ventas	2,00%	2,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Margen Comercial	40,87%	40,76%	40,82%	40,79%	40,80%
Días de cobro	47,061	53,495	58,346	54,622	52,984
% otros pasivos corrientes	3623,40%	3623,40%	3712,11%	3832,12%	3818,78%
% Tesorería	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%

%amortización IM	18,82%	18,57%	19,00%	18,79%	18,70%
% otros gastos/ventas	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%
%gastos personal/ventas	1,45%	1,50%	1,57%	1,54%	1,51%
Tipo Impositivo	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Coste deuda	2,41%	2,41%	2,41%	2,41%	2,41%
Resultado IF	13,68%	11,63%	13,27%	13,61%	12,57%
%Var. Deuda	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
%Var. IF	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Inversión en Inmovilizado	10%	10%	0%	0%	0%
%Var. Inv. en inmovilizado	10%	10%	0%	0%	0%

Al igual que pasaba con Telefónica y por tratarse de una empresa del sector servicios no contempla en balance partidas habituales en empresas comerciales como pueden ser existencias y compras pero lo que si he podido obtener es el margen comercial puesto que disponía de la partida de aprovisionamientos.

La evolución de las ventas de Yoigo en los últimos años ha sido ascendente a excepción del año 2014 donde la venta de equipos, que es junto con la prestación de todo tipo de servicios de telecomunicaciones incluyendo el establecimiento y explotación de redes de telecomunicación móviles sus principales ingresos por ventas, ha descendido más de la mitad respecto al año 2013. Esto indica que, además de venir obteniendo un EBITDA positivo desde 2011 hasta ahora y obteniendo en el año 2015 un incremento del mismo del 13% permite generar cierto optimismo en cuanto a haya un crecimiento que se mantendrá durante los cinco años siguientes por las buenas cifras alcanzadas de clientes y por la mejora del entorno económico, estimando así un crecimiento del 2% durante el año 2016 y 2017 y un 3% durante los tres siguientes. No estimo un porcentaje más alto puesto que se ha generado mucha incertidumbre acerca de la adquisición de Yoigo por parte del fondo británico Zegona, y eso podría mermar algo el porcentaje estimado.

La previsión de los días de cobro la he realizado en función de un promedio de los años 2011, 2014 y 2015 puesto que eran los años que mostraban más regularidad y lo he aplicado a los cinco años siguientes y para los aprovisionamientos, que incluyen la

compra de terminales y tarjetas, gastos de interconexión y roaming y otros gastos externos, he aplicado un promedio de los dos últimos años históricos.

El porcentaje de otros pasivos corrientes emitía resultados muy elevados debido al peso de los gastos de explotación respecto a las partidas de otros pasivos (en mi caso las periodificaciones) y no me ha parecido en este caso un buen indicador además de no disponer de la información en memoria de los gastos de explotación del año 2011, mientras que con la tesorería y debido al crecimiento que he observado en los últimos cuatro años motivado en gran parte a la evolución positiva de captación de clientes que ha obtenido Yoigo durante los últimos años, he estimado un 7% constante durante los próximos cinco años.

La estimación de la amortización del inmovilizado material así como los gastos de personal en función de las ventas para las cinco próximos años lo he calculado a través de un promedio puesto que estas partida ha variado muy poco en los cinco años anteriores, respecto a los gastos de personal he llegado a esta conclusión puesto que el escenario en el que se encuentra el sector es de incertidumbre y a pesar de los síntomas de crecimiento que presenta Yoigo no espera aumentar demasiado esta partida por el momento por el riesgo que conlleva.

La partida de otros gastos de explotación en relación con las ventas se ha mantenido más o menos regular en los cinco años históricos pero considerando que para crecer va a tener que gastar más en propaganda, gastos bancarios, servicios profesionales etc..., he estimado un 31% de gastos respecto a las ventas durante cada uno de los años futuros. En cuanto al coste de la deuda financiera he estimado reducirlo para el 2016 un 2% respecto del año 2015 como consecuencia de la reducción de la deuda neta de la empresa, para mantenerla constante en los próximos cuatro años y respecto a los ingresos financieros en función de las inversiones financieras he calculado un promedio de los tres últimos años históricos para aplicarlo en cada uno de los años siguientes.

En cuanto al porcentaje de variación de la deuda financiera he incluido para el cálculo también la deuda a corto y a largo plazo puesto que Yoigo sólo tenía deuda financiera en el año 2011 y 2015 y por tanto no era posible calcular de otra forma la tasa de variación estimando para cada uno de los años futuros un 8% constante.

En relación a los tipos impositivos históricos he considerado el tipo impositivo que marca el régimen general en la actualidad (25%) constante para los próximos cinco años.

La inversión financiera tanto a largo como a corto plazo ha tenido una tendencia negativa durante los últimos cinco años a excepción de la inversión financiera a corto plazo del año 2015 y es por ello que he estimado una disminución del 5% durante los próximos cinco años.

Para la inversión en inmovilizado he considerado que, si se consuma finalmente la adquisición de Yoigo por parte de Zegona, la inversión aumentará un 10% durante los próximos dos años para permanecer constante durante los tres años siguientes.

5.4.2.2. Hipótesis de comportamiento:

Al igual que comentaba con Telefónica los datos económicos que se han presentado en 2015 han sido positivos como ha sido el incremento del PIB en un 3,2% (INE) y una disminución de la tasa de paro en dos puntos porcentuales frente al 2014 (del 24,2 al 22,2% según FUNCAS), así como también unas tasas de interés muy bajas que han favorecido el aumento del gasto público y una bajada del IRPF que ha favorecido el aumento del consumo de las familias. En lo que respecta al sector de las telecomunicaciones se presenta un entorno muy competitivo en cuanto a que se han aprobado las fusiones de diversos operadores como son, por un lado Ono y Vodafone durante el año 2014 y por otro Jazztel y Orange a lo largo de 2015 y que fomentan de esta forma la consolidación del sector. Pero a pesar de la amplia oferta que existe en cuanto a ofrecer fibra, teléfono, televisión y móvil todo en uno, el servicio que más ha crecido y el que más se ha demandado ha sido el de la telefonía móvil el cual incluye a su vez una amplia oferta en tarifa de datos. Es en este apartado donde Yoigo ha obtenido una clara ventaja respecto a sus competidores puesto que al no ofrecer todo el paquete completo ha destinado toda su labor comercial a captar clientes a través de su oferta en telefonía móvil y tarifa de datos creciendo este tipo de tarifas un 8% anual a costa del descenso de la línea fija del 15% anual y es por ello por lo que Yoigo ha sido el único operador de los cuatro que ha obtenido portabilidades netas positivas durante el 2015.

En comparación con el resto del sector Yoigo ha obtenido durante el 2015 una solvencia financiera muy positiva con una deuda neta casi nula que le va a permitir realizar inversiones en los años futuros para continuar con su crecimiento además de aumentar su partida de clientes en un 8% respecto al año 2014.

El plan de negocio de Yoigo sigue siendo el de seguir creciendo y poder expandirse a otros mercados, algo que puede conseguir si es adquirida por el fondo Zegona y con la seguridad de que su plan de negocio se encuentra respaldado por los accionistas de la

empresa a través de los préstamos participativos de los que he venido hablando a lo largo del trabajo.

5.4.2.3. Necesidades de inversión (CAPEX):

A diferencia de Telefónica el escenario en el que se mueve Yoigo es el de una empresa que requiere de una planificación de necesidades de inversión en activo no corriente operativo actualmente para seguir creciendo y poder innovar con nuevas tecnologías y contemplar otro tipo de mercados para poder competir con el resto de operadores.

5.4.2.4. Proyección del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias³

5.4.2.4.1. Proyección de la cuenta de resultados

Al igual que con Telefónica las proyecciones están basadas en las previsiones que se han estimado respecto al análisis de la información histórica con lo que pasará a analizar las partidas más relevantes que permitan hacer una estimación adecuada de los flujos de caja libres.

La previsión que hago respecto al crecimiento de las ventas es de un 2% durante los años 2016, 2017 y 2018 y un 3% durante los dos siguientes puesto que aunque las perspectivas de crecimiento de la empresa son buenas hay mucha incertidumbre con la posible adquisición de Yoigo por parte del fondo británico Zegona.

Para estimar la partida de aprovisionamientos he calculado, a partir de los dos últimos años del análisis de la información histórica un promedio por tratarse de dos años que siguen la misma evolución y lo he proyectado en la cuenta de pérdidas y ganancias restándole a las ventas de cada año el porcentaje obtenido del promedio y multiplicado por las propias ventas, obteniendo porcentajes por encima del 40% puesto que la línea de crecimiento hacia dónde va la empresa requerirá de la compra de nuevos terminales, más gastos de interconexión, etc...

Los ingresos de explotación derivados de los arrendamientos, acciones publicitarias, comisiones, etc... se reducirán un 10% todos los años y los gastos de personal aumentarán en función del promedio calculado de los últimos cuatro años.

Otra de las partidas más relevantes del margen de explotación supondrá el 31% sobre las ventas de cada ejercicio durante los cinco próximos años y la amortización de cada año

³ Ver Anexo IV: Proyección de las Cuentas anuales de Yoigo

aumentará en función del promedio calculado de los últimos cinco años y multiplicado a su vez por el 10%.

Los gastos financieros aumentarán en función de la reducción estimada de las previsiones la cual era de un 2% y los impuestos serán del 25% para cada uno de los años.

