



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Curso 2013/2014

**ANÁLISIS FUNDAMENTAL Y VALORACIÓN DE GAS NATURAL
FENOSA.**

(FUNDAMENTAL ANALYSIS OF GAS NATURAL FENOSA)

Realizado por el alumno D. José Luis Vázquez Pérez

Tutelado por el Profesor D. Borja Amor Tapia

León, Julio 2014

ANEXO 5



VISTO BUENO DEL TUTOR DEL TRABAJO FIN DE GRADO

El Profesor D. **BORJA AMOR TAPIA**, en su calidad de Tutor¹ del Trabajo Fin de Grado titulado “**ANÁLISIS FUNDAMENTAL Y VALORACIÓN DE GAS NATURAL FENOSA**” realizado por D. **JOSÉ LUIS VÁZQUEZ PÉREZ** en el Grado Universitario en **ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS**, informa favorablemente el mismo, dado que reúne las condiciones necesarias para su defensa.

Lo que firmo, para dar cumplimiento al art. 12.3 del R.D. 1393/2007, de 29 de octubre.

En León, a 3 de JULIO de 2014

VºBº

Fdo.: BORJA AMOR TAPIA

¹ Si el Trabajo está dirigido por más de un Tutor tienen que constar los datos de cada uno y han de firmar todos ellos.

ÍNDICE DE CONTENIDOS:

RESUMEN/ABSTRACT	1
1. INTRODUCCIÓN	2
2. OBJETO DEL TRABAJO	3
3. METODOLOGIA UTILIZADA	4
4. MARCO TEÓRICO	4
4.1. ANÁLISIS FUNDAMENTAL.....	4
4.2. EFICIENCIA DEL MERCADO.....	5
4.3. APROXIMACIONES TOP-DOWN Y BOTTOM UP	6
4.4. ALGUNOS MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	7
4.4.1. <i>Valoración estática y relativa</i>	8
4.4.2. <i>Descuentos de flujos</i>	8
5. CASO GAS NATURAL- FENOSA.CONTEXTO.....	14
5.1. PANORAMA ACTUAL ECONOMIA MUNDIAL	19
5.2. PANORAMA ACTUAL ECONOMIA ESPAÑOLA.....	25
5.3. EL SECTOR ENÉRGÉTICO.....	29
5.4. ANÁLISIS DE PORTER.....	31
5.5. ANÁLISIS D.A.F.O.	36
6. CASO NATURAL FENOSA. VALORACIÓN	39
6.1. ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS	39
6.2. RATING CREDITICIO	50
6.3. VALORACIÓN RELATIVA.....	51
6.4. VALORACIÓN POR DESCUENTOS DE FLUJOS	58
6.5. COMPORTAMIENTO BURSÁTIL	63
7. CONCLUSIONES.....	66
8. BIBLIOGRAFIA.....	68
9. ANEXOS	70

ÍNDICE DE CUADROS:

Cuadro 6.1. Rating crediticio de las empresas del Ibex y de España.....	50
--------------------------------------------------------------------------------	----

ÍNDICE DE TABLAS:

Tabla 6.1. Balance de situación consolidado Gas Natural Fenosa años 2012 y 2013 ...	39
Tabla 6.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada años 2012 y 2013, G.N.F	41
Tabla 6.3. Ebitda Gas Natural Fenosa años 2012 y 2013	43
Tabla 6.4. Estado de Flujos de Efectivo Cosolidado años 2012 y 2013,G.N.F.....	45
Tabla 6.5. Ratio Apalancamiento Gas Natural Fenosa años 2012 y 2013	48
Tabla 6.6. Principales ratios financieros Gas Natural Fenosa años 2012 y 2013	49
Tabla 6.7. Diferentes ratios de Gas Natural Fenosa y estimaciones 2014 y 2015.....	53
Tabla 6.8. Estadísticas bursátiles de 2009 a 2013 de Gas Natural Fenosa.	54
Tabla 6.9. Tablas comparativas de ratios Gas Natural Fenosa,Iberdrola y Endesa.....	55
Tabla 6.10. Flujos de caja libre años 2010 a 2013 Gas Natural Fenosa	59
Tabla 6.11. Dividendos Repartidos de Gas Natural Fenosa	65

ÍNDICE DE FIGURAS:

FIG 5.1. Producto Interior Bruto.....	23
FIG 5.2. Producción industrial y tasa de paro.....	24
FIG 5.3. Balanza por cuenta corriente	24
FIG 5.4. Contribuciones a la tasa interanual del IPC (dos gráficas).....	27
FIG 5.5. Cuotas de mercado de generación de electricidad.....	35
FIG 6.1. Previsiones del F.M.I sobre España	62
FIG 6.2. Evolución comparativa de la cotización de las acciones de las tres empresas	64

RESUMEN

En este trabajo se aplica el análisis fundamental a un caso concreto, Gas Natural Fenosa, aproximando su valor intrínseco para compararlo con el de mercado. La opción de Gas Natural Fenosa también viene marcada por su reciente fusión con Unión Fenosa en plena crisis financiera y de esa manera, al valorar también se comprenderá en qué medida ha sido acertada esta decisión.

Todos los análisis realizados indican buenas sensaciones hacia la empresa, los valores relativos (por múltiplos), en donde se compara con las otras dos empresas importantes del sector la dejan en buen lugar. Esto unido al resultado del cálculo del valor de la empresa por el método de descuento de flujos de caja; nos indica que Gas Natural Fenosa aún sigue siendo un valor a tener en cuenta a la hora de invertir.

PALABRAS CLAVE

Gas Natural Fenosa, análisis fundamental, Top Down, métodos de valoración de empresas, valoración por múltiplos, valoración por descuento de flujos.

ABSTRACT

In this project, the fundamental analysis is applied to a study case, Gas Natural Fenosa, estimating its intrinsic value to compare it to that of the market. The choice of the Gas Natural Fenosa case, was also influenced by its recent merging with Union Fenosa in mid financial crisis. Therefore when estimating the aforementioned value we will also learn how good our choice was.

All the analysis carried out offer good market indicators for the company, the relative values which compare it to the other two major companies in the sector, place it in an attractive position. All this, together with the result of calculating the value of the enterprise by the cash flow discounts method, indicates that Gas Natural Fenosa is still a value to be taken into account when investing.

KEYWORDS

Gas Natural Fenosa, fundamental analysis, Top Down, Valuation model, relative valuation model, discounted flows valuation.

1. INTRODUCCIÓN

En la elección del tema ha tenido bastante peso la actual situación de crisis que estamos sufriendo, un momento de gran incertidumbre que unido a la gran dificultad para generar ingresos, hace que más nunca sea necesario saber rentabilizar muy bien las inversiones. Es por ello que llama nuestra atención la situación de las empresas energéticas, empresas que están pasando en los últimos años por un proceso de cambio; durante muchos años han trabajado en un modelo de oligopolio y están notando como este escenario está desapareciendo hacia una liberalización del mercado, todo ello en medio de una de las mayores crisis financieras de la historia.

Gas natural Fenosa es un grupo multinacional líder del sector energético, pionera en la integración del gas y la electricidad. Bastante internacionalizada se encuentra en más de 25 países, con cerca de 20 millones de clientes en los cinco continentes, con una potencia instalada de 16 Gw y un mix diversificado de generación de electricidad.

Con la adquisición de la compañía eléctrica Unión Fenosa, tercera del mercado español, Gas Natural Fenosa ha integrado los negocios de gas y electricidad, para ser capaz de competir de forma eficiente en unos mercados sometidos a un proceso de creciente integración, globalización y aumento de la competencia.

Para abordar el trabajo, se ha seguido la siguiente estructura: en el apartado uno se encuentra esta introducción donde se explica la estructura a seguir, el apartado dos comprende el objeto del trabajo: establecer un valor y que métodos hay para ello, el apartado tres contiene la metodología aplicada mediante el método del caso, a continuación en el apartado cuatro se expone el marco teórico sobre el que se desarrolla el trabajo: análisis fundamental, eficiencia del mercado, aproximaciones Top-Down y Bottom-Up, y métodos de valoración utilizados, en el siguiente, el cinco se entra ya en materia realizando la aproximación Top-Down para la empresa Gas Natural Fenosa, analizando el contexto mundial, nacional, sectorial y el análisis de Porter y D.A.F.O. tomando como base el entorno en el que opera la empresa; en el punto seis se profundiza en la materia analizando cuál es su realidad interna y como se la percibe desde el exterior; a la vez que se realiza la valoración propiamente dicha mediante múltiplos y por descuento de flujos, y por último se termina con las conclusiones del

trabajo, donde se explicaran los resultados obtenidos con la valoración, y se añade la bibliografía utilizada así como los anexos pertinentes al final del trabajo.

2. OBJETO DEL TRABAJO

Mediante el siguiente trabajo se intentará mostrar la utilidad del análisis fundamental a través del estudio de un caso concreto.

La importancia del análisis fundamental, como después se desarrollará, radica en la posible existencia de burbujas especulativas, las cuales es conveniente detectar ya que los valores pueden estar sobrevalorados o infravalorados y el valor fundamental nos sirve como indicador.

En época de crisis cobra mayor importancia porque se puede encontrar valor escondido en compañías con un gran descuento en el precio.

En las definiciones se han utilizado libros de macroeconomía como Dornbusch, Fisher y Startz (2009) o el de Larrain y Sachs(2002) además de las propias definiciones que aparecen en los manuales de valoración de empresas empleados, Fernández (2005), Scherk (2011) y Fabregat (2009),

Como se pretende establecer un valor es necesario mencionar los métodos de valoración existentes. En el manual de Fernández (2005) se recogen 6 grupos, basados en el balance, en la cuenta de resultados, los mixtos (goodwill), los descuentos de flujos, los de creación de valor y el de opciones. De todos ellos destaca como el más importante el basado en el descuento de flujos, el cual considera a la empresa como generadora de flujos de fondos y por ello dice que sus acciones y su deuda pueden ser valorables como otros activos financieros. Otros autores como Fabregat (2009) clasifica los métodos en: estáticos (balance de situación), dinámicos (flujos de caja descontados y de dividendos), compuestos o mixtos y de valoración por múltiplos.

Existen otras clasificaciones para identificar distintos métodos de valoración, pero realmente son parecidas, y muchas, incluidas estas dos, coinciden en destacar como el sistema más importante el método de valoración por descuentos de flujos.

Como lo que se pretende es establecer un valor, este trabajo se realizará en base a los métodos: valoración estática, relativa (por múltiplos) y por descuentos de flujos.

3. METODOLOGIA UTILIZADA

Para acometer el objetivo se va a utilizar el Método del Caso. Según Boehrer y Linsky (1990) es una técnica de aprendizaje activa centrada en la investigación del estudiante sobre un caso real y específico que le servirá para adquirir la base de un estudio inductivo. El alumno partiendo de un caso concreto tiene que ser capaz de comprender, conocer y analizar todas las variables del caso.

Autores como Parr y Smith (1998), Asopa y Beye (1997), destacan la importancia de este método como aprendizaje práctico de la información teórica adquirida, porque facilita la comprensión de la misma. Con él se asume un papel más activo y como está basado en hechos reales aumenta la motivación hacia el tema del estudio.

El aspecto más destacado de este método es la ausencia de una única respuesta correcta, lo realmente importante son los pasos que se van dando para llegar a esa solución.

El objeto de estudio, en este caso será la compañía Gas Natural Fenosa. Se elige esta empresa porque como parte del IBEX 35 goza de un determinado prestigio en los mercados financieros y como además desde la perspectiva de cliente ya nos era conocida, sentimos la curiosidad de analizarla desde otro punto de vista.

Para valorar la empresa se ha recurrido a información pública de la misma disponible en CNMV, Bolsas y Mercados, y en los estados financieros de la propia empresa.

4. MARCO TEÓRICO

4.1. ANÁLISIS FUNDAMENTAL

El análisis fundamental de valores se basa en la teoría económica de valoración que nace en 1938. Según la misma, el valor de un título viene determinado por el valor actual de los ingresos que aportará a sus accionistas en el futuro (Williams, 1938). El tipo de descuento a emplear incluirá no solo la tasa de interés libre de riesgo, sino

también reflejará la incertidumbre de estos ingresos futuros mediante una prima adicional. Esto supone la existencia de un valor intrínseco para cada título que dependerá de la capacidad de la empresa para obtener beneficios. Este valor será el resultado de este análisis fundamental, de la previsión de la economía, del sector de la empresa y de la propia empresa; utilizándose para hacer comparaciones con su cotización de mercado.

Así pues, el análisis fundamental es un instrumento básico y necesario para enfrentarse al mundo de los mercados financieros sin cometer errores de bulto y de fácil solución. Se basa en el estudio de la situación económico-financiera de la empresa y de las perspectivas tanto de las empresas como de la economía en general para tomar decisiones de inversión.

Es una ayuda para poder tomar decisiones en torno a la posible sobrevaloración o infravaloración de las acciones, pudiendo ser recomendable comprar si están infravaloradas, o vender si están sobrevaloradas y su valor intrínseco excede a su precio de mercado.

En definitiva, lo que se pretende es conocer las causas de la situación actual del precio de mercado de las acciones para así poder deducir cual va a ser su posible evolución futura. Este análisis se basa en estudios de resultados anteriores con análisis de estados financieros, en la evolución de la calidad de gestión de la empresa, comparándola con el resto del sector, y en las perspectivas de la economía en general.