5.4.2.4.2. Proyección del balance.

Para estimar el inmovilizado material, inmaterial he calculado las tasas de variación históricas de los últimos cinco años para obtener un promedio y de esa forma poder trasladarlo a la proyección de los cinco años futuros y en cuanto a las inversiones financieras tanto a largo como a corto plazo he estimado una reducción del 5% para cada uno de los próximos cinco años.

La previsión de la partida de deudores es el resultado de dividir los días de cobro entre trescientos sesenta y cinco días y todo ello multiplicado por las ventas, siendo los días de cobro el promedio de los años 2011, 2014 y 2015 y la tesorería aumentará un 7% los próximos cinco años.

Tanto la deuda a corto plazo como a largo plazo he considerado que podría aumentar un 8% en los próximos años y la partida de acreedores comerciales en un 2%.

Al contrario que Telefónica aquí los resultados del ejercicio van a ser positivos puesto que Yoigo se encuentra en una espiral de crecimiento y unas perspectivas muy interesantes de cara al futuro además de disponer de fondos suficientes para financiar las operaciones corrientes de la empresa.

5.4.2.5. Proyección del flujo de tesorería.

DATOS HISTÓRICOS FREE CASH FLOW					
	1	2	3	4	5
	2011	2012	2013	2014	2015
FT	54.899,46	58.680,30	155.392,19	60.776,97	54.951,81

	PROYECCIONES FREE CASH FLOW					SUMA FLUJOS
	1	2	3	4	5	
	2016	2017	2018	2019	2020	
FT	58.238,33	41.180,05	41.047,49	59.925,99	120.647,46	
FT	54.912,81	36.611,40	34.409,70	47.366,82	89.917,03	173.300,73
actualizado						

VR				2.182.338,01	
VR actualizado				1.626.469,04	

A diferencia de lo que ocurría con Telefónica en cuanto a la información que daban los flujos históricos de los últimos cinco años, en el caso de Yoigo sí que permite ver cierta evolución en los mismos presagiando síntomas de crecimiento sobre todo en los años 2013 y 2014 donde debido a las variaciones negativas tanto del capital circulante como del activo no corriente operativo los flujos se han disparado para quedarse en el año 2015 en un valor alto que permite creer que los flujos van a crecer en los cinco años siguientes.

5.4.2.6. Estimación de la tasa de descuento.

ESTIMACIÓN TASA DE DESCUENTO		Rentabilidad bono a 10 años	2015
Bono a 10 años	1,51%		
Rf=	1,51%		
Ke=	1,51%		
Kd=	0,84%		
PN=	-197.501,00		
D=	1.203.233,00		
PN + D=	1.005.732,00		
t=	0,3		
TASA DE ACTUALIZACIÓN (CMPC)	ko= -0,30%	0,71%	ko= 0,41%
g=	0,005		

En cuanto a la tasa de actualización que estimo para Yoigo y debido a que no cotiza en el mercado al contrario que Telefónica, he estimado que la tasa de descuento corresponda a la rentabilidad libre de riesgo (en este momento el 1,51%) multiplicada por 4 y que la tasa de crecimiento sea del 0.5% puesto que a partir del 2016 se espera un posible crecimiento.

5.4.2.7. Cálculo del valor residual.

Para calcular el valor residual de Yoigo he seguido la misma metodología que la seguida con Telefónica con la diferencia de que en esta ocasión he estimado una tasa de crecimiento medio constante (g) del 5% puesto que a diferencia de Telefónica, Yoigo tiene fuertes perspectivas de crecimiento y cifras de resultados que lo avalan. Los datos obtenidos se encuentran en la tabla del apartado 5.4.2.5.

5.4.2.8. Aplicación de los métodos de valoración.

Para calcular el valor de la empresa operativo o flujo de tesorería previsto (FT) voy a aplicar también el que está basado en el free cash flow donde, para realizar la actualización de los diferentes free cash flows obtenidos, los tengo que descontar con la tasa obtenida a través del coste de capital medio ponderado (WACC) siendo éste el promedio ponderado del coste de la deuda (K_d) y la rentabilidad exigida por los accionistas (K_o). El resultado del valor total del Yoigo en el año 2015 es el siguiente:

ANOP	10.660,00
Deuda financiera	194.448,00
VE operativo	1.889.686,81
VT Empresa	1.705.898,81

Añadir a este apartado que la deuda financiera la compone la deuda a corto y a largo plazo de Yoigo como consecuencia de no presentar como tal deuda financiera en sus cuentas anuales durante el año 2015.

5.4.2.9. Interpretación de los resultados

Tras haber aplicado el método de los descuento de flujos sobre Yoigo se llega a la conclusión de que su valoración se encuentra muy por encima de lo que indica su valor neto contable en la actualidad (negativo) pues el valor residual obtenido es de mil seiscientos veintiséis millones cuatrocientos sesenta y nueve mil euros y el valor total de la empresa de mil setecientos cinco millones ochocientas noventa y ocho mil euros, pero al centrarse en el año 2015 y efectuando estimaciones prudentes en cuanto al crecimiento de las ventas donde la previsión es relativamente pequeña, y las partidas relevantes como los gastos de explotación o los aprovisionamientos se estiman al alza, permiten generar

optimismo puesto que el resultado del ejercicio estimado no es tan difícil de obtener si vemos la evolución de la empresa del año 2015 al 2014.

6. FACTORES DE CREACIÓN/DESTRUCCIÓN DE VALOR

Una vez analizados los diversos métodos de valoración existentes y haciendo especial hincapié en el método de descuentos de flujo de caja principalmente porque arroja resultados más convincentes que el resto de métodos y porque se basa en la capacidad que tiene la empresa de generar recursos teniendo en cuenta la inversión requerida para ello, es primordial analizar los factores que crean o destruyen valor tal como el crecimiento, la rentabilidad, el riesgo, los tipos de interés, etc... , e identificar y simular las variables más relevantes como son las ventas, el margen de beneficio, la tasa de actualización aplicada, etc... para ver si aumentan el valor de la empresa o lo hacen disminuir.

6.1 ANÁLISIS DE LOS FACTORES DE CREACIÓN/ DESTRUCCIÓN DE VALOR.

Tras el análisis y cálculo desarrollado del método de valoración basado en el descuento de flujos de caja libres (free cash flow) y llegando a la conclusión de que es el que ofrece la valoración más “fiel” de la empresa por incluir todos los componentes que constituyen el valor para la empresa, a través de la estimación de los flujos de caja futuros descontándolos acorde a su riesgo, se va a proceder a analizar aquellos factores incorporados en los flujos de tesorería que pueden generar valor para una empresa como son la tasa de crecimiento de las ventas, la rentabilidad sobre el capital invertido ($ROIC=r=NOPLAT/CI$)⁴, la rentabilidad del mercado, el tipo de interés libre de riesgo (R_f), las amortizaciones, el activo no corriente operativo, el capital circulante y el tipo impositivo.

La rentabilidad sobre el capital invertido (r) será indicativo de creación de valor siempre y cuando sea mayor al coste de capital medio ponderado (CMPC).

Los factores de creación y/o destrucción de valor son aplicables tanto a Telefónica como Yoigo, con la excepción de la rentabilidad del mercado en el caso de Yoigo por no cotizar en Bolsa.

⁴ NOPLAT: Beneficios netos de explotación descontados los impuestos descontados
CI: capital empleado: patrimonio neto más pasivos a corto y largo plazo con coste

A la hora de actualizar los flujos de caja con los cambios que se produzcan en factores como la rentabilidad libre de riesgo o la de mercado, se apreciará en qué medida afectan al resultado de la tasa de descuento para hacer de ésta un factor determinante a la hora de crear o destruir valor al modificar el valor residual actualizado.

6.2 IDENTIFICACIÓN DE LOS FACTORES Y SIMULACIÓN UTILIZANDO LAS TABLAS DE LOS FLUJOS DE CAJA:

A continuación se procederán a simular los flujos de caja libre actualizados en función de la variación que se produzca de cada uno de los factores que se han enunciado en el punto anterior y, de esa forma, se identificar los factores que crean o destruyen valor.

6.2.1. Telefónica:

Para poder hacer seguimiento de las variaciones se tomará como referencia el valor residual y valor total de la empresa calculados en el apartado del método de valoración de los descuentos de flujos:

VE operativo	58.347,47
VT Empresa	67.291,47

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	1.963,58	2.010,52	2.295,12	2.210,94	2.218,25	
FT actualizado	1.876,46	1.836,08	2.002,99	1.843,92	1.767,94	9.327,38
VR					61.505,95	
VR actualizado					49.020,09	

6.2.1.1. Crecimiento de las ventas:

Si aumentan las ventas en un 7% constante durante los cinco años obtengo los siguientes resultados:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	2.032,25	2.165,23	2.556,36	2.698,05	2.982,50	
FT actualizado	1.942,08	1.977,36	2.230,98	2.250,17	2.377,05	10.777,65
VR					82.696,73	
VR actualizado					65.909,08	

VE operativo	76.686,74
VT Empresa	85.630,74

Como era de esperar, tanto los flujos de caja como el valor residual aumentan considerablemente fruto de tener un resultado de explotación mayor por lo que no cabe duda de que es un factor para crear valor muy determinante.

Este crecimiento podría ser una realidad si se cumplen las expectativas de la empresa en cuanto a las operaciones de desinversión previstas, las posibles adquisiciones futuras y el avance en las nuevas tecnologías.