4.2. EFICIENCIA DEL MERCADO

El análisis fundamental tiene su razón de ser en la búsqueda de eficiencia del mercado. En un mercado eficiente se parte siempre de que el precio de cualquier acción en el mercado refleja realmente toda la información relevante disponible y este se ajusta total y rápidamente a los nuevos datos. De este modo, todos pueden tener las mismas probabilidades de ganar al mismo coste.

Se discute mucho sobre el nivel de eficiencia del mercado, puesto que ésta no es siempre la misma o a veces puede ser inexistente, el mercado en su corto plazo se ve afectado por anomalías que darán lugar a malas valoraciones sino se tienen en cuenta. Por este motivo hay opiniones dispares sobre la existencia o no del mercado eficiente,

Fama (1979) es uno de los autores que defienden la existencia de un mercado eficiente, otros autores como Shewrt y Clifford (1992) defienden la ineficiencia del mercado.

Las anomalías son los fallos que se producen en el funcionamiento normal del mercado y a corto plazo le restan eficiencia. Pueden producirse mediante burbujas especulativas, que se forman cuando la acción está sobrevalorada en su valor fundamental, y esta sigue aumentando mientras exista la esperanza de que continúe creciendo, cuando esta desaparezca, la burbuja explota y vuelve a su valor fundamental, en este sentido se manifiesta Fernández (2008).

De este modo, a la espera de una teoría más clarificadora, podemos concluir que el mercado es eficiente sin perder de vista la posibilidad de obtener recompensas. En consecuencia no existe una clara definición de la eficiencia por la existencia de anomalías en su corto plazo, las cuales deben ser tenidas en cuenta a la hora de realizar un buen análisis. Aquí es donde radica la importancia del análisis fundamental, si el mercado por sí mismo fuera perfectamente eficiente el valor intrínseco de los títulos coincidiría con su valor de mercado y la realización del análisis no tendría sentido; pero como la eficiencia por sí misma no es real se pueden producir sobrevaloraciones e infravaloraciones en los títulos.

De esta manera es donde tiene su razón de ser el análisis fundamental, contribuyendo a corregir y prevenir dichas anomalías y haciendo que el mercado tienda a ser eficiente.

4.3. APROXIMACIONES TOP-DOWN Y BOTTOM UP

En el manual de análisis fundamental de Scherk (2011) se recogen las dos metodologías regladas para valorar una compañía. Por un lado el análisis Top-Down que consiste en ir de lo más global a lo más específico. Pasando de la macroeconomía internacional, a la nacional, para finalmente acabando con el análisis sectorial y empresarial de la compañía. Dentro de los aspectos a nivel macroeconómico que se considerarían está la situación de la economía internacional a través de sus parámetros más indicativos.

Después se realizaría el mismo análisis para la situación interna del país indicando su situación política, social, financiera, precios y situación coyuntural; y para

conocer su credibilidad externa (Riesgo del país y Tipo de Cambio). A continuación se explicarían los aspectos sectoriales, cuál es la situación del sector y el análisis de Porter. Para terminar con una valoración económica de la empresa, por diferentes métodos, de valoración patrimonial, de valoración relativa (por múltiplos) y basados en el descuento de flujos, entre otros.

La otra alternativa sería el análisis Bottom up, que consiste en valorar las acciones obteniendo su valor intrínseco y comparándolo con el precio de mercado. Sería un enfoque a la inversa de la metodología anterior, se centraría más en el entorno empresarial que en el entorno macroeconómico.

En el caso concreto de este trabajo se utilizará el enfoque Top-Down para el análisis.

4.4. ALGUNOS MÉTODOS DE VALORACIÓN

Una vez aclarado el enfoque del análisis, lo siguiente es determinar cómo se realizará la valoración.

Existen varios métodos de valoración, Fabregat (2009) los clasifica en métodos estáticos, dinámicos, compuestos y múltiplos. Los métodos estáticos se basan en los estados financieros de la empresa y consisten básicamente en valorar a precios de mercado, activo por activo, los métodos dinámicos consideran a la empresa en movimiento, estimarán la riqueza futura, los métodos compuestos o mixtos son una mezcla de los dos anteriores (poco utilizados) y los de valoración por múltiplos consiste en relacionar valores de la empresa con otros de otras empresas similares que permitan extrapolar los resultados y sacar conclusiones.

En este análisis se van a usar algunos de los mencionados, el estático de valoración de estados financieros, por múltiplos (también llamados de valoración relativa) y dentro de los dinámicos el del método de descuento de flujos, según Pablo Fernández (2005) el más correcto a la hora de realizar valoraciones.

4.4.1. Valoración estática y relativa

Para la valoración estática mediante parámetros de balance y para la valoración por múltiplos, se ha seguido las indicaciones del manual de valoración de Schrek (2011) así como las definiciones de los ratios.

En la valoración por parámetros se utilizarán ratios para valorar a la empresa en su situación actual mediante la información que aparece en el balance y en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Los métodos de valoración relativa (MVR) o métodos de múltiplos de valoración estiman el valor del activo basándose en cómo valoran los mercados activos de similar naturaleza. Los MVR, en los últimos años se han consolidado como el método de valoración de empresas más utilizado en la práctica (Damodaran, 2002), necesitan la elaboración de muchas menos hipótesis que los métodos de descuento de flujos y se persigue la medida relativa del activo valorado y no su valor intrínseco, por lo que existe mayor probabilidad de que reflejen la tendencia actual del mercado.

Hay autores como Kaplan y Ruback (1995,1996) que proponen combinar múltiplos de valoración con el método de descuento de flujos para obtener mejores resultados.

4.4.2. Descuentos de flujos

Teniendo en cuenta la definición de Fernández (2005): El valor de las acciones de una empresa- suponiendo su perpetuidad- proviene de la capacidad de la misma para generar dinero para los accionistas. El método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados.

Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico para cada periodo de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de flujos de caja correspondientes a las operaciones de la empresa (cobro de ventas, pagos de mano de obra...), por lo tanto su enfoque es similar al presupuesto de tesorería.

Hay que determinar una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo, teniendo en cuenta el riesgo y las volatilidades históricas, en la práctica muchas veces el

tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados (compradores o vendedores que buscan una determinada rentabilidad).

Existen varios métodos basados en el descuento de flujos, Fernández (2005) en su libro de valoración de empresas identifica diez métodos de valoración de empresas por descuento de flujos:

- Cash flow para las acciones
- Free cash flow (Flujo de caja libre)
- Capital cash flow
- Valor actualizado ajustado
- Free cash flow ajustado al riesgo del negocio
- Cash flow para las acciones ajustado al riesgo del negocio
- Beneficio económico
- EVA
- Free cash flow ajustado a la tasa sin riesgo
- Cash flow para las acciones ajustado a la tasa sin riesgo

De todos los métodos, se ha seleccionado para la obtención del valor, el del flujo de caja libre y se tomará como guía el libro valoración de empresas de Fabregat (2009), el cual entre otros toma como referencia a Pablo Fernández.

Fabregat los incluye dentro de los métodos dinámicos y para su cálculo detalla las 2 variables claves del mismo:

- Flujos de caja
- Tasa de actualización o coste de capital.

En él se separan los análisis de inversión de los análisis de financiación. Se estudiará el flujo de caja que genera el activo y el coste de la financiación del pasivo y patrimonio neto.

Sin perder de vista lo mencionado, se pasa a explicar el cálculo de esas dos variables:

➤ ***Cálculo del flujo de caja:***

El flujo de caja total es el flujo de caja que se obtiene después de descontar los impuestos al beneficio, *sin tener en cuenta la deuda financiera*, es decir sin restar el

coste de los intereses. Normalmente el flujo de caja se entiende como la suma de beneficios más amortizaciones, este es el llamado flujo de caja de explotación, si a este flujo se le deducen las inversiones que son precisas tanto para activo no corriente como para activo corriente obtenemos el flujo de caja total o flujo de caja libre. Las inversiones en activo corriente se denominan *inversión en capital de trabajo* (NCT¹).

En otras palabras, es el dinero restante una vez cubiertas las necesidades de reinversión en activos fijos y las necesidades operativas de fondos (NOF), sin tener en cuenta el endeudamiento. Para ello se utiliza la información obtenida del balance de situación, de la cuenta de resultados, del estado de flujos de efectivo y de la demás información que se incluye en las cuentas anuales.

$$\begin{aligned}
 & \text{Beneficio de explotación después de impuestos (NOPAT)} \\
 & \quad + \text{Amortizaciones} \\
 & \quad - \text{Inversiones adicionales en activo no corriente} \\
 & \quad - \underline{\text{Inversiones adicionales en activo corriente (en capital de trabajo)}} \\
 & \quad = \text{Free Cash Flow}
 \end{aligned}$$

Se considera que la actividad de la empresa es a perpetuidad, de este modo se tendrá que calcular los infinitos flujos futuros, los cuales estarán actualizados al momento presente, dando una renta decreciente en valores actuales y por lo tanto que tiene una suma finita.

De esta manera se distinguen dos periodos o fases:

- 1ª fase donde se individualizan los flujos de caja y que suele durar entre 5 y 10 años.
- 2ª fase donde se incorporan todos los infinitos flujos restantes, que se denomina valor terminal o valor residual.

La fórmula matemática financiera que permite calcular el valor actual de una renta perpetua cuyo primer capital es C, que crece a una tasa de crecimiento “g” y que se actualiza a un tipo de interés “i” es:

¹ NCT: necesidades de capital de trabajo.

$$\text{Valor actual} = \frac{C}{i-g}$$

Uno de los problemas será definir la tasa “g” de crecimiento, este crecimiento no es la inflación, como se podría suponer, hace referencia al crecimiento del flujo de caja coherente con las inversiones netas que se incorporan al mismo y que para que sea superior a 0 se asume la hipótesis de la existencia de oportunidades de inversión con valor actual neto positivo a partir del final de la proyección de los flujos de caja explícitos. Los valores normales de la tasa de crecimiento oscilan entre 0 y 2 o 3 %.

➤ **Tasa de actualización o coste de capital:**

Esta es la segunda variable clave, tasa a la que se debe actualizar los flujos de caja futuros, la cual nos dará el coste de capital de la empresa. Su cálculo requerirá, por un lado, determinar la estructura de pasivo y por otro establecer el coste de cada fuente de financiación.

La proporción de recursos propios y ajenos que tiene la empresa es lo que se denomina estructura de pasivo, aquí se considerará la que tendrá en el futuro y la valoración deberá realizarse a precios de mercado.

Para calcular el coste de los fondos propios y ajenos se parte de que la rentabilidad que un inversor exige a un activo financiero es la suma de una tasa sin riesgo más una prima en función del riesgo asumido.

$$\text{Rentabilidad exigida} = \text{Tasa sin riesgo} + \text{prima por riesgo}$$

La tasa sin riesgo es la rentabilidad que ofrecen las emisiones del Estado, normalmente la deuda pública a largo plazo. El cálculo de la prima de riesgo es algo más complicado, existen varios modelos para ello, el más conocido es el CAPM (Capital Asset Pricing Model) el cual divide la prima de riesgo en dos componentes:

- *Beta de la acción:* mide el riesgo sistemático del título. Se considera la beta de la totalidad del mercado un 1, de tal manera que una empresa con

beta inferior tendrá menor riesgo y con una beta superior tendrá mayor riesgo (valores cercanos a 2).

- *Prima de riesgo de mercado*: diferencia entre la rentabilidad del mercado de acciones (índice representativo del mismo) y la rentabilidad libre de riesgo. Actualmente existe un consenso en utilizar valores entre un 4% y un 5%, la prima de riesgo de mercado oscilará directamente con el nivel de la rentabilidad del activo sin riesgo.

Siempre es más cara la fuente de financiación por fondos propios que por ajenos, los fondos propios son más arriesgados que la deuda emitida por una sociedad. También hay que tener en cuenta que la retribución de los fondos propios se hace fundamentalmente vía dividendos, mientras que la deuda se hace con intereses. Los primeros no minoran la base imponible del impuesto de sociedades mientras que los segundos sí. Por lo tanto el coste de capital (o WACC), será el coste medio ponderado de toda la financiación de la empresa y vendrá dado por:

$$\text{WACC} = (\text{Ke} \times \% \text{FP}) + (\text{Kd} \times \% \text{Deuda} \times (1 - t))$$

Ke: coste recursos propios

% FP: porcentaje fondos propios a precios de mercado respecto al pasivo y patrimonio neto.

WACC: coste de capital

Kd: coste de la deuda antes de impuestos

%Deuda: porcentaje deuda a precios de mercado respecto al pasivo y patrimonio neto.

t: tasa impositiva

Por el modelo CAPM sabemos que:

$$K_e = R_f + \beta \times PM$$

Rf: tasa de rentabilidad libre de riesgo (obligación a 10 años)

β : beta de acción

PM: prima de riesgo de mercado (rent. del mercado – rent. libre de riesgo (Rf))

Una vez explicadas las dos variables también es importante saber cómo se *calcula el valor actual de los flujos de caja*, también conocido como Enterprise Value o Firm Value, distinto del valor de las acciones o Equity Value. Para su cálculo tendremos que restar la deuda financiera existente (normalmente la deuda financiera neta) en el momento de la valoración para hallar el valor de los fondos propios, esto es necesario porque los flujos de caja se han calculado en el supuesto de inexistencia de deuda, también hay que tener en cuenta que la partida de proveedores no debe formar parte de la deuda a restar porque forma parte del capital de trabajo.

$$\text{Valores acciones} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{cashflow}_t}{(1+wacc)^t} + \frac{\text{Valor terminal}}{(1+wacc)^n} - \text{Deuda}$$

El valor terminal si se calcula como una renta perpetua constante a partir del flujo de caja del año n+1 sería:

$$\text{Valor terminal} = \frac{\text{cash flow}_{n+1}}{wacc}$$

Y si el cálculo se realiza con una tasa de crecimiento moderada (g) la fórmula es similar a la de Gordon-Shapiro (1956) para el valor residual:

$$\text{Valor terminal} = \frac{\text{cash flow}_{n+1}}{wacc-g}$$

La deuda existente se suele minorar de las inversiones financieras temporales, lo que se conoce como deuda financiera neta.

5. CASO GAS NATURAL- FENOSA.CONTEXTO

Teniendo en cuenta el enfoque elegido en el apartado 4 (Top-Down), antes de empezar con el mismo, se hace necesario explicar brevemente algunas variables utilizadas en los análisis macroeconómicos que se van a ver a continuación, estas aparecen explicadas en la mayoría de los libros de texto de macroeconomía como por ejemplo: Stiglitz y Walsh (2004) o Dornbusch, Fischer, y Startz (2009) en ellos, aparecen definidas variables macroeconómicas como:

➤ **Los tipos de interés:**

Por un lado tenemos los llamados tipos de interés sin riesgo (TISR), retribución que refleja el paso del tiempo y garantizada, como es el ahorro invertido en papel del Estado y por otro lado tenemos la prima de riesgo asociada a los diferentes activos.

Si los tipos de interés bajan, disminuyen las inversiones en renta fija y aumentan las inversiones en renta variable buscando mayor rentabilidad, lo que provoca que el precio de las acciones suba, y al contrario, si los tipos de interés se incrementan, aumentan las inversiones en renta fija (menor riesgo) y disminuyen las inversiones de renta variable.

Los tipos de interés bajos también suponen menos costes financieros para las empresas y favorece el consumo de familias y empresas, lo que aumenta los beneficios empresariales y a su vez se traducirá en un incremento de la cotización de sus acciones.

A una acción se le pide el interés libre de riesgo más un plus por el riesgo asumido. El precio de la acción (presente) depende del dividendo futuro a recibir y este se calcula descontando esos dividendos a una tasa que nos de su valor actual, al bajar el interés sin riesgo también disminuye la tasa a la que descontamos esos flujos futuros (dividendos) y por lo tanto el precio de la acción subirá de forma notable.

Un activo financiero se caracteriza por 3 elementos: *Liquidez, riesgo y rentabilidad*. Esta última se mide por el tipo de interés. Las tres características guardan una estrecha relación, de tal manera que a mayor liquidez (menor periodo de tiempo),

mayor es el riesgo y la rentabilidad que podemos obtener, y por otro lado a menor liquidez (mayor periodo de tiempo) menor es el riesgo y la rentabilidad que podremos obtener.

El tipo de interés es un instrumento de control del dinero en circulación y a su vez de la inflación.

Por lo tanto en teoría la Bolsa debería comportarse en sentido inverso a los tipos de interés.

➤ **Inflación:**

Las causas de la inflación pueden ser debidas a:

- ✓ Una mayor demanda que oferta, dando lugar a una subida de precios.
- ✓ Un incremento de los costes directos e indirectos de fabricación (materias primas, mano de obra).
- ✓ Un incremento de la cantidad de dinero en circulación, lo que conlleva un mayor consumo y por lo tanto subida de precios.

Los Bancos Centrales utilizan habitualmente como instrumento para controlar la inflación los tipos de interés. Mediante los mismos, pueden intervenir en el mercado alterando la oferta monetaria (préstamos, bonos y acciones emitidas). Del mismo modo, también es sabido que una elevada oferta monetaria (mucho dinero en circulación) provoca inflación, es decir que cuando el Banco Central quiere bajar los niveles de inflación, disminuye la oferta monetaria subiendo los tipos de interés. De ese modo causará la caída de los precios de las acciones, ya que el encarecimiento de los créditos conlleva la caída del consumo, transmitiéndose en los precios y reduciéndose la inflación. De esa misma manera, un incremento de la inflación llevará consigo una elevación de tipos de interés que dará lugar a una caída de las cotizaciones.

El parámetro que nos mide la inflación es el índice de precios al consumo (I.P.C.), el cual deberemos tener en cuenta a la hora de realizar las predicciones.

En resumen, los aumentos de inflación causarán una caída de las cotizaciones bursátiles y viceversa. (Relación inversa).

➤ **Producto interior bruto y producto nacional bruto:**

Es otra de las variables macroeconómicas importantes, nos indica el crecimiento económico de un país, se calcula en tasas reales (se deflacta en base a un año de referencia).

El precio de la acción refleja los flujos futuros esperados descontados a una tasa. De esta forma, si se espera que se incrementen los beneficios y la tasa permanece constante (no hay variación del tipo de interés) subirán los precios.

Un buen crecimiento del P.I.B. es indicativo de una buena situación económica y esto se suele reflejar en la cuenta de resultados de las empresas, lo que a su vez dará lugar a un movimiento alcista en la Bolsa (ceteris paribus).

En la práctica esto no suele suceder porque las demás variables también inciden en la Bolsa afectando a las expectativas de beneficios.

El P.I.B nos da el producto que se genera en el interior de un país independientemente de quien lo genere, a diferencia del P.N.B. que es el producto que generan los individuos y empresas del país sin relación de donde se genere, aunque las diferencias entre usar uno u otro no son relevantes normalmente el más utilizado es el P.I.B.

➤ **Bolsa y tipo de cambio:**

El tipo de cambio está estrechamente ligado con el tipo de interés, porque si se produce un debilitamiento de la divisa para evitar la salida de capitales (deterioro de la rentabilidad de los activos de los inversores extranjeros, que deben reconvertir a su moneda), las autoridades monetarias reaccionaran subiendo los tipos de interés, con la consiguiente caída de la Bolsa.

Las variables que más afectan a la estabilidad cambiaria son la inflación y el déficit de la Balanza de Pagos. Si un país tiene más inflación que otro su moneda se devaluará, al igual que si tiene permanentemente déficit en su Balanza de Pagos.

España actualmente no tiene decisión en cuanto al tipo de cambio, es una decisión que se toma en el ámbito europeo y que afecta a todos los estados miembros de la moneda única (el euro), con lo cual será un instrumento que normalmente se utilice para buscar soluciones conjuntas no individuales.

➤ **Déficit público, deuda soberana (prima de riesgo)**

La Balanza de Pagos refleja el registro de transacciones de un país con el resto del mundo, por un lado, comprende la *Balanza por Cuenta Corriente*, que recoge todas las transferencias (desempleo, seguridad social...) y la *Balanza de Intercambio de bienes y servicios* o *Balanza Comercial* (exportaciones e importaciones), y por otro lado, la *Balanza de Capital* donde aparecen las compras, las ventas, los pagos y cobros financieros.

Si esta es positiva, hay mayores ingresos que gastos entonces se habla de superávit y si es negativa, situación contraria a la anterior, entonces se dice que hay déficit. En este último caso nos está indicando la necesidad de emitir bonos para atender a las necesidades del país. Un déficit elevado y prolongado aumenta el riesgo para invertir en ese país y por lo tanto no tiene atractivo para los inversores, con lo cual para poder colocar los mencionados bonos habrá que aumentar el tipo de interés perjudicando la cotización bursátil.

La variable que prevé la evolución del Déficit Público es el crecimiento del Gasto Público.

Cuando las importaciones superan en número a las exportaciones se está hablando de déficit primario, el cual es un indicador de que la economía no es competitiva. De esta manera, lo ideal sería que el nº de exportaciones superase al nº de importaciones, con lo cual se hablaría de superávit y no sería necesario financiarse del exterior, los inversores se sentirían atraídos por la buena marcha de la economía y la Bolsa estaría mejor porque no sería necesario incentivarlos con subidas de tipos de interés.

Un déficit muy elevado incrementa el endeudamiento del país disparando su nivel de deuda pública.

Últimamente está “en boca de todos” como consecuencia de esta crisis: la prima de riesgo, esta se calcula a partir de la diferencia entre el rendimiento de la obligación a 10 años de un país frente a la misma de referencia alemana, la diferencia se mide en puntos básicos. Se utiliza la obligación a 10 años por ser el activo financiero más representativo y el que mayor volumen de negociación tiene y por tanto es el activo más líquido del mercado. Resumiendo, es el sobreprecio que tiene que pagar un país para que los inversores compren su deuda en lugar de la alemana.

Cuanto más endeudado está un país, más dinero necesitará y para poder financiar sus necesidades se verá obligado a emitir deuda, lo que implicará mayores costes financieros que gravarán su Balanza de Pagos.

➤ **Desempleo:**

La tasa de desempleo es el cociente entre las personas desempleadas y las personas activas.

Una elevada tasa de desempleo supone una destrucción de producción y una pérdida global de poder adquisitivo del conjunto de la economía, y unida a una tasa de inflación también elevada se traduce en un mayor índice de miseria (pobreza).

En definitiva la tasa de desempleo más que servir para pronosticar la economía sirve para confirmar el estado en que se encuentra la misma.

➤ **Otros parámetros significativos:**

Además de todos los ya mencionados se podría destacar por último la producción industrial y la renta nacional.

El primero mide el producto en relación al sector industrial, es un parámetro vinculado con el P.I.B. en el sentido de que si las variaciones son negativas es muy difícil que se incremente el P.I.B.

El segundo es un indicador del tamaño de la economía de un país. Es la suma de todos los bienes y servicios de un país en un determinado periodo, su resultado es la suma del consumo y el ahorro. El consumo se asocia al gasto y cuando el ahorro es reinvertido en la producción se habla de inversión, a su vez el consumo del ente público se llama Gasto Público y esta variable más la variable impuestos son las utilizadas por el gobierno para intervenir en la renta nacional, para incrementar la renta incrementará el Gasto Público contando que el resto de variables permanecerán inalterables. Mientras que observamos que en esta variable la relación es directa, en la variable impuestos la relación es inversa, ya que los impuestos se retraen de la renta en función de lo que se denomina propensión marginal al consumo (pmc), a través de estas variables se puede calcular la demanda agregada, lo que se produce en el interior del país que sería lo mismo que la renta nacional si no tuviera relaciones comerciales con el exterior, por lo

tanto habrá que tener en cuenta también la balanza de intercambios comerciales (exportaciones e importaciones) para poder realizar el cálculo de la renta nacional.

De este cálculo se deduciría que la renta nacional aumenta con el consumo, la inversión, el Gasto Público, y con el saldo positivo de la Balanza exterior, y se reduciría con los impuestos y con el saldo negativo de la Balanza exterior.

Según la forma en la que actúe el gobierno se habla de políticas fiscales expansivas o políticas fiscales restrictivas, las primeras mediante el incremento del Gasto Público y reducción de impuestos (favorece la renta y el crecimiento del P.I.B.) y las segundas actuando en sentido contrario (se utilizan para frenar el riesgo inflacionista).

Todas estas variables no son las únicas que afectan a la Bolsa y a la economía de un país, pero si son quizás las más importantes para reseñarlas de una manera especial.

5.1. PANORAMA ACTUAL ECONOMIA MUNDIAL

Teniendo en cuenta las variables anteriores, según el Informe de la O.N.U, “Situación y perspectivas de la economía mundial 2014”, en el año 2013 el *crecimiento económico* ha sido débil aunque estiman un fortalecimiento para los años 2014 y 2015. En esta misma línea se manifiesta el F.M.I. al estimar unos crecimientos del 3,7 % para el 2014 y 3,9 % para el 2015, gracias a la recuperación de las economías más avanzadas.

En el 2013, según informe de la O.N.U., el crecimiento fue de apenas el 2,1 % debido en gran medida a la continuidad de las políticas fiscales y monetarias que muchos países habían puesto en marcha para controlar las secuelas de la crisis, y algunos incluso tuvieron que hacer frente a nuevas turbulencias tanto domesticas como internacionales.

A pesar de todo, se vislumbran síntomas que invitan al optimismo como la salida de la zona euro de la recesión y su nuevo crecimiento del PIB; la economía de Estados Unidos continúa en su recuperación y algunos países de economías emergentes como China han parado su desaceleración e incluso podrían fortalecer su crecimiento. En esta situación, se espera que el producto bruto mundial crezca entre un 3 % en el 2014 y un 3,4% en el 2015.

Las perspectivas de la *inflación* también son positivas, la inflación ha permanecido relativamente baja a nivel global, reflejando parte del exceso de capacidad instalada existente, un alto desempleo, la austeridad fiscal y un continuo proceso de desapalancamiento financiero en las principales economías desarrolladas. Al contrario se teme más la existencia de una posible deflación en la zona euro, de hecho las últimas medidas adoptadas por el Banco Central Europeo van encaminadas a evitar la aparición de la misma, pensando en lo sucedido en Japón. Las tasas de inflación solo son superiores al 10% en unas 12 economías, especialmente en el sur de Asia y África, entre los países desarrollados y los de economías en transición.