6.2.1.2. Rentabilidad sobre el capital invertido y o/empleado (ROIC)

A continuación se detallan los cálculos realizados de la ROIC, teniendo en cuenta que el capital empleado está compuesto por el patrimonio neto y el pasivo corriente y no corriente con coste (deuda financiera):

(En el año 2015 se ha tomado el tipo impositivo del 30,92% para hacerlo comparable con el resto de años proyectados)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BAIT	410,00	633,69	865,96	1.110,06	1.158,67	1.202,53
NOPLAT (BAIT*(1-ti))	283,23	437,75	598,20	766,83	800,41	830,71
t.i. (tipo impositivo)	30,92%	30,92%	30,92%	30,92%	30,92%	30,92%
Capital empleado (CI)	29.257,00	25.347,69	24.891,04	24.434,06	23.830,14	23.211,09
ROIC(r)	0,97%	1,73%	2,40%	3,14%	3,36%	3,58%

CAPITAL EMPLEADO:	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Patrimonio neto	23.163,00	19.558,39	19.391,21	19.209,21	18.866,54	18.495,67
Total pasivo no corriente con coste	4.825,00	4.583,75	4.354,56	4.136,83	3.929,99	3.733,49
Total pasivo corriente con coste	1.269,00	1.205,55	1.145,27	1.088,01	1.033,61	981,93
Capital empleado (CI)	29.257,00	25.347,69	24.891,04	24.434,06	23.830,14	23.211,09

Si se toma como referencia la tasa de descuento calculada en el método de los flujos de caja ($K_o=4,64\%$) se muestra como en este caso la ROIC no genera valor puesto que el hecho de que el NOPLAT sea muy pequeño en relación al capital empleado hace que resulte una ROIC muy pequeña y por tanto muy por debajo de la tasa de descuento (K_o).

No obstante y como ya se ha indicado anteriormente la ROIC se ha tomado simplemente como un indicador y no para calcular el valor total de la empresa.

6.2.1.3. Rentabilidad del mercado

Si se considera una rentabilidad del mercado del 5,5%, los cálculos obtenidos son los siguientes:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	1.963,58	2.010,52	2.295,12	2.210,94	2.218,25	
FT actualizado	1.889,19	1.861,07	2.044,02	1.894,45	1.828,71	9.517,43
VR					76.264,68	
VR actualizado					62.872,09	
VE operativo						72.389,53
VT Empresa						81.333,53

Como se puede ver, el hecho de disminuir la rentabilidad del mercado ha afectado al cálculo de la tasa de descuento y ha provocado que aumenten los flujos de caja y el valor residual de forma notable así como el valor total de la empresa. La explicación de lo que ha ocurrido es sencilla, al disminuir la rentabilidad del mercado la prima de riesgo ($R_m - R_f$) ha disminuido y con ello la rentabilidad exigida por los accionistas (K_e), con lo que ha provocado una disminución considerable de la tasa de descuento ($K_o=3.94\%$)

En cambio si ahora se considera una rentabilidad del mercado del 9,00% ocurre lo contrario, obteniendo los siguientes cálculos:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	1.963,58	2.010,52	2.295,12	2.210,94	2.218,25	
FT actualizado	1.869,97	1.823,40	1.982,28	1.818,54	1.737,58	9.231,77
VR					55.930,16	
VR actualizado					43.810,73	
VE operativo						53.042,50
VT Empresa						61.986,50

Se deduce por tanto que a mayor rentabilidad del mercado mayor tasa de actualización y por tanto menor valor residual así como menor valor total para la empresa, por lo que se confirma que el aumento de la rentabilidad de mercado puede destruir valor a la empresa pero no así su disminución.

6.2.1.3. Tipo de interés libre de riesgo

Aumentando la rentabilidad libre de riesgo a un 2,5% se obtienen los siguientes resultados:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	1.963,58	2.010,52	2.295,12	2.210,94	2.218,25	
FT actualizado	1.877,04	1.837,21	2.004,84	1.846,19	1.770,66	9.335,95
VR					62.055,16	
VR actualizado					49.534,06	
VE operativo						58.870,00
VT Empresa						67.814,00

Lo que ha ocurrido en esta ocasión es que el aumento de la tasa libre de riesgo(Rf) se ha compensado en el cálculo de la rentabilidad exigida por los accionistas ($Ke=Rf+(Rm-Rf)*B$) por lo que el efecto del posible aumento es muy pequeño , obteniendo una tasa de descuento ligeramente inferior ($Ko=4,61\%$). Los flujos de caja y el valor residual actualizados aumentan ligeramente así como el valor total de la empresa por lo que se desprende que es necesario que la tasa libre de riesgo aumente en gran proporción para que el aumento del valor sea significativo, algo que resulta improbable tal y como está la situación económica actual.

Se concluye, por tanto, que se trata de un factor que genera valor pero de forma poco apreciable.

6.2.1.4. Amortizaciones

Como se ha venido explicando a lo largo del trabajo las amortizaciones tienen poco peso en el caso de Telefónica puesto que su activo de mayor peso reside en las inversiones con empresas del grupo y asociadas a largo plazo, dando poca relevancia a su inmovilizado y por tanto a sus amortizaciones. De cualquier forma, y si aumentaran las amortizaciones en un 30%, el resultado sería el siguiente:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	1.960,42	2.002,75	2.280,86	2.187,03	2.180,37	
FT actualizado	1.873,44	1.828,98	1.990,54	1.823,98	1.737,75	9.254,69
VR					60.455,65	
VR actualizado					48.183,00	

VE operativo	57.437,70
VT Empresa	66.381,70

Aumentando el porcentaje de amortización el valor total de la empresa disminuye muy poco, en cambio si el porcentaje disminuyese ocurriría lo contrario, es decir, aumentaría el valor de la empresa pero en la misma proporción que si disminuyera:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	1.978,24	2.038,39	2.335,93	2.264,73	2.285,66	
FT actualizado	1.890,47	1.861,53	2.038,61	1.888,79	1.821,67	9.501,07
VR					63.375,28	
VR actualizado					50.509,94	

VE operativo	60.011,00
VT Empresa	68.955,00

6.2.1.5. Capital circulante.

Si se aumentan las partidas más relevantes del capital circulante como son los deudores, la tesorería y se deja igual la partida de acreedores calculada en las previsiones del apartado del método de valoración, se comprobará que se va a producir una destrucción de valor puesto que al restar la variación de capital circulante para el cálculo de los flujos de caja, resta valor a los propios flujos. Si fuera al revés lo que haría es aumentar los flujos de caja y con ello el valor de la empresa. A continuación se indica el caso en el que el capital circulante aumenta a través de un incremento de la partida de deudores en un 20%, y la de tesorería en un 10%. Los acreedores se quedan igual que en la proyección inicial:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	1.765,59	1.676,35	1.590,58	1.362,83	1.113,35	
FT actualizado	1.687,26	1.530,90	1.388,13	1.136,60	887,34	6.630,23
VR					30.870,23	
VR actualizado					24.603,50	

VE operativo	31.233,73
VT Empresa	40.177,73

Como se aprecia, la destrucción de valor es muy grande

6.2.1.5. Activo No corriente Operativo.

Como activo no corriente operativo se van incluir las inversiones en empresas del grupo y asociadas lo cual, aunque no sea del todo correcto, conviene que sea así debido a la gran importancia que tienen para Telefónica y para el activo no corriente en sí, por lo que una variación de las mismas puede provocar cambios muy significativos en el valor de la empresa. Si, por ejemplo y para hacerlo acorde a la situación de la empresa, las inversiones disminuyen en un 10% se obtienen los siguientes resultados:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS	VE operativo	VT Empresa
FT	5.987,58	5.551,64	5.403,26	4.930,97	4.590,53			
FT actualizado	5.721,93	5.069,95	4.715,52	4.112,42	3.658,64	23.278,46		
VR					127.282,86			
VR actualizado					101.444,12			

La creación de valor que provoca la disminución de inversiones de Telefónica es enorme, dándose la misma explicación de lo que ocurría con la variación en el activo circulante, es decir, al restar la variación del activo no corriente para el cálculo de los flujos el signo se convierte en positivo y, por tanto, aumenta el valor de los mismos. Si aumentasen las inversiones provocaría el efecto contrario (destrucción de valor en la misma proporción)

6.2.1.7. Tipo impositivo

La variación del tipo impositivo es un componente que va a afectar de forma significativa al valor de la empresa puesto que de él depende el que aumente más o menos el resultado de explotación. Si se estima un crecimiento del impuesto del 40%, el resultado es el siguiente:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS	VE operativo	VT Empresa
FT	1.906,04	1.931,89	2.194,32	2.105,73	2.109,06			
FT actualizado	1.827,23	1.775,44	1.933,25	1.778,49	1.707,66	9.022,08		
VR					64.300,74			
VR actualizado					52.062,88			

El aumento del tipo impositivo general aumenta el valor para la empresa y al revés lo disminuye.