Lo que es indudable, es que la *tasa de desempleo* sigue siendo el talón de Aquiles y el gran desafío mundial que hay que afrontar. La situación más crítica se observa en la zona euro, donde las tasas de desempleo han alcanzado el 27 % en países como Grecia y España y un desempleo juvenil superior al 50 % (dato muy preocupante). En otros países como Estados Unidos aunque la tasa ha disminuido permanece elevada.

En los países desarrollados y de economías en transición, los mercados laborales se caracterizan por altas tasas de empleo informal (trabajos precarios o excesivamente temporales) y con una pronunciada diferenciación en cuanto a género. Muchos países están intentando mejorar estas condiciones laborales a través de políticas macroeconómicas apropiadas y dar pasos para ser cada vez más productivos e innovadores. Sin embargo esto supone la necesidad de inversiones públicas adicionales que reintegren a los grupos que han sido excluidos del mercado laboral, un esfuerzo mayor, necesario, pero que ralentizará la recuperación.

En el 2013 en cuanto al *comercio internacional*, empezando por el comercio de bienes, la débil demanda existente en muchos países desarrollados llevó a una reducción de las exportaciones mundiales del 2,3 %, muy por debajo de la tendencia que se venía marcando anteriormente a la crisis financiera. Actualmente se espera un crecimiento moderado de la demanda en Europa, que junto a la recuperación consolidada de Estados Unidos y a un comercio más dinámico en el este de Asia, lleve a un fortalecimiento del comercio mundial. Se estiman unas exportaciones mundiales para el 2014 de 4,6% y para el 2015 del 5,1%, lo cual de cumplirse confirmaría la mejoría de la situación

económica mundial. El comercio de servicios va teniendo una recuperación más rápida que el de bienes y se espera que también continúe fortaleciéndose.

Se prevé que el *precio de las materias primas* no tenga significativas variaciones en este periodo, sino más bien se dé una estabilización del precio de las mismas, algo muy importante para ayudar a relanzar la producción y la economía.

La *financiación a largo plazo* es esencial para promover el desarrollo sostenible y según se indica en el informe del F.M.I., en las economías avanzadas las condiciones financieras han mejorado, viéndose acompañadas por nuevas caídas de las primas de riesgo de la deuda pública. Todo ello motivado por el anuncio de la Reserva Federal de Estados Unidos de replegar gradualmente las medidas de expansión cuantitativa (QE)², sin embargo estas mismas condiciones se mantuvieron más difíciles para las economías de mercados emergentes. Los precios de las acciones no se han recuperado del todo, los rendimientos de los bonos soberanos han obtenido pequeñas subidas y algunas monedas se han visto sometidas a presiones.

Según la O.N.U., este anuncio unido también a la existencia de dificultades internas, han provocado que los flujos de capital de los países desarrollados y economías emergentes hayan disminuido notablemente durante el año 2013, a la vez que se ha incrementado la volatilidad de los mercados financieros y su creciente prima de riesgo (asociada a los flujos de capital).

Con las medidas extraordinarias de liquidez monetaria adoptadas (QE), si no se realiza una salida ordenada del programa de compra de activos, esto creará mayor incertidumbre y riesgos significativos para la economía mundial (por ejemplo: aumentos en las tasas de interés a largo plazo, liquidaciones de activos en los mercados bursátiles, fuerte reducción en los flujos de capital hacia economías emergentes y alzas en primas de riesgo de la financiación externa en las economías emergentes). Pudiendo transmitirse rápidamente a la actividad económica de países desarrollados como a la de los países en desarrollo.

² QE: Quatitative Easing, herramienta no convencional de política monetaria utilizada por algunos bancos centrales, en este caso la Reserva Federal de Estados Unidos para aumentar la oferta de dinero, aumentando el exceso de reservas del sistema bancario. Por lo general mediante la compra de bonos del propio gobierno central para estabilizar o aumentar sus precios y con ello reducir las tasas de interés a largo plazo.

Brasil, China, la India y Rusia (mayores economías emergentes), han experimentado una significativa desaceleración del crecimiento del PIB en los 2 últimos años por las difíciles condiciones externas y dificultades domésticas. Aun así se espera que el crecimiento de Brasil, la India y Rusia se fortalezca y para China se establezca a pesar de persistir los riesgos de una mayor desaceleración.

En la zona euro los riesgos se han reducido fuertemente, pero siguen existiendo fragilidades tanto en el sistema financiero como en la actividad económica y productiva.

Las *tensiones geopolíticas* podrían verse incrementadas, caso de Ucrania (EEUU y países de la Unión europea con Rusia) y como consecuencia afectar al curso de la economía global, modificando seriamente las proyecciones económicas descritas en las previsiones iniciales.

Resumiendo, es importante promover una salida ordenada de las medidas extraordinarias de liquidez monetaria, estableciendo estrategias de comunicación clara para llevar a cabo las políticas de acción y evitar así que esta salida no sea ni demasiado prematura ni demasiado tardía, que pueda provocar retroceso en la recuperación económica o la creación de una nueva burbuja financiera. Habrá que aplicar mayores esfuerzos para mejorar la supervisión y control del mercado financiero para identificar y disminuir riesgos y vulnerabilidades.

En los países en desarrollo y de economías emergentes, su preocupación será protegerse adecuadamente de los efectos adversos de la normalización monetaria de los países desarrollados, fortaleciendo la supervisión y regulación financieras y previniendo tener un tipo de monedas en el activo y otras en el pasivo (descalce de moneda).

Se debe fortalecer la coordinación de políticas a nivel internacional, en favor del fortalecimiento de la recuperación económica, fortaleciendo el empleo, reformando el sistema financiero, acabando con los paraísos fiscales y asegurando suficientes recursos disponibles para los países menos desarrollados. Ayudando a construir una base sólida para el desarrollo sostenible a largo plazo más allá de 2015.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual

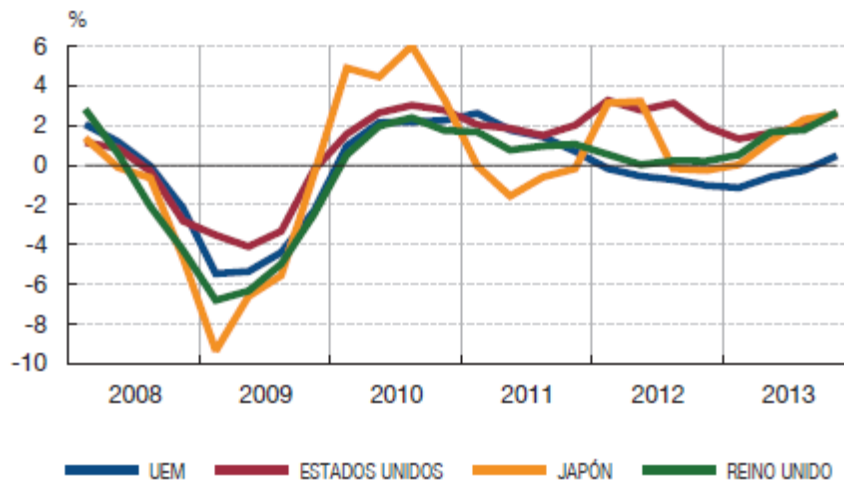
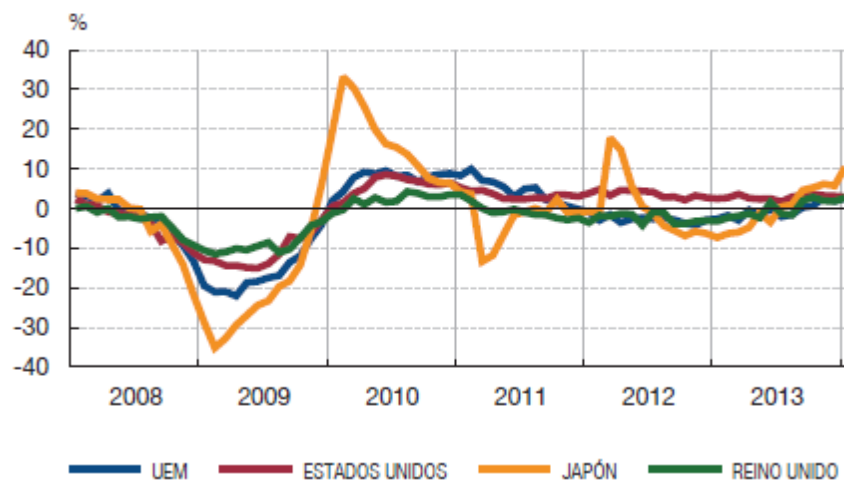
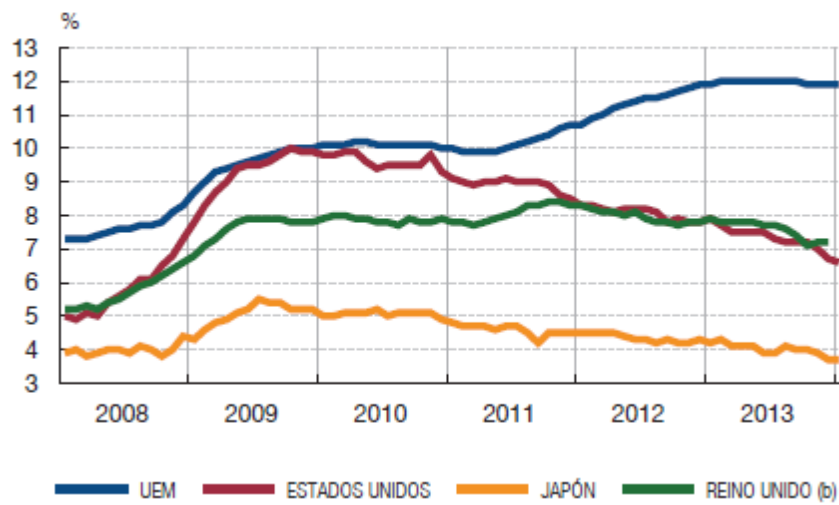


FIG 5.1.(Fuentes: Emerging Markets Portfolio Research, estadísticas nacionales y Dealogic)

PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



a Porcentaje de la población activa

b Media móvil de tres meses. Los datos reflejados en el gráfico representan el valor central del trimestre

FIG 5.2.(Fuentes: Emerging Markets Portfolio Research, estadísticas nacionales y Dealogic)

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

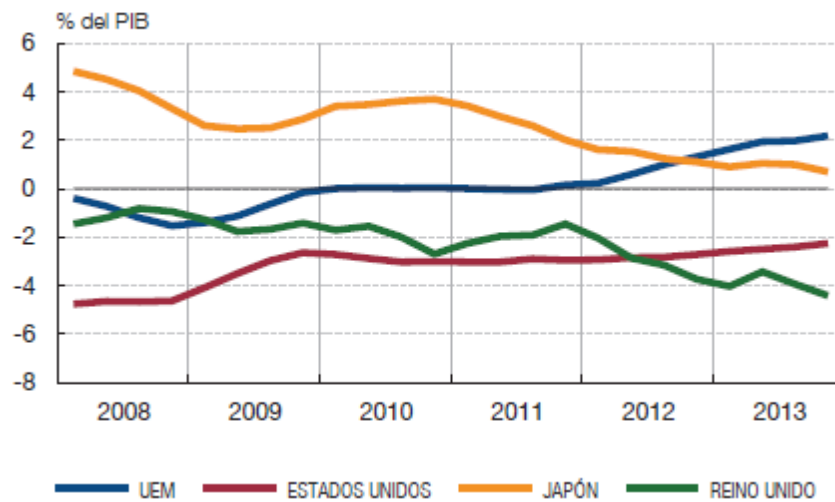


FIG 5.3.(Fuentes: Emerging Markets Portfolio Research, estadísticas nacionales y Dealogic)

Y para terminar, solamente indicar que las últimas medidas adoptadas en el mes de Junio del 2014 por el Banco Central Europeo van encaminadas a una reducción histórica de los tipos de interés, con tipos de interés diarios negativos, lo que supondrá a los bancos tener que pagar por el dinero que les guarda el Banco Central Europeo, con ello se pretende incentivar el crédito y evitar el miedo a la deflación, afianzando la débil recuperación europea.

5.2. PANORAMA ACTUAL ECONOMIA ESPAÑOLA

Trasladando el análisis anterior a la economía española, según el último informe trimestral realizado por el Banco de España (Abril 2014), la economía continúa en su recuperación de actividad, en un contexto de normalización de mercados financieros y cierta mejoría del mercado laboral. El **PIB** aumentó en un 0,4 % en tasa intertrimestral, un incremento del doble al obtenido en el anterior periodo trimestral del año 2013, lo que situaría la tasa interanual en positivo tras 9 trimestres consecutivos de tasas interanuales negativas.