6.2.2. Yoigo:

Al igual que para Telefónica se tomará como referencia el valor residual y valor total de la empresa calculados por el método de valoración de los descuentos de flujos:
 (Cifras en miles de euros)

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	58.238,33	41.180,05	41.047,49	59.925,99	120.647,46	
FT actualizado	54.912,81	36.611,40	34.409,70	47.366,82	89.917,03	263.217,77
VR					2.182.338,01	
VR actualizado					1.626.469,04	

VE operativo	1.889.686,81
VT Empresa	1.705.898,81

6.2.2.1. Crecimiento de las ventas:

Si aumentan las ventas en un 7% constante durante los cinco años obtengo los siguientes resultados:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	55.864,21	40.123,82	42.850,26	67.486,85	130.980,74	
FT actualizado	52.674,26	35.672,35	35.920,95	53.343,09	97.618,30	275.228,94
VR					2.369.252,02	
VR actualizado					1.765.773,70	

VE operativo	2.041.002,64
VT Empresa	1.857.214,64

El aumento no es tan significativo como en Telefónica como consecuencia del BAIT, ya que en el caso de Telefónica el aumento del mismo era mayor, en proporción, que el de Yoigo. También ha influido el que la tasa de crecimiento (g) de Telefónica sea mayor que la de Yoigo así como la tasa de descuento aplicada.

6.2.2.2. Rentabilidad sobre el capital invertido y/o empleado (ROIC)

En esta ocasión el cálculo de la ROIC se hará a partir del capital invertido de explotación, puesto que a diferencia de Telefónica, Yoigo no ha tenido en el último año pasivo corriente y no corriente con coste (deuda financiera):

(En el año 2015 se ha tomado el tipo impositivo del 25% para hacerlo comparable con el resto de años proyectados)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BAIT	11.190,00	14.866,69	12.699,53	13.039,75	12.779,61	13.091,67
NOPLAT (BAIT*(1-ti))	8.392,50	11.150,02	9.524,65	9.779,82	9.584,71	9.818,75
t.i. (tipo impositivo)	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%

Activo No corriente	394.142,00	414.297,68	437.526,48	464.034,02	494.051,02	459.398,97
Inmovilizado inmaterial	102.685,00	95.482,82	88.785,79	82.558,48	76.767,94	71.383,54
Inmovilizado material	291.457,00	318.814,86	348.740,70	381.475,54	417.283,08	388.015,42
Activo circulante	204.296,00	215.747,26	241.026,87	264.943,91	267.819,20	276.439,70
Deudores	108.984,00	113.763,42	131.904,16	148.182,61	142.884,61	142.759,69
Tesorería	95.312,00	101.983,84	109.122,71	116.761,30	124.934,59	133.680,01

Pasivo líquido no sujeto a intereses	255.043,00	260.143,86	265.346,74	270.653,67	276.066,75	281.588,08
Acreedores	255.043,00	260.143,86	265.346,74	270.653,67	276.066,75	281.588,08

Capital circulante de explotación	-50.747,00	-44.396,60	-24.319,87	-5.709,77	-8.247,54	-5.148,38
Valor neto de inmovilizado	394.142,00	414.297,68	437.526,48	464.034,02	494.051,02	459.398,97
Capital invertido en la explotación	343.395,00	369.901,08	413.206,62	458.324,25	485.803,47	454.250,59

ROIC	2,44%	3,01%	2,31%	2,13%	1,97%	2,16%
Ko (CMPC)	0,41%	0,41%	0,41%	0,41%	0,41%	0,41%

Si se toma como referencia la tasa de descuento calculada en el método de los flujos de caja ($Ko=0,41\%$) se muestra como en este caso la ROIC es mayor que la tasa de descuento (Ko) por lo que la empresa tiene capacidad de generar valor. Hay que tener en cuenta también que la tasa de descuento de Yoigo es mucho más pequeña que Telefónica al no cotizar en bolsa y, por tanto, sin asumir los riesgos que eso conlleva como es la rentabilidad o la beta del mercado. Sí que asumirá el riesgo de la tasa libre de riesgo (R_f).

6.2.2.3. Rentabilidad del mercado

Como ya se ha comentado en el párrafo anterior, el factor de la rentabilidad del mercado no afecta a Yoigo por no cotizar en el mercado de valores.

6.2.2.4. Tipo de interés libre de riesgo

Aumentando la rentabilidad libre de riesgo a un 2,5% se obtienen los siguientes resultados:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	58.238,33	41.180,05	41.047,49	59.925,99	120.647,46	
FT actualizado	52.943,94	34.033,10	30.839,58	40.930,26	74.912,58	233.659,46
VR					1.276.323,16	
VR actualizado					792.496,26	
VE operativo		1.026.155,72				
VT Empresa		842.367,72				

En este caso Yoigo no cuenta con la compensación que se producía con Telefónica en cuanto al cálculo de la rentabilidad exigida por los accionistas, es más, al no contar con factores como la rentabilidad del mercado o la beta, la tasa de descuento desciende prácticamente a la mitad. Esto es algo que debería afectar positivamente puesto que se reduce la tasa de descuento, pero como la tasa de crecimiento es muy pequeña (0,5%), el efecto que provoca en el valor residual es muy negativo así como en el valor total de la empresa, el cual reduce a más de la mitad. Se concluye, por tanto, que se trata de un factor que destruye valor de forma muy contundente.

6.2.2.5. Amortizaciones

Al aumentar las amortizaciones en un 30% tenemos los siguientes resultados:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	63.316,11	52.959,10	61.626,23	92.048,46	167.879,38	
FT actualizado	59.700,64	47.083,65	51.660,65	72.757,13	125.118,39	356.320,46
VR					3.036.695,07	
VR actualizado					2.263.210,60	

VE operativo	2.619.531,06
VT Empresa	2.435.743,06

A diferencia de lo que ocurría con Telefónica, donde las amortizaciones tenían poca relevancia además de destruir valor, en Yoigo ocurre todo lo contrario, ya que su inmovilizado tiene mucho mayor peso dentro del activo y eso se traslada en la valoración de la empresa, siendo en este caso un factor que genera valor de forma importante.

En cambio, si disminuye el porcentaje a amortizar, el valor de la empresa disminuirá.

6.2.2.6. Capital circulante.

Al igual que Telefónica se va a proceder a aumentar las partidas más relevantes del capital circulante como son los deudores en un 20% y la tesorería en un 10%, y dejar igual la partida de acreedores calculada en las previsiones del apartado del método de valoración.

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	38.361,59	29.819,18	22.044,38	12.450,39	70.115,49	
FT actualizado	36.171,07	26.510,94	18.479,58	9.841,06	52.256,19	143.258,84
VR					1.268.287,66	
VR actualizado					945.238,82	

VE operativo	1.088.497,67
VT Empresa	904.709,67

Aquí, por tanto también se destruye valor por lo mismo que le ocurría a Telefónica, es decir, al restar la variación de capital circulante para el cálculo de los flujos de caja, resta valor a los propios flujos. Si fuera al revés lo que haría es aumentar los flujos de caja y con ello el valor de la empresa.

La destrucción de valor es muy similar a la de Telefónica, minorando casi a la mitad el valor residual actualizado.

6.2.2.7. Activo No corriente Operativo.

En este caso Yoigo sí que dispone de partidas importantes de inmovilizado dentro de su activo no corriente, por lo que la valoración en esta ocasión será más exacta que la de Telefónica. La única pega es que no se puede comparar con Telefónica por comparar

partidas diferentes, pero aun así se puede comprobar la creación y/o destrucción de valor si, por ejemplo, aumenta el inmovilizado material en un 15%:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	41.877,64	20.829,55	15.964,55	29.243,07	14.915,79	
FT actualizado	39.486,35	18.518,65	13.382,92	23.114,37	11.116,55	105.618,85
VR					269.805,14	
VR actualizado					201.082,37	
VE operativo				306.701,22		
VT Empresa				122.913,22		

El aumento de la inversión en inmovilizado material de un año para otro le supone a Yoigo una destrucción de valor muy grande, por lo que es un buen indicador para saber que la empresa tiene que intentar obtener valor por otras vías.

6.2.2.8. *Tipo impositivo*

Si se estima un crecimiento del impuesto del 40%, el resultado es el siguiente:

	2016	2017	2018	2019	2020	SUMA FLUJOS
FT	56.008,33	39.275,12	39.091,52	58.009,05	118.683,71	
FT actualizado	52.810,14	34.917,81	32.770,03	45.851,63	88.453,48	254.803,09
VR					2.146.816,60	
VR actualizado					1.599.995,38	

VE operativo	1.854.798,47
VT Empresa	1.671.010,47

Con lo que se llega a la conclusión de que, para Yoigo, la subida del tipo impositivo le resta valor aunque de forma muy poco significativa.

7. CONCLUSIONES

El análisis realizado a dos de las empresas más representativas del sector de telecomunicaciones a través de diferentes métodos de valoración ha permitido llegar a la conclusión de que no todos los sectores pueden ser valorados por los mismos métodos y viceversa, por lo que se hace necesario buscar un método que pueda abarcar muchos de los factores que influyen en el funcionamiento de una empresa, como pueden ser la inversión en activos fijos, el riesgo de los tipos de interés ya sean libres o no de riesgo, las ventas futuras, el coste de la deuda necesaria para la financiación, etc... por todo ello y tras recopilar información del sector en cuestión como es la evolución del mismo a lo largo de los años, el entorno económico en el que se encuentra, la medida en que le afecta la coyuntura económica del país o el futuro del mismo, etc...además de realizar el pertinente análisis de los ratios contables más significativos, se tienen que aplicar una serie de métodos de valoración y ver cuál de ellos ofrece más garantías para obtener aquel valor de la empresa más cercano a la realidad.