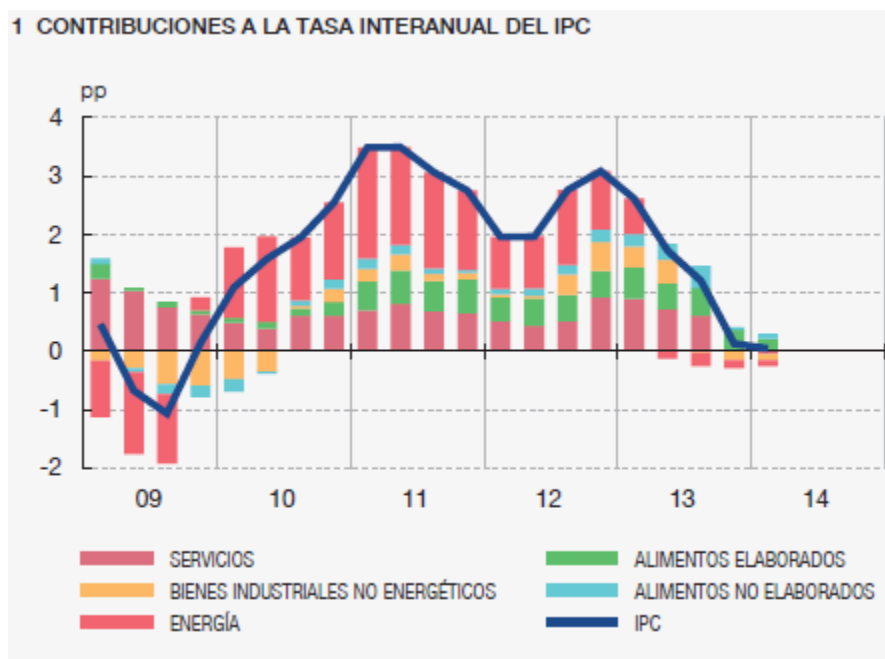
Los aumentos en el consumo privado y en la inversión empresarial acompañados de un nuevo descenso de la inversión residencial, dan como consecuencia un incremento leve de la **demanda nacional** en tasa intertrimestral del 0,2 %. A esto se le suma el repunte del consumo e inversión públicos y una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB de dos décimas, inferior al del último tramo del 2013. Esta estimación confirma las proyecciones macroeconómicas para los años 2014 y 2015 que publicó el Banco de España el pasado mes de marzo.

La **tasa de inflación** en los primeros meses de 2014 sigue la tendencia marcada a principios del 2013, con tasa promedio de variación del trimestre del IPC nula (- 0,1 % en el mes de marzo) y de tan solo el 0,1 % en términos del IPSEBENE³, como consecuencia de diversos factores coincidentes en el tiempo, lo que provoca un periodo dilatado de baja inflación. Como son por un lado la eliminación de los efectos provocados por la subida de la imposición indirecta y de precios regulados en la segunda mitad de 2012, también el impacto de otros determinantes de naturaleza igualmente transitoria como los asociados a los precios de la energía o el cambio de fechas de la semana santa (este año en abril, lo que provoca repuntes temporales de algunos precios) y por último el impulso de esta baja inflación dado por un exceso de capacidad de la economía en su conjunto, descenso de los costes laborales unitarios y relativa debilidad del gasto.

³ Índice de precios de los servicios y de los bienes elaborados no energéticos.

Esta moderación de la tasa de variación del IPC⁴, ha sido ligeramente superior en España que en la Unión Económica Monetaria, continuando siendo el diferencial favorable para España ampliándose a – 0,7 puntos porcentuales (pp).

Para los años 2014-2015 se proyectan unas tasas de variación del deflactor del **consumo privado** muy modestas, positivas pero ligeramente ascendentes del 0,4 % y del 0,8 % respectivamente, debido a la contenida recuperación prevista de la demanda interna. Esto venia vinculado a una menor traslación de la recuperación del gasto o a los efectos sobre los precios de las materias primas y del tipo de cambio del euro por una desaceleración más pronunciada de algunas economías emergentes. Al contrario, la intensificación del ajuste fiscal produciría subidas en los precios o en la imposición indirecta que podrían aumentar la inflación. Dichas variaciones vienen recogidas en los siguientes gráficos:



⁴ Índice de precios al consumo

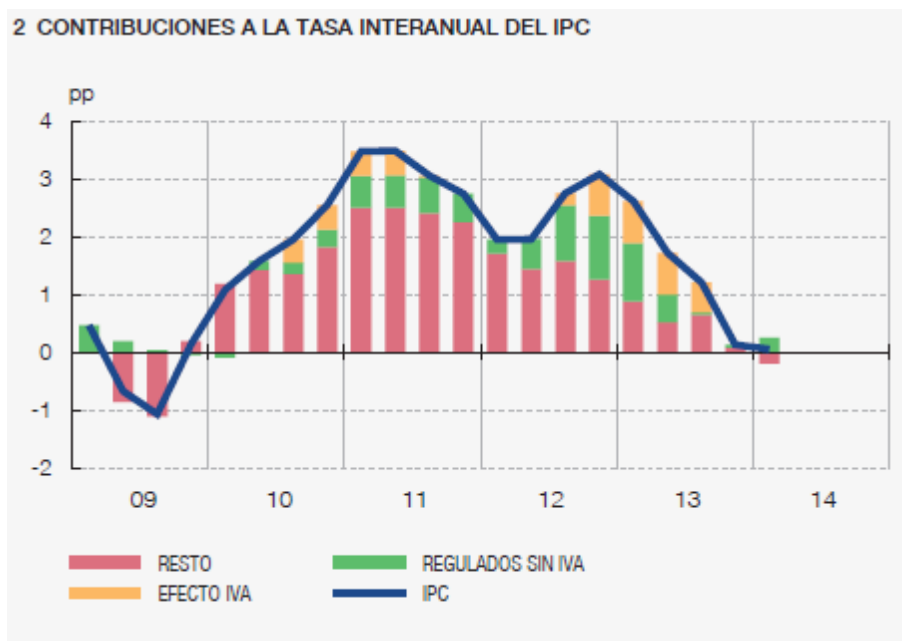


FIG 5.4. (Fuentes: Instituto de estadística y Banco de España)

En Marzo del 2014 se acordó el diseño del Mecanismo Único de Resoluciones (MUR), segundo pilar sobre el que se asienta el proyecto de la unión bancaria.

La CE consideró que España ha dejado de formar parte de los países que presentan desequilibrios excesivos, aunque su proceso de ajuste no está finalizado ya que persisten desequilibrios macroeconómicos (elevado endeudamiento público y privado y alta tasa de paro).

España continua con las mejoras en sus condiciones financieras, con nuevos descensos de los tipos de interés de la deuda pública española (niveles históricos) y de su diferencial de la **prima de riesgo**, a mediados del mes de Abril se situó por debajo de los 160 puntos básicos, todo ello acompañado de disminuciones en rentabilidad y prima de riesgo de los valores de renta fija privados. En cuanto a los mercados bursátiles se observa un nuevo aumento de las cotizaciones, con una revalorización del IBEX- 35 del 3,5 % desde el inicio del 2014. El incremento de la financiación en los mercados mayoristas permitió al Tesoro cumplir sus objetivos de financiación, pero sin embargo los tipos de interés de la financiación crediticia no se vieron afectados en la misma medida, subiendo levemente en el caso del crédito a hogares y estabilizándose en las sociedades no financieras, con lo que en su conjunto siguieron siendo elevados para el objetivo de política monetaria. Pese a ello, la mejora en el clima de confianza y el

fortalecimiento exterior favorecieron las decisiones de consumo y de inversión en el sector privado.

El **gasto en consumo** ha registrado en los tres primeros meses del año un crecimiento intertrimestral del 0,3 % apoyado por la mejoría del empleo, y su efecto en la confianza y la renta disponible. La renta disponible después de una bajada moderada en el año 2013, terminando con una disminución del 0,7 %, se estima para el 2014 pudiera incrementarse de forma moderada. Aunque los hogares han reducido su endeudamiento y sus cargas financieras, el ahorro no destinado a deuda se sigue manteniendo en niveles bajos. En lo empresarial, el gasto en inversión de bienes de equipo crece moderadamente continuando la recuperación iniciada a principios del 2013. Aunque su presión financiera continúa siendo elevada, sigue reduciéndose el endeudamiento del sector de sociedades no financieras y sus cargas financieras.

Las **exportaciones** han superado a las importaciones, impulsadas sobre todo por la recuperación de la economía en la zona euro y el dinamismo de la demanda de turismo extranjero. Las importaciones a su vez han aumentado aunque en menor cuantía debido a la mejora de la actividad industrial y la recuperación del consumo.

El logro de los objetivos fiscales ha quebrado la trayectoria alcista de la deuda pública que alcanzó el 93,9 % del PIB a finales del 2013.

En cuanto al valor añadido de la industria y de los servicios de mercado, continua la reactivación iniciada en la segunda mitad del 2013, en referencia a la construcción su contracción se ha ido ralentizando.

El **empleo** sigue siendo la gran batalla del estado, aunque se observan mejorías estas son minúsculas y su recuperación parece ser para un largo periodo de tiempo. A pesar de todo los primeros meses del año 2014 continúan con la mejoría observada al final del año 2013, las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron en un 0,6 % en el primer trimestre del 2014 un 0,3% más que el trimestre precedente. Este crecimiento también lo ratifica la estadística de contratos registrados, aunque la mayoría hacen referencia a contratación temporal y a tiempo parcial por lo que desde el estado se está intentando incentivar la contratación indefinida en los próximos meses.

Por último los indicadores de los costes laborales del primer trimestre del año muestran la moderación salarial observada a lo largo del año 2013, el incremento medio en este periodo fue del 0,6 % y las cláusulas frente a la inflación apenas están teniendo

incidencia motivado sobre todo por la menor relevancia de los convenios y por supuesto también por el entorno de baja inflación en el que se encuentra la economía española.

5.3. EL SECTOR ENERGÉTICO

Actualmente se pone en duda la sostenibilidad del sistema energético mundial porque las principales fuentes de energía son limitadas y escasas y están en manos de unos pocos, como es el caso del petróleo o del carbón fundamentalmente. Esto genera un alto coste de las materias primas y hace necesario la búsqueda de nuevas fuentes de energía alternativas como las fuentes renovables que cada vez van ganando más terreno, aunque a día de hoy todavía no se muestran como una clara alternativa para la industria.

En el caso de España, según informes publicados por la CNE (Comisión Nacional de la Energía), aunque la importancia cualitativa del sector energético es clave, no se puede tampoco perder de vista su importancia cuantitativa: 3,6 % del PIB, 1,4% del empleo y 24,4% de las importaciones de bienes. En los últimos años el porcentaje relativo de las importaciones energéticas en el total de las importaciones se ha ido incrementando hasta superar el 24,4 % del total de importaciones en el año 2012, suponiendo una cobertura de 26,5% de las exportaciones. El déficit energético suponía en el año 2012 casi el 150%, es decir sin déficit energético el saldo de la balanza comercial hubiera tenido superávit.

A pesar de ello, lo que es incuestionable es su importancia estratégica, es la base para el funcionamiento de todo el sistema productivo español y para la satisfacción de la demanda final. Es en definitiva el *input* más importante.

Un hecho a tener en cuenta también, es la enorme internacionalización de las empresas energéticas españolas, según UNESA⁵ en el 2011, las actividades internacionales suponían el 63 % de sus resultados brutos de explotación, por el 37 % restante que suponían las actividades eléctricas nacionales. Es un sector clave en la importante internacionalización del tejido empresarial español de los últimos años.

Últimamente, como resultado de un importante sistema de incentivos el papel de las renovables se ha ido incrementando alcanzando ya en el 2012 casi un tercio de toda

⁵ Asociación española de la industria eléctrica.

la demanda de electricidad en España, sin embargo es necesario todavía un esfuerzo para poder integrarlas en el sistema por parte de las operadoras.

Aun así, el primer problema a solucionar en España es el déficit de tarifa, los costes reconocidos y regulados de las distintas actividades han sido y continúan siendo superiores a los ingresos de los precios regulados que pagan los consumidores. Hasta el 2010 los ingresos medios por acceso habían aumentado de forma acumulativa hasta un 70%, por un aumento en los costes de acceso del 140 %. El ejercicio tarifario es un ejercicio de previsión y las diferencias que se ocasionen entre las previsiones y los valores de costes e ingresos reales deberían ser absorbidas en el cálculo de los precios regulados del periodo siguiente, pero para impedir incrementos elevados estos se trasladaron a varios ejercicios lo que provocó la aparición del déficit. Con el proceso de liberalización que todavía se está produciendo en España y más recientemente con la aprobación del RDL 9/2013 se intentará acabar con el déficit y dar estabilidad al sistema eléctrico mediante la implantación de una serie de medidas.

Por otro lado, como positivo cabe destacar la gran diversificación existente en el suministro del gas, reforzando la seguridad en el suministro del mismo, y también cabe resaltar la gran apuesta que se está realizando en energías renovables situándola por encima de muchos países de la Unión Europea.

Dentro del marco internacional, según la Agencia Internacional de la Energía, se prevé unas necesidades de inversión acumulada para el periodo 2008-2030 en infraestructuras de suministro de energía de 25,6 billones a nivel mundial, lo que equivale en promedio al 1,4 % del PIB mundial y más de la mitad corresponde al sector eléctrico.