De todos los métodos aplicados el método que mejor identifica las fuentes de valor es el método basado en el descuento de los flujos de caja libres (free cash flow), puesto que valora todos los componentes que pueden constituir valor para la empresa, el resto de métodos han resultado más o menos útiles pero sin ser determinantes ni mucho menos acordes con la realidad, como es el caso, cuanto menos para este sector en concreto, del método basado en la cuenta de resultados. Tal vez los métodos mixtos hayan aportado algo más de información pero de igual forma se basan en valores puramente contables y sin rigor científico que pueden dar lugar a errores en la valoración. No obstante el uso de estos métodos permite conocer las limitaciones que tienen en sí además de conocer la realidad a la que se pueden enfrentar las empresas.

Llegados al punto de que el método basado en el descuento de flujos de caja es el mejor, se procede a analizar los diferentes resultados que han arrojado cada una de las empresas, siendo conscientes de que la naturaleza y la forma de operar de cada una es muy diferente. Por ejemplo, en el caso de Telefónica se tiene la referencia del mercado como punto de partida para poder comparar si el resultado que ofrece el método basados en el flujo de caja libre se acerca a la realidad o no, siendo la capitalización bursátil a fecha 09/05/2016 de 45.662 millones de euros y el resultado del valor residual obtenido a través del método de los flujos de caja de 49.000 millones de euros aproximadamente. Es por ello que este

método ofrece la valoración más “real” aunque se encuentre por encima del que se da en el mercado puesto que al fin y al cabo se trata de una estimación. Además, la cotización al cierre de cada año de Telefónica ha sufrido altibajos importantes durante los últimos cinco años, por lo que la valoración del mercado podría estar algo infravalorada. Se podría decir que el objetivo planteado al principio del desarrollo de este trabajo está más que conseguido puesto que tras la interpretación de los resultados obtenidos y el posterior análisis de los factores generadores y/o destructores de valor ha permitido hacerse una idea de que esa baja capitalización puede ser debida a la fase de estancamiento por la que está pasando en la actualidad el sector, y en especial Telefónica.

En el caso de Yoigo no hay una referencia con la cual se pueda comparar, tal vez la mejor referencia de saber si el valor residual actualizado o el valor total de la empresa está próximo a la realidad es el de conocer las noticias de prensa que se publican acerca de la posible venta de Yoigo al fondo británico Zegona por una cantidad aproximada a los 600 millones de euros, un valor que se encuentra muy por debajo de la valoración ofrecida por el método del descuento de flujos el cual ofrecía un resultado de 1.626 millones de euros aproximadamente, es decir, mil millones más de lo que ofrece Zegona. Para saber si esto es posible hay que tener en cuenta las perspectivas de crecimiento de Yoigo, puesto que este último año 2015 parece ser su despegue definitivo tras varios años con resultados negativos, con lo que a la hora de estimar los flujos de caja se ha tenido en cuenta una visión muy optimista en cuanto a las ventas y otros factores que tienen capacidad generar valor a la empresa en un futuro.

Bien es cierto que, tanto para una empresa como otra, existen limitaciones a la hora de recopilar la información necesaria para poder aplicar los métodos de valoración con la mayor exactitud posible, puesto que las variables macroeconómicas que se dan en el entorno económico son muchas y muy variadas y muchas veces esa realidad no se encuentra plasmada en los informes de las cuentas anuales de las propias empresas.

De todas formas tanto Telefónica como Yoigo disponían de la suficiente información como para poder aplicar los métodos de una forma u otra, no ocurriendo lo mismo con el resto de operadores como consecuencia de no disponer sus cuentas anuales, el hecho de cotizar en otro tipo de mercados diferentes al de España, etc...

La última parte del estudio ha consistido en buscar aquellos factores que pueden crear o destruir llegando a la conclusión de que, para Telefónica, el crecimiento de las ventas y la disminución de las inversiones y la disminución de la rentabilidad del mercado son sus principales generadores de valor, siendo el aumento del capital circulante el que más lo

destruye valor, mientras que para Yoigo son también el crecimiento de las ventas (en menor medida que Telefónica) y el aumento de las amortizaciones. Los factores que más han destruido valor para Yoigo son el aumento de la rentabilidad libre de riesgo y el aumento de su inmovilizado material.

Llegados a este punto y como visión general, el hecho de haber identificado y simulado los diferentes valores que han podido aportar o no valor a la empresa a través de las proyecciones estimadas, ha permitido “monitorizar” el valor en función de los aumentos o disminuciones de esos factores así como conocer las oportunidades y los riesgos que se pueden presentar para una empresa en el futuro.

8. BIBLIOGRAFÍA

Libros:

Copeland, Koller y Murrin.(2000). *Valoración. Medición y Gestión del Valor.* Deusto, Barcelona.

Stewart, B.(2000). *En busca del Valor.* Gestión 2000, Barcelona.

Martin J. D. y Petty J. W. (2000).*La Gestión basada en el Valor.* Gestión 2000. Barcelona

Martinez Pedrós, D. y Milla Gutierrez, A. (2002): “*Estrategias y medición de la creación de valor para el accionista*”. Altair Consultores en Finanzas Coporativas, S.L. Valencia

Rodrigálvarez C. *La creación de valor en la empresa.* Deusto.

Amat O.(2008). *Análisis Económico-Financiero.* Gestión 2000.

Arroyo A. y Prat M.(2003). *Dirección Financiera.* Deusto. Barcelona.

González Pascual J. (2011). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera.* Pirámide. Madrid.

Ansón J.A. *Apuntes de clase.* Universidad de Zaragoza, Zaragoza.

Artículos de internet:

Fernández P. (2008): Métodos de Valoración de Empresas. Documento de investigación DI-771.

Escribano Sáez. A. (2003). “*Análisis económico de las telecomunicaciones en España: Fortalezas y debilidades*”. N° 808.

Martín Valmayor M.A., Cuadrado, L.R. Romero Cuadrado M. y Cuadrado Ebrero M.L. (2014). *Un análisis estratégico del sector de telecomunicaciones.* Boletín económico de ICE N° 3058.

Barriónuevo Canto. F.J. (2014). Método de valoración de empresas. Fundación Novasoft.

Páginas web:

[http://www.revistasice.com/.](http://www.revistasice.com/)

[http://operadoras-moviles.com/omvs/.](http://operadoras-moviles.com/omvs/)

[www.eldiario.es/hojaderouter/tecnologia/moviles/Movistar-Vodafone-Orange.](http://www.eldiario.es/hojaderouter/tecnologia/moviles/Movistar-Vodafone-Orange)

[http://economia.elpais.com/economia/2015/03/06/actualidad/.](http://economia.elpais.com/economia/2015/03/06/actualidad/)

[http://www.is-lm.com/retorno-sobre-el-capital-invertido-roic/.](http://www.is-lm.com/retorno-sobre-el-capital-invertido-roic/)

[http://www.areadepymes.com.](http://www.areadepymes.com)

[http://www.elconfidencial.com/empresas/2016-05-11/yoigo-compra-zegona.](http://www.elconfidencial.com/empresas/2016-05-11/yoigo-compra-zegona)

[http://app.bde.es/rss_www/.](http://app.bde.es/rss_www/)

<http://www.registradores.org/portal-estadistico-registral/estadisticas-mercantiles/las-pymes-espanolas-con-forma-societaria/>

Otros:

Informe de las cuentas anuales de Telefónica.(2011-2015)

Informes de las cuentas anuales de Xfera Móviles (Yoigo).(2012-2015).

9. ANEXOS.

ANEXO I. CUENTAS DE RESULTADOS DETELEFÓNICA.

Balance de situación	2011	2012	2013	2014	2015
Activo No corriente	87.198,00	82.182,00	70.506,00	73.065,00	62.204,00
Inmovilizado inmaterial	68,00	64,00	58,00	58,00	55,00
Inmovilizado material	338,00	303,00	262,00	225,00	222,00
Inversiones inmobiliarias	423,00	410,00	399,00	417,00	401,00
Inversiones en emp.del grupo y asoci.l/p	79.036,00	71.779,00	62.380,00	62.367,00	50.300,00
Inversiones financieras a l/p	4.728,00	4.531,00	3.082,00	5.709,00	5.073,00
Activos por impuesto diferido	2.605,00	5.095,00	4.325,00	4.289,00	6.153,00
Activo circulante	5.339,00	7.553,00	14.634,00	12.782,00	22.809,00
Existencias	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Activos no corrientes mant. Para la venta			2.302,00		12.508,00
Deudores	698,00	1.065,00	1.122,00	1.081,00	594,00
Inversiones en emp.del grupo y asoci.c/p	3.478,00	3.636,00	5.992,00	5.168,00	7.504,00
Inversiones financieras a c/p	394,00	390,00	445,00	1.941,00	2.060,00
Periodicaciones a c/p	4,00	12,00	5,00	8,00	33,00
Tesorería	765,00	2.450,00	4.768,00	4.584,00	110,00
Total activo	92.537,00	89.735,00	85.140,00	85.847,00	85.013,00
Patrimonio Neto	26.597,00	22.978,00	22.827,00	23.168,00	23.163,00
Fondos propios	27.212,00	24.383,00	23.658,00	24.232,00	23.953,00
Capital suscrito	4.564,00	4.551,00	4.551,00	4.657,00	4.975,00
					3.227,00
Prima de emisión	460,00	460,00	460,00	460,00	
Reservas	22.454,00	19.529,00	18.528,00	18.682,00	18.105,00
Acciones propias e instr.patrim.propios	-1.782,00	-788,00	-545,00	-1.587,00	-1.656,00
Resultado del ejercicio	4.910,00	631,00	664,00	2.604,00	8,00
Dividendos a cuenta	-3.394,00			-1.790,00	-1.912,00
Otros instrumentos de patrimonio				1.206,00	1.206,00
Ajustes por cambios de valor	-615,00	-1.405,00	-831,00	-1.064,00	-790,00
Activos financieros disp. para la venta	-40,00	-34,00	49,00	20,00	11,00
Operaciones de cobertura	-575,00	-1.371,00	-880,00	-1.084,00	-801,00
Pasivo fijo	47.236,00	50.029,00	47.154,00	49.351,00	46.255,00
Provisiones a largo plazo	42,00	187,00	213,00	267,00	835,00
Deudas a largo plazo	11.339,00	13.274,00	9.096,00	8.069,00	8.610,00
Deudas financieras	9.046,00	9.232,00	6.079,00	4.027,00	4.825,00
Deudas con emp. del grupo y asoc. l/p	35.381,00	36.069,00	37.583,00	40.728,00	36.683,00
Passivo por impuesto diferido	474,00	499,00	262,00	179,00	88,00
Periodicaciones a l/p				108,00	39,00
Pasivo líquido	18.704,00	16.728,00	15.159,00	13.328,00	15.595,00
Provisiones a corto plazo	65,00	8,00	12,00	46,00	43,00

Deudas a c/p	1.033,00	2.097,00	1.869,00	1.201,00	1.628,00
Deudas financieras	742,00	1.145,00	831,00	759,00	1.269,00
Deudas con emp. Grupo y asociad. c/p	17.140,00	14.181,00	12.982,00	11.702,00	13.217,00
Acreedores comerciales	440,00	439,00	286,00	336,00	619,00
Periodificaciones a c/p	26,00	3,00	10,00	43,00	88,00
Total pasivo y capital propio	92.537,00	89.735,00	85.140,00	85.847,00	85.013,00

Fondo de maniobra	537,00	903,00	991,00	941,00
Número empleados	985,00	724,00	902,00	1.012,00

Cuentas de pérdidas y ganancias	2011	2012	2013	2014	2015
Importe neto Cifra de Ventas	7.952,00	5.817,00	11.003,00	8.727,00	5.900,00
Deterioro y rtdo. Por enaj.					-4.457,00
Inst.financieros	-1.082,00	-5.311,00	-7.990,00	-3.675,00	
Otros ingresos de explotación	157,00	120,00	84,00	96,00	91,00
Gastos de personal	-244,00	-141,00	-154,00	-233,00	-315,00
Otros gastos de explotación	-399,00	-500,00	-343,00	-327,00	-783,00
Amortización del inmovilizado	-72,00	-63,00	-76,00	-64,00	-43,00
Resultado por enajenación de inmovilizado	1,00	-1,00			17,00
Resultado Explotación	6.313,00	-79,00	2.524,00	4.524,00	410,00
Ingresos financieros	139,00	213,00	179,00	184,00	593,00
Gastos financieros	-2.119,00	-2.268,00	-2.712,00	-2.296,00	-2.804,00
Variación de valor razonable en inst.financ.	-91,00	-59,00	-38,00	-57,00	-19,00
Diferencias de cambio	-138,00	41,00	82,00	-96,00	-102,00
Deterioro y rtdo.					426,00
Enajenac.inst.financ.	-105,00	-53,00	-2,00	-270,00	
Resultado financiero	-2.314,00	-2.126,00	-2.491,00	-2.535,00	-1.906,00
Resultado antes de Impuestos	3.999,00	-2.205,00	33,00	1.989,00	-1.496,00
Impuestos sobre sociedades	911,00	2.836,00	631,00	615,00	2.102,00
Rtdo del ejerc. Proc. De operac. Interr.					-598,00
Neto de impuestos					
Resultado del Ejercicio	4.910,00	631,00	664,00	2.604,00	8,00

Materiales	5.311,00	7.990,00	3.675,00	4.457,00
Gastos de personal	141,00	154,00	233,00	315,00
Dotaciones para amortiz. de inmovil.	63,00	76,00	64,00	43,00
Gastos financieros y gastos asimilados	2.268,00	2.712,00	2.296,00	2.804,00
Cash flow	4.982,00	694,00	740,00	2.668,00
Valor agregado	6.434,00	267,00	2.975,00	4.582,00
EBIT	6.313,00	-79,00	2.524,00	4.524,00
EBITDA	6.385,00	-16,00	2.600,00	4.588,00

ANEXO II. CUENTAS ANUALES DE YOIGO

Balance de situación	2011	2012	2013	2014	2015
Activo No corriente	797.303,00	885.343,00	865.105,00	812.383,00	781.309,00
Inmovilizado inmaterial	174.922,00	147.099,00	126.469,00	115.984,00	102.685,00
Inmovilizado material	192.694,00	280.032,00	277.692,00	300.620,00	291.457,00
Inversiones inmobiliarias					
Inversiones en emp.del grupo y asoci.l/p					
Inversiones financieras a l/p	429.687,00	22.302,00	17.249,00	11.433,00	10.117,00
Activos por impuesto diferido		391.324,00	397.891,00	340.108,00	339.965,00
Periodificaciones a l/p		44.586,00	45.804,00	44.238,00	37.085,00
Activo circulante	149.562,00	212.382,00	325.197,00	197.454,00	224.423,00
Existencias	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Activos no corrientes mant.					
Para la venta					
Deudores	99.530,00	183.851,00	231.495,00	122.118,00	108.984,00
Inversiones en emp.del grupo y asoci.c/p					
Inversiones financieras a c/p	50.032,00	534,00	56.290,00	186,00	543,00
Periodificaciones a c/p		1.015,00	4.446,00	15.332,00	19.584,00
Tesorería	42.455,00	26.982,00	32.966,00	59.818,00	95.312,00
Total activo	946.865,00	1.097.725,00	1.190.302,00	1.009.837,00	1.005.732,00
Patrimonio Neto	-93.993,00	-103.176,00	-118.838,00	-199.020,00	-197.501,00
Fondos propios	-93.993,00	-103.176,00	-118.838,00	-199.020,00	-197.501,00
Capital suscrito	236.362,00	236.362,00	236.362,00	236.362,00	236.362,00
Prima de emisión					
Reservas		150.236,00	150.236,00	150.236,00	150.236,00
Acciones propias e instr.patrim.props					
Resultados negativos de ejercicios anteriores	330.355,00	-480.591,00	-489.774,00	-505.436,00	-585.618,00
Resultado del ejercicio		-9.183,00	-15.662,00	-80.182,00	1.519,00
Dividendos a cuenta					
Otros instrumentos de patrimonio					
Pasivo fijo	753.547,00	722.047,00	637.416,00	854.677,00	850.300,00
Provisiones a largo plazo		4.797,00	5.965,00	22.214,00	43.729,00
Préstamos participativos		701.000,00	630.900,00	701.000,00	668.500,00
Deudas a largo plazo	746.776,00			131.038,00	137.747,00
Deudas financieras					
Deudas con emp. del grupo y asoc. l/p		14.000,00			
Pasivo por impuesto diferido	6.771,00				
Periodificaciones a l/p	4.493,00	2.250,00	551,00	425,00	324,00
Pasivo líquido	287.309,00	478.854,00	671.724,00	354.180,00	352.933,00
Provisiones a corto plazo					
Deudas a c/p		174.222,00	148.977,00	55.902,00	56.701,00

Deudas financieras	28.006,00	nd	nd	1.339,00	
Deudas con emp. Grupo y asociad. c/p		41.866,00	88.215,00	5.010,00	35.211,00
Acreedores comerciales	147.036,00	257.595,00	426.485,00	286.274,00	255.043,00
Periodificaciones a c/p	112.267,00	5.171,00	8.047,00	6.994,00	5.978,00
Total pasivo y capital propio	946.863,00	1.097.725,00	1.190.302,00	1.009.837,00	1.005.732,00
Fondo de maniobra	-47.506,00	-59.137,00	-116.043,00	-82.831,00	
Número empleados	101,00	109,00	109,00	102,00	

Cuentas de pérdidas y ganancias	2011	2012	2013	2014	2015
Importe neto Cifra de Ventas	841.466,00	995.054,00	1.134.417,00	856.783,00	865.044,00
Trabajos realizados por la empresa para su activo	nd	2.290,00	2.553,00	2.643,00	2.136,00
Aprovisionamientos	nd	-691.207,00	-816.729,00	-504.639,00	-513.455,00
Otros ingresos de explotación	nd	22.894,00	29.110,00	22.163,00	14.432,00
Gastos de personal	-11.751,00	-12.759,00	-13.689,00	-14.329,00	-14.267,00
Otros gastos de explotación	nd	-235.975,00	-267.578,00	-289.252,00	-271.167,00
Amortización del inmovilizado	73.784,00	-70.068,00	-81.093,00	-80.105,00	-72.235,00
Exceso de provisiones					629,00
Deterioro y resultado por enajenación de inmovilizado		-1.145,00	1.750,00	-620,00	73,00
Resultado Explotación	-27.521,00	9.084,00	-11.259,00	-7.356,00	11.190,00
Ingresos financieros	792,00	775,00	2.035,00	2.186,00	1.134,00
Gastos financieros	-7.987,00	-22.619,00	-13.161,00	-16.333,00	-10.130,00
Variación de valor razonable en inst.financ.					
Diferencias de cambio		-241,00	156,00	-255,00	195,00
Deterioro y rtdo.					
Enajenac.inst.financ.					
Resultado financiero	-7.196,00	-22.085,00	-10.970,00	-14.402,00	-8.801,00
Resultado antes de Impuestos	-34.717,00	-13.001,00	-22.229,00	-21.758,00	2.389,00
Impuestos sobre sociedades	-10.415,00	3.818,00	6.567,00	6.380,00	-567,00
Ajuste en la imposición sobre beneficios				-64.804,00	-303,00
Resultado del Ejercicio	-24.302,00	-9.183,00	-15.662,00	-80.182,00	1.519,00