El sector energético tiene una importancia significativa a nivel internacional ya que 4 de las 10 primeras compañías mundiales de capitalización bursátil en el 2009 pertenecían a este sector y no solo esto, sino que 18 se situaban entre las 100 primeras y a su vez estas 18 empresas concentraban más de 2,5 billones de dólares de capitalización bursátil, casi tanto como el sector financiero.

La situación en Europa viene marcada por una elevada dependencia energética (50%) y se prevé que continúe en aumento. La crisis Rusia-Ucrania está siendo un aviso para la seguridad del suministro europeo, dejando de manifiesto la dependencia en las importaciones y su vulnerabilidad. De cara al futuro se deben fortalecer sus puntos

fuertes entre los que se encuentran entre otros: las buenas relaciones comerciales con países del Mediterráneo e Iberoamérica, ser líderes en energías renovables, un grado de liberalización avanzado etc..., y por otro lado minimizar las debilidades como son por ejemplo: la fuerte dependencia energética, la carencia de interconexiones internacionales y su dimensión empresarial relativamente pequeña, entre otras.

5.4. ANÁLISIS DE PORTER

Porter concibe la empresa como un centro sobre el que actúan 5 fuerzas competitivas diferentes: barreras de entrada o nuevos competidores, productos sustitutivos, poder de los clientes, poder de los proveedores y competencia o rivalidad entre empresas. Además de estas 5 fuerzas se debe tener en cuenta la legislación que afecta al sector.

➤ ***Barreras de entrada o nuevos competidores:***

- Aislamiento exterior, escasa capacidad de interconexión del sistema eléctrico español.
- Propiedad de activos estratégicos
- Alta probabilidad de que existan costes hundidos significativos (una vez incurridos en ellos no se pueden modificar), debido a los costes de instalación y diversificación del parque de generación, el largo periodo de maduración de las inversiones y la incertidumbre asociada a los precios de los combustibles.
- Concentración en el mercado mayorista, elevado volumen de energía intercambiada entre empresas de un mismo grupo y corto plazo de intercambios.
- Costes de transacción a la competencia.
- Integración vertical, que puede dar lugar a subsidios cruzados y a información privilegiada.

- Fidelización o captura del cliente, mediante estrategias agresivas de marketing y publicidad o a través de relación entre distribuidor y comercializador.

La mayor parte de estas barreras de entrada tendrían su origen en el marco legal o en decisiones regulatorias de las autoridades españolas o europeas.

➤ **Productos sustitutivos:**

- Fuentes de energía no renovables: petróleo, carbón, gas natural, energía nuclear.
- Fuentes de energía renovables: hidroeléctricas, biocombustibles, eólicas, geotérmicas, solar, energía azul (llegadas de masas de agua dulce a masas de agua saladas), energía undimotriz (las olas).

Muchas empresas eléctricas, entre las que se encuentra Gas Natural Fenosa han diversificado su negocio a la distribución de gas natural, con lo cual evitan la competencia que pudiera existir y en cuanto a las otras fuentes no renovables, no parece que se puedan tener en cuenta por su elevado coste al ser recursos escasos y que no se pueden regenerar inmediatamente.

Parece que la alternativa esta en las energías renovables, pero estas hoy en día parece que todavía están lejos de quitar una cuota de mercado importante a las eléctricas porque son energías que requieren primas por parte de los gobiernos por su elevado coste para ponerlas en funcionamiento y algunas provocan elevados impactos medioambientales negativos (contaminación paisajística). Y sobre todo su principal inconveniente es que proporcionan una energía de una intensidad relativamente baja y con una localización en grandes superficies (molinos eólicos, paneles solares etc....). Es por ello que en el comercio mayorista a día de hoy todavía no se puede tener en cuenta, otra cosa es en el mercado minorista, donde un hogar puede obtener gran parte de la energía que necesita. De hecho según un reciente artículo las eléctricas pierden 400000 clientes a favor de abastecimientos eléctricos alternativos como por ejemplo las placas fotovoltaicas. Este desarrollo que se indica, de ser cierto, además de venir impulsado por la subida de precios de las tarifas también ha sido apoyado por el gobierno a través de primas a la producción. Sin embargo

también existen opiniones que indican una tendencia contraria, otro artículo indicaba que el recorte practicado en las primas a la energía solar arruinaba a miles de pequeños inversores, lo cual es indicativo del cambio de política por parte de la administración central.

En consecuencia, mientras no se vea una implicación real y sostenida en el tiempo para estas energías alternativas por parte de la administración central, o disminuyan sus costes de puesta en funcionamiento, no se ve claro que realmente pueda ser una alternativa a tener en cuenta, sobre todo en el mercado minoritario.

➤ ***Poder de negociación de los clientes:***

Hasta 1997 era el gobierno quien fijaba las tarifas de las eléctricas, desde esa fecha y con la Ley 54/1997 de 27 de Noviembre, empieza el proceso de liberalización del mercado eléctrico en España.

Actualmente en el mercado mayorista, el precio se fija mediante subastas a las que acuden los generadores de energía y los grandes consumidores donde lanzan sus ofertas, este mercado es denominado *pool*. La última demanda que se cubre marca el precio marginal.

El precio de mercado en el mercado minorista desde el 1 de Abril del 2014, se fijará en función de cómo cotice el kwh en el mercado mayorista o *pool*, desapareciendo el sistema anterior por subasta trimestral CESUR⁶, lo cual significará un precio variable por hora, según sea la cotización. Otra posibilidad sería la de fijar un precio fijo anual mediante contrato con la compañía eléctrica, siendo este teóricamente más alto que el del precio medio variable.

Este cambio implicará que las compañías tengan que devolver dinero a los clientes, pero habrá que ver cuáles son sus consecuencias en sus hábitos de vida con el sistema de precio variable por hora el coste de la energía será distinto según la hora del día en que se consuma, de momento a este sistema solo se podrán acoger los que cuenten con contadores inteligentes.

⁶ Contratos de Energía para Suministro de Último Recurso.

En conclusión, mientras no haya un incremento sustancial en el número de oferentes en el mercado minorista el poder de negociación seguirá siendo escaso, aunque los grandes consumidores sí que tienen un poder de negociación relevante.

➤ ***Poder de negociación de los proveedores:***

En este apartado, se hace referencia a la materia prima para el funcionamiento de las centrales, el proveedor tiene escaso poder de negociación y el cliente es el que tiene mayor poder de negociación, esto es debido a que son grandes consumidores con lo cual existe un gran interés en mantenerlos como clientes.

A pesar de ello, entre los proveedores tienen un poco más de poder de negociación unos que otros, por ejemplo, los proveedores nucleares y de plutonio tienen mayor poder de negociación por la reducida cantidad de este que los proveedores térmicos (carbón) por el poco uso del mismo. Es decir, este varía en función de la materia prima de que se trate, pero continúa siendo escaso.

➤ ***Competencia o rivalidad entre empresas:***

Hasta hace muy poco tiempo nos encontrábamos en una situación de competencia imperfecta, los oferentes podían influir en el precio del mercado, el mercado eléctrico español era un oligopolio (dominado por un pequeño número de vendedores) del que formaba parte Gas Natural Fenosa además de Endesa, EDP-Energías Portugal, Iberdrola, y E.ON. Dichas empresas dificultaban la entrada de nuevos oferentes, se repartían el mercado existente mediante acuerdos, por lo que apenas existía rivalidad entre ellas.

Con la entrada de la ley 54/1997, esta situación está cambiando porque con ella se busca la liberalización del mercado, aunque a día de hoy estas empresas siguen ocupando la mayoría de la cuota de mercado ya empiezan a entrar otras empresas que van adquiriendo cuotas de mercado.

La cuota de mercado que tenían las empresas como generadoras de electricidad en el 2012 se repartía de la siguiente manera:

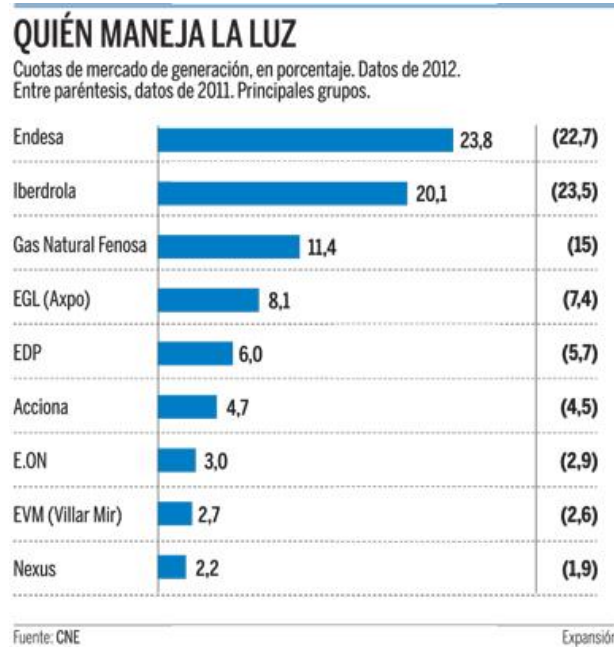


FIG 5.5. (Fuentes: varias, C.N.E. informe año 2012)

El porcentaje que generaban las 5 grandes disminuyó del 80 % en situación de monopolio al 64,3 % del nuevo escenario. Anteriormente generaban el 80 % del total y el 90 % de la venta o comercialización lo que provocaba que los precios fueran más altos y la producción fuera inferior con bajos niveles de calidad; impidiendo el ingreso de nuevos oferentes. Pero como vemos en el gráfico, ahora ya hay empresas como el grupo Axpo y Acciona que superan las cuotas de algunas de estas grandes, las únicas que permanecen en el pódium son Endesa, Iberdrola y Gas Natural Fenosa, observando una mayor rivalidad entre ellas como en el caso de Endesa que ha superado a Iberdrola en el ranking.

5.5. ANÁLISIS D.A.F.O.

Amenazas:

Con respecto al entorno externo de la empresa:

- Liberalización del mercado de la energía eléctrica española. Mayor facilidad para la entrada de nuevos oferentes,
- Crisis económica actual, industria en declive, menor consumo en la producción.
- Disminución en números de contratos de consumidores minoristas, por cambio a fuentes de energía termosolar.
- El Déficit de tarifa sigue siendo elevado.
- Incertidumbres de los precios de las materias primas, tipos de cambio y tipos de interés.

Oportunidades:

Con respecto al entorno externo de la empresa:

- Su ventaja como líder de distribución de gas natural, le ofrece más oportunidades de poder aumentar su negocio actual.
- Diversificación hacia fuentes de energía renovables.
- Inestabilidad política de Ucrania y conflicto de la UE con Rusia, principal suministrador de gas para los países de la UE.
- Eficiencia energética y cuidado del medioambiente.
- Modelo de negocio presente en el mundo, expansión internacional, sobre todo en Latinoamérica. Mercados emergentes.
- Mix de generación y de contratación de suministro, le da mayor flexibilidad para adaptarse a las distintas situaciones de mercado.

Debilidades:

Con respecto al entorno interno de la empresa:

- Es el motor de la industria, pero esta no pasa por su mejor momento y puede acabar afectando a su cuenta de resultados.
- Tiene un apalancamiento algo elevado debido a las inversiones que ha estado realizando, si estas no obtienen el resultado esperado traerá consecuencias negativas para la compañía.

Fortalezas:

- Líder del sector de distribución de gas natural.
- Tercera empresa generadora de electricidad en España.
- Empresa con reconocimiento adquirido en el mercado frente a los posibles nuevos oferentes.
- Gran inversión ya realizada en estructuras para distribución etc...

Para comprender mejor la actual situación del sector, se puede recurrir a una reciente entrevista de Sánchez Galán, presidente y consejero delegado de Iberdrola, publicada por Actualidad Económica en abril de 2014. Para este directivo, la mejora de la situación energética pasa por la eliminación del déficit mediante fondos de la UE (al igual que sucedió con el sector bancario), además de suspender las primas a las energías renovables y eliminar del precio de la tarifa costes ajenos al suministro y de ese modo abaratar los precios.

En definitiva, si no se toman medidas, el sector energético va a tener problemas a medio y largo plazo. La nueva reforma del gobierno está en cuestión de ser beneficiosa para el sector. Se demanda en gran parte del sector una solución definitiva para el déficit de tarifa y un periodo de adaptación para los nuevos cambios que se están produciendo con la liberalización del sector y de esa manera evitar el riesgo de la deslocalización a la vez que se logra una mayor competitividad para la industria europea.

6. CASO NATURAL FENOSA. VALORACIÓN

El análisis se va a realizar tomando como referencia el manual de Scherk (2011) y el manual de Fabregat (2009) para valoraciones de empresa.