Materiales	640.409,00	691.207,00	816.729,00	504.639,00	
Gastos de personal	11.751,00	12.759,00	13.689,00	14.329,00	14.267,00
Dotaciones para amortiz. de inmovil.	73.784,00	70.068,00	81.093,00	80.105,00	72.235,00
Gastos financieros y gastos asimilados	7.839,00	22.619,00	13.161,00	16.333,00	10.130,00
Cash flow	49.482,00	60.884,00	65.431,00	-77,00	
Valor agregado	58.657,00	92.445,00	85.715,00	89.009,00	
EBIT	-27.521,00	9.084,00	-11.259,00	-7.356,00	11.190,00
EBITDA	46.262,00	79.152,00	69.834,00	72.749,00	83.425,00

ANEXO III. PROYECCION DE LAS CUENTAS ANUALES DE TELEFONICA.

Cuentas de pérdidas y ganancias: Telefónica	PROYECCIONES					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Importe neto Cifra de Ventas	5.900,00	6.195,00	6.504,75	6.829,99	6.966,59	7.105,92
Deterioro y rtdo. Por enaj. Inst.financieros	-4.457,00	-4.457,00	-4.457,00	-4.457,00	-4.457,00	-4.457,00
Otros ingresos de explotación	91,00	100,10	110,11	121,12	133,23	146,56
Gastos de personal	-315,00	-324,45	-334,18	-340,87	-347,68	-354,64
Otros gastos de explotación	-783,00	-845,64	-913,29	-986,35	-1.065,26	-1.150,48
Amortización del inmovilizado	-43,00	-51,32	-61,43	-73,82	-88,20	-104,82
Resultado por enajenación de inmovilizado	17,00	17,00	17,00	17,00	17,00	17,00
Resultado Explotación (BAIT)	410,00	1.970,79	2.203,06	2.447,16	2.495,77	2.539,63
Ingresos financieros	593,00	552,92	497,63	447,87	403,08	362,77
Gastos financieros	-2.804,00	-2.934,74	-3.049,27	-3.172,16	-3.303,64	-3.438,83
Variación de valor razonable en inst.financ.	-19,00	-19,00	-19,00	-19,00	-19,00	-19,00
Diferencias de cambio	-102,00	-102,00	-102,00	-102,00	-102,00	-102,00
Deterioro y rtdo. Enajenac.inst.financ. con terceros	426,00	426,00	426,00	426,00	426,00	426,00
Resultado financiero	-1.906,00	-2.076,82	-2.246,64	-2.419,29	-2.595,56	-2.771,06
Resultado antes de Impuestos	-1.496,00	-106,03	-43,58	27,87	-99,78	-231,43
Impuestos sobre sociedades	2.102,00	446,22	426,91	404,81	444,29	484,99
Rtdo del ejerc. Proc. De operac. Interr. Neto de impuestos	-598,00	-598,00	-598,00	-598,00	-598,00	-598,00
Resultado del Ejercicio	8,00	-1.594,91	-1.551,77	-1.502,41	-1.590,60	-1.681,54
EBITDA	453,00	2.022,11	2.264,49	2.520,99	2.583,97	2.644,45

Balance de situación: Telefónica	PROYECCIONES					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activo No corriente	62.204,00	61.680,69	61.212,10	60.792,76	60.417,76	60.092,37
Inmovilizado inmaterial	55,00	52,29	49,71	47,26	44,93	42,71

Inmovilizado material	222,00	194,64	170,65	149,62	131,18	124,72
Inversiones inmobiliarias	401,00	415,06	429,61	444,67	460,25	476,39
Inversiones en emp.del grupo y asoci.l/p	50.300,00	49.294,00	48.308,12	47.341,96	46.395,12	45.467,22
Inversiones financieras a l/p	5.073,00	4.565,70	4.109,13	3.698,22	3.328,40	2.995,56
Activos por impuesto diferido	6.153,00	6.153,00	6.153,00	6.153,00	6.153,00	6.153,00
Activo circulante	22.809,00	23.063,96	23.408,60	23.620,55	23.940,07	24.269,16
Existencias	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Activos no corrientes mant.						
Para la venta	12.508,00	12.508,00	12.508,00	12.508,00	12.508,00	12.508,00
Deudores	594,00	674,26	804,56	763,66	792,64	794,15
Inversiones en emp.del grupo y asoci.c/p	7.504,00	7.879,20	8.273,16	8.686,82	9.121,16	9.577,22
Inversiones financieras a c/p	2.060,00	1.854,00	1.668,60	1.501,74	1.351,57	1.216,41
Periodificaciones a c/p	33,00	33,00	33,00	33,00	33,00	33,00
Tesorería	110,00	115,50	121,28	127,34	133,71	140,39
Total activo	85.013,00	84.744,65	84.620,70	84.413,32	84.357,83	84.361,53
Patrimonio Neto	23.163,00	21.161,30	20.950,98	20.719,63	20.465,14	20.185,20
Fondos propios	23.953,00	21.951,30	21.740,98	21.509,63	21.255,14	20.975,20
Capital suscrito	4.975,00	4.975,00	4.975,00	4.975,00	4.975,00	4.975,00
Prima de emisión	3.227,00	3.227,00	3.227,00	3.227,00	3.227,00	3.227,00
Reservas	18.105,00	16.294,50	16.294,50	16.294,50	16.294,50	16.294,50
Acciones propias e instr.patrim.propios	-1.656,00	-1.656,00	-1.656,00	-1.656,00	-1.656,00	-1.656,00
Resultado del ejercicio	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Dividendos a cuenta	-1.912,00	-2.103,20	-2.313,52	-2.544,87	-2.799,36	-3.079,30
Otros instrumentos de patrimonio	1.206,00		1.206,00	1.206,00	1.206,00	1.206,00
Ajustes por cambios de valor	-790,00	-790,00	-790,00	-790,00	-790,00	-790,00
Activos financieros disp para la venta	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00
Operaciones de cobertura	-801,00	-801,00	-801,00	-801,00	-801,00	-801,00
Pasivo fijo	46.255,00	40.322,05	35.235,99	30.871,95	27.123,65	23.900,70
Provisiones a largo plazo	835,00	835,00	835,00	835,00	835,00	835,00
Deudas a largo plazo	8.610,00	8.179,50	7.770,53	7.382,00	7.012,90	6.662,25
Deudas financieras	4.825,00	4.583,75	4.354,56	4.136,83	3.929,99	3.733,49
Deudas con emp. del grupo y asoc. l/p	36.683,00	31.180,55	26.503,47	22.527,95	19.148,76	16.276,44

Pasivo por impuesto diferido	88,00	88,00	88,00	88,00	88,00	88,00
Periodificaciones a l/p	39,00	39,00	39,00	39,00	39,00	39,00
Pasivo líquido	15.595,00	15.625,95	15.658,45	15.692,57	15.728,40	15.766,02
Provisiones a corto plazo	43,00	43,00	43,00	43,00	43,00	43,00
Deudas a c/p	1.628,00	1.628,00	1.628,00	1.628,00	1.628,00	1.628,00
Deudas financieras	1.269,00	1.205,55	1.145,27	1.088,01	1.033,61	981,93
Deudas con emp. Grupo y asociad. c/p	13.217,00	13.217,00	13.217,00	13.217,00	13.217,00	13.217,00
Acreedores comerciales	619,00	649,95	682,45	716,57	752,40	790,02
Periodificaciones a c/p	88,00	88,00	88,00	88,00	88,00	88,00
Total pasivo y capital propio	85.013,00	77.109,30	71.845,42	67.284,14	63.317,19	59.851,92

Necesidades operativas de fondos (NOF)	85,00	139,81	243,39	174,43	173,94	144,52
---	--------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

	DATOS HISTÓRICOS					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
C.C	-1.532,00	1.023,00	3.076,00	5.604,00	5.329,00	85,00
A. C.C		2.555,00	2.053,00	2.528,00	-275,00	-5.244,00

	DATOS HISTÓRICOS					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inmov.inmt.	71,00	68,00	64,00	58,00	58,00	55,00
Inmov.mtral	381,00	338,00	303,00	262,00	225,00	222,00
Amortización	70,00	72,00	63,00	76,00	64,00	43,00
Inversión						
Inmov.	345,00	423,00	410,00	399,00	417,00	401,00
A. ANC		-550,00	-5.016,00	-11.676,00	2.559,00	-10.861,00
promedio		2011	2012	2013	2014	2015
-4,93%	TV Limtr.	-4,23%	-5,88%	-9,38%	0,00%	-5,17%
-12,32%	TV I.mtral	-11,29%	-10,36%	-13,53%	-14,12%	-1,33%
-7,52%	TV Amort	2,86%	-12,50%	20,63%	-15,79%	-32,81%
3,51%	TV. Inv.Inm	22,61%	-3,07%	-2,68%	4,51%	-3,84%