6.1. ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

➤ *Análisis del Balance:*

● ● Balance de Situación Consolidado

(millones de euros)

	31/12/13	31/12/12
Activo		
Inmovilizado intangible (Nota 5)	10.245	10.764
Fondo de comercio	5.756	5.837
Otro inmovilizado intangible	4.489	4.927
Inmovilizado material (Nota 6)	21.411	22.308
Inversiones contabilizadas por el método de la participación (Nota 7)	96	100
Activos financieros no corrientes (Nota 8)	1.457	983
Activo por impuesto diferido (Nota 20)	1.051	1.036
Activo no corriente	34.260	35.191
Existencias (Nota 9)	864	897
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar (Nota 10)	5.316	5.106
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	4.643	4.557
Otros deudores	527	453
Activos por impuesto corriente	146	96
Otros activos financieros corrientes (Nota 8)	253	1.259
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes (Nota 11)	4.252	4.434
Activo corriente	10.685	11.696
Total Activo	44.945	46.887
Patrimonio neto y pasivo		
Capital	1.001	1.001
Prima de emisión	3.808	3.808
Reservas	7.931	7.402
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	1.445	1.441
Dividendo a cuenta	(393)	(391)
Ajustes por cambios de valor	(348)	-
Operaciones de cobertura	1	(19)
Diferencias de conversión	(349)	19
Patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante	13.444	13.261
Intereses minoritarios	1.566	1.618
Patrimonio neto (Nota 12)	15.010	14.879
Ingresos diferidos (Nota 13)	932	878
Provisiones no corrientes (Nota 14)	1.564	1.665
Pasivos financieros no corrientes (Nota 15)	15.508	18.046
Deudas con entidades de crédito y obligaciones	15.344	17.815
Otros pasivos financieros	164	231
Pasivo por impuesto diferido (Nota 20)	2.562	2.688
Otros pasivos no corrientes (Nota 17)	842	834
Pasivo no corriente	21.408	24.111
Provisiones corrientes (Nota 14)	134	144
Pasivos financieros corrientes (Nota 15)	3.403	2.386
Deudas con entidades de crédito y obligaciones	3.206	2.243
Otros pasivos financieros	197	143
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (Nota 18)	4.230	4.560
Proveedores	3.485	3.936
Otros acreedores	709	526
Pasivos por impuesto corriente	36	98
Otros pasivos corrientes (Nota 19)	760	807
Pasivo corriente	8.527	7.897
Total patrimonio neto y pasivo	44.945	46.887

Las Notas 1 a 37 son parte integrante de estas Cuentas Anuales Consolidadas.

Tabla 6.1. (Fuente: Gas Natural Fenosa, informes cuentas anuales consolidadas 2013)

Fijándonos en sus masas patrimoniales observamos:

Activo:

El activo fijo supone el 76,22 % del activo total, lo que indica que sus inversiones a largo plazo son muy importantes, algo característico de empresas eléctricas. Otro dato característico del sector al que pertenece la empresa y lo diferencia por ejemplo de las del sector financiero es que tiene mayor peso el activo material que el financiero.

El activo inmaterial representa el 29,90 % del total del Activo, en principio no se aprecia que haya podido ser inflado con activos ficticios.

La explotación normal de la empresa viene representada por el activo circulante de la empresa que se compone de existencias, deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, otros activos financieros corrientes, efectivos y otros activos líquidos equivalentes. Las existencias han disminuido del año 2012 al año 2013 en un 3,67 %. De este modo, teniendo en cuenta este dato en principio no parece haber dificultad para la venta, en cuanto a la cuenta de deudores notamos un incremento no significativo con respecto al ejercicio anterior del 4,11 % lo cual no hace más que confirmar el dato de las existencias con referencia a la situación del proceso de venta.

Pasivo:

Dentro del pasivo vemos que el exigible a corto plazo representa el 18,97 % frente al 47,63 % del pasivo exigible a largo plazo y el 33,39 % del patrimonio neto.

La empresa podría hacer frente sin dificultad a su pasivo exigible a corto plazo con su activo circulante, se refleja una situación normal. Lo que si observamos es que puede estar demasiado endeudada a largo plazo, lo que puede suponer que tenga que aumentar su activo circulante para no tener problemas de liquidez en el futuro (se verá mejor más adelante con los ratios correspondientes).

Dentro del patrimonio, llama la atención la minoración por la cuenta ajustes por cambio de valor, debido a las fluctuaciones del tipo de cambio producidas por la internacionalización de su actividad, pero esta disminución ha sido compensada con un

aumento de la cantidad en las reservas, lo que hace que el patrimonio neto no se altere e incluso se aumente en un 0,88 % respecto a los datos del 2012.

➤ **Análisis de la cuenta de resultados:**

● ● Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

(millones de euros)

	2013	2012
Importe neto de la cifra de negocio <i>(Nota 21)</i>	24.969	24.904
Aprovisionamientos <i>(Nota 22)</i>	(17.228)	(17.309)
Otros ingresos de explotación <i>(Nota 23)</i>	213	250
Gastos de personal <i>(Nota 24)</i>	(861)	(871)
Otros gastos de explotación <i>(Nota 25)</i>	(2.274)	(2.163)
Amortización y pérdidas por deterioro de inmovilizado <i>(Notas 5 y 6)</i>	(1.907)	(1.798)
Imputación de subvenciones de inmovilizado y otras <i>(Nota 13)</i>	40	34
Otros resultados <i>(Nota 26)</i>	11	20
Resultado de explotación	2.963	3.067
Ingresos financieros	212	178
Gastos financieros	(1.048)	(1.060)
Variaciones de valor razonable en instrumentos financieros	(2)	15
Diferencias de cambio	-	(7)
Resultado financiero <i>(Nota 27)</i>	(838)	(874)
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación <i>(Nota 7)</i>	7	10
Resultado antes de impuestos	2.132	2.203
Impuesto sobre beneficios <i>(Nota 20)</i>	(468)	(546)
Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas	1.664	1.657
Resultado consolidado del ejercicio	1.664	1.657
Atribuible a		
Sociedad dominante	1.445	1.441
Intereses minoritarios	219	216
	1.664	1.657
Beneficio en euros por acción básico y diluido de actividades continuadas atribuible a los accionistas de la sociedad dominante <i>(Nota 12)</i>	1,44	1,45
Beneficio en euros por acción básico y diluido atribuible a los accionistas de la sociedad dominante <i>(Nota 12)</i>	1,44	1,45

Las Notas 1 a 37 son parte integrante de estas Cuentas Anuales Consolidadas.

Tabla 6.2. (Fuente: Gas Natural Fenosa, informes cuentas anuales consolidadas 2013)

En la cuenta de resultados anual podemos observar la evolución dinámica de la explotación de la empresa a lo largo del año.

Margen bruto = Importe neto de la cifra de negocios – Aprovisionamientos

El margen bruto es del 31 % en el año 2013 experimentando una ligera mejoría con respecto al ejercicio anterior (30 %). Cuanto más margen tenga la empresa mayor será su capacidad para absorber otros costes. Con respecto al año anterior no se nota un crecimiento significativo en su cifra de negocio, aunque aumenta y se produce una ligera contención en las compras podríamos decir que está estancada.

La mayor incidencia en el resultado positivo del ejercicio viene dado por el resultado de explotación (EBIT) aunque este se vea disminuido por el resultado financiero, este último mejora con respecto al 2012 en un 4,11 % menos de resultado negativo. Los gastos financieros son bastantes elevados con respecto a los ingresos, lo que es normal en este sector al favorecerse su endeudamiento con el aval que les concede el estado para conseguir financiación de los intermediarios financieros. Todo ello se explica con el llamado déficit de tarifa, el gobierno avala su endeudamiento y a su vez las empresas eléctricas repercuten este déficit a sus clientes a lo largo de unos años establecidos.

La rentabilidad de los accionistas que viene determinada por el beneficio por acción prácticamente no sufre variación, disminuye un céntimo con respecto al año 2012.

● ● Ebitda

	2013	%s/total	2012	%s/total	% 2013/2012
Distribución de gas Europa	1.009	19,8	983	19,4	2,6
España	917	18,0	900	17,7	1,9
Resto	92	1,8	83	1,6	10,8
Distribución de electricidad Europa	623	12,3	648	12,8	(3,9)
España	588	11,6	613	12,1	(4,1)
Resto	35	0,7	35	0,7	0,0
Gas	1.244	24,5	1.217	24,0	2,2
Infraestructuras	258	5,1	225	4,4	14,7
Aprovisionamiento y Comercialización	863	17,0	736	14,5	17,3
Unión Fenosa Gas	123	2,4	256	5,0	(52,0)
Electricidad	801	15,8	919	18,1	(12,8)
España	789	15,5	904	17,8	(12,7)
Resto	12	0,2	15	0,3	(20,0)
Latinoamérica	1.301	25,6	1.267	24,9	2,7
Distribución de gas	686	13,5	640	12,6	7,2
Distribución de electricidad	340	6,7	366	7,2	(7,1)
Electricidad	275	5,4	261	5,1	5,4
Otras actividades	107	2,1	46	0,9	132,6
Total	5.085	100,0	5.080	100,0	0,1

Tabla 6.3. (Fuente: Gas natural Fenosa, informes cuentas anuales consolidadas 2013)

El Ebitda alcanza los 5085 millones de euros, prácticamente no existe variación en términos absolutos entre ambos ejercicios. Desglosándolo un poco, observamos que en las actividades internacionales aumenta el 2,2 %, representando las mismas un 44,1 % del total consolidado, siendo las más significativas las realizadas en Latinoamérica, las cuales representan un 25,6 % del Ebitda total consolidado. Por el contrario el Ebitda de las operaciones en España disminuye un 1,6 % disminuyendo así también su peso en el total consolidado a un actual 55,9 %. Lo que nos puede estar reflejando la estrategia que está siguiendo la empresa con su internacionalización.

Una vez deducidas las amortizaciones, los gastos financieros y los impuestos obtenemos el resultado consolidado del ejercicio que se utilizará para calcular los ratios financieros.

➤ *Análisis de los estados de flujos de efectivo y aplicación de los fondos:*

Con este análisis se pretende averiguar cómo obtiene los fondos la empresa y como los utiliza para mejorar su rentabilidad, con los movimientos de flujos que se producen durante el ejercicio.

Las empresas cotizadas presentan el “Estado de flujos de efectivo” de forma obligatoria en toda Europa siguiendo las NIIF⁷, que divide la generación de fondos en 3 tipos:

Flujos de efectivo de explotación: fondos de la operativa típica de la empresa, es decir solo de actividades de explotación. Suele ser un flujo de signo positivo.

Flujos de efectivo de financiación: fondos que entran o salen como consecuencia de la financiación de la empresa. Puede ser tanto de signo positivo como negativo.

Flujos de efectivo de inversión: fondos que hacen referencia a las actividades de inversión. Suele ser un flujo de signo negativo.

La utilidad del estado de flujos efectivo aparece reflejada en el artículo de Tascón y Amor (Octubre 2007, revista aeca79) donde destacan del mismo:

- La objetividad de sus cifras (medida real)
- La ayuda a la proyección temporal de la empresa y como muestra de la capacidad de la empresa para generar recursos líquidos.
- Como el reflejo de las necesidades de efectivo para la explotación, inversión o financiación posibilitando sus predicciones futuras.
- Da un mayor conocimiento para el analista de las políticas de explotación, inversión y financiación y
- Da pistas de la calidad de los datos de la cuenta de pérdidas y ganancias y del balance.

⁷ Normas Internacionales de Información Financiera

● ● Estado de Flujos de Efectivo Consolidado

(millones de euros)

	2013	2012
Resultado antes de impuestos	2.132	2.203
Ajustes del resultado	2.608	2.540
Amortización y pérdidas por deterioro de inmovilizado	1.907	1.798
Otros ajustes del resultado neto	701	742
Cambios en el capital corriente	(119)	(7)
Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	(1.170)	(1.299)
Pago de intereses	(789)	(827)
Cobro de intereses	95	91
Pagos por impuestos sobre beneficios	(476)	(563)
Flujos de efectivo de actividades de explotación (Nota 28)	3.451	3.437
Pagos por inversiones	(2.485)	(2.138)
Empresas del grupo, asociadas y unidades de negocio	(47)	(29)
Inmovilizado material e intangible	(1.417)	(1.441)
Otros activos financieros	(1.021)	(668)
Cobros por desinversiones	1.280	933
Empresas del grupo, asociadas y unidades de negocio	55	53
Inmovilizado material e intangible	16	25
Otros activos financieros	1.209	855
Otros flujos de efectivo de actividades de inversión	113	127
Cobros de dividendos	8	3
Otros cobros/(pagos) de actividades de inversión	105	124
Flujos de efectivo de actividades de inversión	(1.092)	(1.078)
Cobros/(pagos) por instrumentos de patrimonio	-	(379)
Emisión	-	-
Adquisición	-	(379)
Cobros/(pagos) por instrumentos de pasivo financiero	(1.349)	(17)
Emisión	5.221	5.442
Devolución y amortización	(6.570)	(5.459)
Pagos por dividendos	(1.057)	(566)
Otros flujos de efectivo de actividades de financiación	(91)	(58)
Flujos de efectivo de las actividades de financiación	(2.497)	(1.020)
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	(44)	(3)
Variación de efectivo y equivalentes	(182)	1.336
Efectivo y equivalentes al inicio del ejercicio	4.434	3.098
Efectivo y equivalentes al final del ejercicio	4.252	4.434

Las Notas 1 a 37 son parte integrante de estas Cuentas Anuales Consolidadas.

Tabla 6.4. (Fuente: Gas Natural Fenosa, informes cuentas anuales consolidadas 2013)

Se puede observar que su cash-flow operativo del 2013 es positivo y con un saldo de 3451 millones de euros, lo que supone un incremento del 0,4 % con respecto al anterior periodo de referencia. Su cash-flow de financiación es negativo con un saldo de 2497 millones de euros lo que significa un aumento en la salida de flujos por financiación del 144,80 % con respecto al 2012, se ven incrementados los pagos en

referencia a los cobros. Observando los datos tenemos que la causa del incremento son los pagos por instrumentos de pasivo financiero y el destacado incremento, 86,74 %, en los pagos de dividendos con respecto al ejercicio anterior.