	PROYECCIONES				
	2016	2017	2018	2019	2020
C.C	139,81	243,39	174,43	173,94	144,52
A. C.C	54,81	103,58	-68,96	-0,48	-29,42

	PROYECCIONES				
	2016	2017	2018	2019	2020
Inmov.inmt.	52,29	49,71	47,26	44,93	42,71
Inmov.mtral	194,64	170,65	149,62	131,18	124,72
Amortización	51,32	61,43	73,82	88,20	104,82
Inversión Inmov.	415,06	429,61	444,67	460,25	476,39
A. ANC	-1.529,31	1.454,47	-1.385,50	-1.321,84	-1.253,29
promedio -4,93% -12,32%	2016	2017	2018	2019	2020
	-4,93%	-4,93%	-4,93%	-4,93%	-4,93%
	-12,32%	12,32%	-12,32%	-12,32%	-4,93%

ANEXO IV. PROYECCION DE LAS CUENTAS ANUALES DE YOIGO

Cuentas de pérdidas y ganancias: Yoigo	PROYECCIONES					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Importe neto Cifra de Ventas	865.044,00	882.344,88	899.991,78	926.991,53	954.801,28	983.445,32
Trabajos realizados por la empresa para su activo	2.136,00	2.136,00	2.136,00	2.136,00	2.136,00	2.136,00
Aprovisionamientos	-	-	-	-	-	-
	513.455,00	521.709,43	533.171,10	548.637,08	565.368,71	582.189,42
Otros ingresos de explotación	14.432,00	12.988,80	11.689,92	10.520,93	9.468,84	8.521,95
Gastos de personal	-14.267,00	-14.474,25	-14.690,68	-14.920,94	-15.150,90	-15.380,30
Otros gastos de explotación	-	-	-	-	-	-
	271.167,00	273.526,91	278.997,45	287.367,37	295.988,40	304.868,05
Amortización del inmovilizado	-72.235,00	-73.594,39	-74.960,94	-76.385,31	-77.820,50	-79.275,82
Exceso de provisiones	629,00	629,00	629,00	629,00	629,00	629,00
Deterioro y resultado por enajenación de inmovilizado	73,00	73,00	73,00	73,00	73,00	73,00
Resultado Explotación (BAIT)	11.190,00	14.866,69	12.699,53	13.039,75	12.779,61	13.091,67
Ingresos financieros	1.134,00	1.134,00	1.134,00	1.134,00	1.134,00	1.134,00
Gastos financieros	-10.130,00	-10.374,22	-10.624,33	-10.880,47	-11.142,79	-11.411,43
Diferencias de cambio	195,00	195,00	195,00	195,00	195,00	195,00
Resultado financiero	-8.801,00	-9.045,22	-9.295,33	-9.551,47	-9.813,79	-10.082,43

Resultado antes de Impuestos	2.389,00	5.821,47	3.404,19	3.488,28	2.965,82	3.009,24
Impuestos sobre sociedades	-567,00	1.455,37	851,05	872,07	741,46	752,31
Ajustes en la imposición sobre beneficios	-303,00	-598,00	-598,00	-598,00	-598,00	-598,00
Resultado del Ejercicio	1.519,00	6.678,84	3.657,24	3.762,35	3.109,28	3.163,55

Balance de situación	PROYECCIONES					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activo No corriente	781.309,00	763.873,83	786.622,08	812.673,08	842.256,37	807.192,31
Inmovilizado inmaterial	102.685,00	95.482,82	88.785,79	82.558,48	76.767,94	71.383,54
Inmovilizado material	291.457,00	318.814,86	348.740,70	381.475,54	417.283,08	388.015,42
Inversiones inmobiliarias						
Inversiones en emp.del grupo y asoci.l/p						
Inversiones financieras a l/p	10.117,00	9.611,15	9.130,59	8.674,06	8.240,36	7.828,34
Activos por impuesto diferido	339.965,00	339.965,00	339.965,00	339.965,00	339.965,00	339.965,00
Periodificaciones a largo plazo	37.085,00	37.085,00	37.085,00	37.085,00	37.085,00	37.085,00
Activo circulante	224.423,00	235.847,11	261.100,93	284.993,46	287.845,48	296.443,86
Existencias	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Activos no corrientes mant. Para la venta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Deudores	108.984,00	113.763,42	131.904,16	148.182,61	142.884,61	142.759,69
Inversiones en emp.del grupo y asoci.c/p	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inversiones financieras a c/p	543,00	515,85	490,06	465,55	442,28	420,16
Periodificaciones a c/p	19.584,00	19.584,00	19.584,00	19.584,00	19.584,00	19.584,00
Tesorería	95.312,00	101.983,84	109.122,71	116.761,30	124.934,59	133.680,01
Total activo	1.005.732,00	999.720,94	1.047.723,00	1.097.666,54	1.130.101,85	1.103.636,17
Patrimonio Neto	-197.501,00	393.276,84	390.255,24	390.360,35	389.707,28	389.761,55
Fondos propios	-197.501,00	393.276,84	390.255,24	390.360,35	389.707,28	389.761,55

Capital suscrito	236.362,00	236.362,00	236.362,00	236.362,00	236.362,00	236.362,00
Prima de emisión	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Reservas	150.236,00	150.236,00	150.236,00	150.236,00	150.236,00	150.236,00
Resultados negativos de ejercicios anteriores						
	-585.618,00					
Resultado del ejercicio	1.519,00	6.678,84	3.657,24	3.762,35	3.109,28	3.163,55
Pasivo fijo	850.300,00	861.319,76	873.221,10	886.074,55	899.956,27	914.948,53
Provisiones a largo plazo	43.729,00	43.729,00	43.729,00	43.729,00	43.729,00	43.729,00
Préstamos participativos	668.500,00	668.500,00	668.500,00	668.500,00	668.500,00	668.500,00
Deudas a largo plazo	137.747,00	148.766,76	160.668,10	173.521,55	187.403,27	202.395,53
Deudas financieras	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Deudas con emp. del grupo y asoc. l/p	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pasivo por impuesto diferido	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Periodificaciones a l/p	324,00	324,00	324,00	324,00	324,00	324,00
Pasivo líquido	352.933,00	362.569,94	372.671,78	383.269,60	394.396,83	406.089,45
Provisiones a corto plazo						
Deudas a c/p	56.701,00	61.237,08	66.136,05	71.426,93	77.141,08	83.312,37
Deudas financieras	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Deudas con emp. Grupo y asociad. c/p	35.211,00	35.211,00	35.211,00	35.211,00	35.211,00	35.211,00
Acreedores comerciales	255.043,00	260.143,86	265.346,74	270.653,67	276.066,75	281.588,08
Periodificaciones a c/p	5.978,00	5.978,00	5.978,00	5.978,00	5.978,00	5.978,00
Total pasivo y capital propio	1.005.732,00	1.617.166,54	1.636.148,13	1.659.704,50	1.684.060,38	1.710.799,54

DATOS HISTÓRICOS

C.C
A. C.C

2010	2011	2012	2013	2014	2015
12.159,00	-5.051,00	-46.762,00	-106.024,00	-104.338,00	-50.747,00
	-17.210,00	-41.711,00	-59.262,00	1.686,00	53.591,00

DATOS HISTÓRICOS

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inmov.inmt.	152.613,00	174.922,00	147.099,00	126.469,00	115.984,00	102.685,00
Inmov.mtral	198.173,00	192.694,00	280.032,00	277.692,00	300.620,00	291.457,00
Amortización	56.374,00	73.784,00	70.068,00	81.093,00	80.105,00	72.235,00
Inversión financ.						
A. ANC		16.830,00	59.515,00	-22.970,00	12.443,00	-22.462,00
promedio		2011	2012	2013	2014	2015
-7,01%	TV Limtr.	14,62%	-15,91%	-14,02%	-8,29%	-11,47%
9,39%	TV I.mtral	-2,76%	45,32%	-0,84%	8,26%	-3,05%
6,11%	TV Amort	30,88%	-5,04%	15,73%	-1,22%	-9,82%
	TV. Inv.Inm	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!

PROYECCIONES

	2016	2017	2018	2019	2020
C.C	-44.396,60	-24.319,87	-5.709,77	-8.247,54	-5.148,38
A. C.C	6.350,40	20.076,73	18.610,10	-2.537,78	3.099,16

PROYECCIONES

	2016	2017	2018	2019	2020
Inmov.inmt.	95.482,82	88.785,79	82.558,48	76.767,94	71.383,54
Inmov.mtral	318.814,86	348.740,70	381.475,54	417.283,08	388.015,42
Amortización	73.594,39	74.960,94	76.385,31	77.820,50	79.275,82
Inversión financ.					
A. ANC	20.155,68	23.228,80	26.507,54	30.017,00	-34.652,05
promedio	2016	2017	2018	2019	2020
-7,01%	-7,01%	-7,01%	-7,01%	-7,01%	-7,01%
9,39%	9,39%	9,39%	9,39%	9,39%	-7,01%
6,11%	1,88%	1,86%	1,90%	1,88%	1,87%
	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!	#;DIV/0!