En cuanto a las inversiones, el cash-flow de inversiones prácticamente no sufre variación con un incremento del 1,20 % del mismo con el año 2012. Siguen siendo mayores las inversiones que realiza la empresa que las desinversiones, la causa puede ser su creciente expansión internacional.

Se puede comprobar que sumando las entradas y salidas de flujos de caja y teniendo en cuenta las variaciones provocadas por las fluctuaciones de los tipos de cambio, nos da la variación que experimenta la empresa en tesorería, disminución de 182 millones de euros.

Un fuerte flujo de caja efectivo positivo es señal de que la empresa es saludable, en el 2013 es negativo y la variación tan significativa del cash-flow de financiación junto con la estabilidad del resto de tipos de cash-flow es importante no perderla de vista para tenerla en cuenta en futuras estimaciones ya que el crecimiento podría estar afectado por un elevado endeudamiento.

Para realizar las estimaciones futuras con la generación de fondos se puede utilizar el llamado *flujo de caja libre*, que se explicará más adelante Para su cálculo resultará de utilidad el estado de flujos de efectivo, como también mostraremos.

➤ ***Parámetros de balance:***

Para analizar con los ratios se han seguido las definiciones recogidas en el manual de análisis fundamental de Scherk (2011).

Fondo de maniobra

Es la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante, si el signo es positivo nos está dando la cantidad con la que cuenta la empresa para su explotación.

$$\mathbf{F.M. = A.C. - Deuda a corto plazo}$$

En este caso la empresa cuenta con un fondo de maniobra:

$$\text{F.M.} = 10685 - 8527 = 2158 \text{ millones de euros}$$

Que representa con respecto al balance:

$$\text{F.M.} / \text{Balance} = 2158 / 44945 = 4,8 \%$$

Supone el 4,8 % del total del balance, al ser positivo la empresa no tiene problemas para hacer frente a sus deudas a corto plazo y aún le sobraría la cantidad del fondo de maniobra para su explotación.

Ratio de solvencia a corto plazo

Este ratio mide la capacidad de la empresa para pagar sus deudas a corto plazo. Es el cociente del activo circulante entre el pasivo circulante.

$$\text{Ratio solvencia a c/p} = \text{A. C.} / \text{P.C.} = 10685 / 8527 = 1,25$$

Por cada euro de deuda a corto plazo le sobra 25 céntimos de activo circulante.

La relación es superior a 1 la empresa no tiene problemas para hacer frente a sus deudas a corto plazo.

Prueba ácida

Es un ratio muy similar al anterior, pero aquí se resta del activo circulante la parte que corresponde a la partida de existencias, porque se considera que son las que mayor riesgo presenta. Indica la capacidad inmediata de la empresa para atender al vencimiento de sus deudas a corto plazo.

$$\text{Prueba ácida} = (\text{A.C.} - \text{Existencias}) / \text{P.C.} = (10685 - 864) / 8527 = 1,15$$

La empresa mantiene su solvencia a corto plazo, en este caso por cada euro de deuda a corto plazo le sobraría 15 céntimos para hacer frente de forma inmediata al vencimiento de las mismas.

Ratio de Apalancamiento

$$R.A.= \text{Deuda financiera neta} / (\text{deuda financiera} + \text{patrimonio neto})$$

El ratio de apalancamiento es el siguiente:

	2013	2012
Deuda financiera neta	14.641	15.995
Deuda financiera no corriente (Nota 15)	15.508	18.046
Deuda financiera corriente (Nota 15)	3.403	2.386
Efectivo y otros medios equivalentes (Nota 11)	(4.252)	(4.434)
Derivados (Nota 16)	(18)	(3)
Patrimonio neto	15.010	14.879
De los accionistas de la sociedad dominante (Nota 12)	13.444	13.261
De intereses minoritarios	1.566	1.618
Apalancamiento (Deuda financiera neta/(Deuda financiera neta+Patrimonio neto)) (%)	49,4	51,8

Tabla 6.5. (Fuente: Gas Natural Fenosa, informes cuentas anuales consolidadas 2013)

Se muestra un apalancamiento del 49,4 % para el año 2013, un 2,4 % menor que el del ejercicio anterior. El cual refleja el nivel de endeudamiento sobre el total del pasivo, tiene un alto nivel de endeudamiento, no supera el patrimonio neto pero está cerca de igualar la proporción de la cantidad de recursos propios de la empresa. Las deudas financieras a largo plazo son las responsables de este alto nivel de apalancamiento.

● ● Principales ratios financieros

	2013	2012
Endeudamiento ¹	49,4%	51,8%
Ebitda/Resultado financiero	6,1x	5,8x
Deuda financiera neta/Ebitda	2,9x	3,1x
Ratio de liquidez ²	1,2x	1,5x
Ratio de solvencia ³	1,1x	1,1x
Rentabilidad sobre el patrimonio neto ⁴	10,7%	10,9%
Retorno de los activos ⁵	3,2%	3,1%

¹ Deuda financiera neta/(Deuda financiera neta+Patrimonio neto).

² Activos corrientes/Pasivos corrientes.

³ (Patrimonio neto+Pasivos no corrientes)/Activos no corrientes.

⁴ ROE: Resultado atribuible/Patrimonio neto atribuido.

⁵ ROA: Resultado atribuible/Total activos.

Tabla 6.6. (Fuente: Gas Natural Fenosa, informes cuentas anuales consolidadas 2013)

➤ **Ratios de rentabilidad**

R.O.A.: es el retorno de activos, nos mide la rentabilidad sobre los activos totales de la empresa. Es el cociente del beneficio neto y los activos totales (en este caso la empresa considera el beneficio neto atribuible a los accionistas de la sociedad dominante).

$$R.O.A. = (B^{\circ} \text{ Neto} / A.T.) \times 100 = (1445/44945) \times 100 = 3,2 \%$$

Como se puede observar en la tabla anterior prácticamente es idéntico al resultado del 2012.

R.O.E.: rentabilidad sobre el patrimonio neto, nos relaciona el beneficio de los accionistas con los fondos propios de la empresa o el patrimonio neto atribuido.

$$R.O.E. = (1445/ 13444) \times 100 = 10,7 \%$$

Al igual que el anterior ratio, su variación con el ejercicio anterior es casi nula.

Los niveles de rentabilidad prácticamente se mantienen, pero el nivel de apalancamiento es mejor en el 2013 que en el 2012, algo ha mejorado, se consigue el mismo rendimiento con un nivel de endeudamiento más bajo.

Para terminar con el análisis de la cuenta de resultados, solamente hacer una observación y es que no aparece ninguna cuenta de resultados extraordinarios que pudiera estar maquillando el resultado que no se correspondiera con resultados provenientes de la explotación de la empresa, como por ejemplo: ventas de inmuebles o participaciones no afectas a la explotación.

6.2. RATING CREDITICIO

Empresa	Moody's	Fitch	S&P
Banco Santander	Baa2	BBB+	BBB
Iberdrola	Baa1	BBB+	BBB
BBVA	Baa3	BBB+	BBB-
Telefonica	Baa2	BBB+	BBB
Sabadell	Ba1		BB
CaixaBank	Baa3	BBB	BBB-
Popular	Ba1	BB+	BB
Repsol	Baa3	BBB-	BBB-
Mapfre	Baa2		BBB+
Bankinter	Ba1		BB
Abertis		BBB+	BBB
Ferrovial		BBB-	BBB
Amadeus	Baa2		BBB
Gas Natural Fenosa	Baa2	BBB+	BBB
Abengoa	B2	B+	B
Enagas		A-	BBB
Grifols	Ba3		BB
REE	Baa2	A-	BBB
Endesa	Baa2	BBB+	BBB+
OHL	Ba2	BB-	
ESPAÑA	Baa3	BBB	BBB-

Cuadro 6.1. (Fuente: invertia.com, 2014)

En la anterior tabla se recogen las valoraciones de las principales agencias de valoración del mundo: Moody's, Fitch, S&P, como se observa en la misma las calificaciones que obtiene Gas Natural Fenosa son Baa2, BBB+ y BBB, son mejores que las que las que se le otorgan al conjunto del país.

6.3. VALORACIÓN RELATIVA

Una vez realizado el análisis de estados financieros, y observado el rating crediticio de la empresa se va a realizar la *valoración mediante múltiplos*:

Capitalización bursátil:

Es el valor que tiene la compañía en Bolsa, es decir el valor total a precios de mercado. Se calcula multiplicando su cotización más reciente con el número total de acciones. Cantidad total que deberíamos pagar si quisiéramos adquirir la compañía.

$$C.B.= N^{\circ} \text{ acciones} \times \text{Precio de la acción}$$

Teniendo en cuenta la última cotización a 20/06/14 era 23,295 euros y que el número de acciones que cotizan en Bolsa son 1000689341 su capitalización bursátil es de 23311 millones de euros.

Beneficio por acción:

Es el beneficio atribuible a los accionistas por el número medio ponderado de las acciones ordinarias en circulación durante el año.

Teniendo en cuenta las cuentas de resultados del año 2013 el beneficio por acción fue de 1,44 euros, un valor relativamente estable en los 5 últimos años.

Precio / cash flow:

El cash flow se obtiene del resultado de sumar las ganancias del ejercicio con las amortizaciones. Para obtener el cash flow por acción se dividen por el capital social. Luego se debe dividir el precio por acción por el cash flow por acción. Cuanto menor sea este número, más conveniente será para el inversor. En el año 2013 su valor fue de 5,93 euros, en los tres últimos años su valor medio ha sido de 6.10 euros, el año 2013 ha sido el menor de los tres años.

Dividendo neto por acción:

Se divide el dividendo neto entre el valor del total de acciones de la compañía.

En el ejercicio del 2013 este valor ha sido de 0,90 euros.

Valor contable por acción:

Es el cociente del valor de los recursos propios de la empresa entre el valor del número total de acciones, nos representa la relación entre los recursos propios y las acciones.

El valor contable por acción para el 2013 fue de 15 euros.

Rentabilidad por dividendo:

Es el cociente entre el dividendo por acción y el precio por acción o el cociente del valor de los dividendos entre la capitalización bursátil.

Según los datos obtenidos para el 2013 fue de 0,9 euros.

Pay-out:

Cociente entre el dividendo pagado y el beneficio obtenido, se suele expresar en tanto por ciento.

Pay-out 2013: 62,1 % se mantuvo prácticamente estable en los últimos 5 años. Reparte un porcentaje medianamente alto del beneficio con lo cual le queda un 47,9% para invertir en su crecimiento. Se puede considerar que reparte para los accionistas un porcentaje aceptable.

PER:

Probablemente el ratio más popular, el más utilizado y el más importante de todos. Nos indica las veces que está incluido el beneficio en el precio. Es el cociente entre la capitalización bursátil y el beneficio neto de la empresa.

La inversa del PER (earnings yield) es un buen indicador de la rentabilidad esperada por el mercado y se puede utilizar para compararlo con la rentabilidad esperada en otras inversiones alternativas, como los tipos de interés de mercado para la renta fija.

PER 2013: 14,68 euros (estamos pagando 14,68 años de beneficio actual)

$(1/PER) \times 100$: 6,8 % (no es la rentabilidad cierta en forma de dividendo repartido, sino una rentabilidad esperada o descontada por el mercado). Según la última subasta realizada el bono del estado a 3 años 0,96 % y la obligación a 10 años 2,968 %.

(Fuente: web tesoro público, 2014, datos tomados para comparar las rentabilidades).

Ratio VF/Ebitda:

Expresa la relación del valor de la empresa con el Ebitda, se calcula sumando la deuda financiera neta de la empresa con la capitalización bursátil y el resultado se divide entre el Ebitda o cash flow de explotación. Es muy útil en empresas industriales y de tecnología que suelen estar muy endeudadas, como es el caso de la empresa analizada.

Para el año 2013 tiene un valor de 6,6. En general un ratio inferior a 3 es excelente, de 3 a 5 es barato, de 5 a 7 es intermedio, de 7 a 9 es alto y por encima de 9 muy alto. El ratio se encontraría en el nivel intermedio y teniendo en cuenta el potencial de crecimiento demostrado por la empresa en los últimos años este adquiere mayor significación.

Los resultados de los ratios se han obtenido de las siguientes tablas:

Ratios fundamentales Gas Natural Fenosa

Ratio	2015 *	2014 *	2013	2012	2011
PER	14,11	15,02	14,68	14,78	15,90
Precio / Cash flow	5,96	6,08	5,93	6,10	6,27
Precio / Valor contable	1,45	1,51	1,57	1,59	1,64
ROE	0,10	0,10	0,11	0,11	0,10
Dividendo neto por acción	0,93	0,90	0,90	0,89	0,83
Rentabilidad por dividendo		4,09	4,88	6,59	7,13
Beneficio neto (millones)	1.506,03	1.403,40	1.445,00	1.441,00	1.325,00
EBITDA (millones)	4.981,78	4.828,80	5.085,00	5.080,00	4.645,00
BPA	1,50	1,41	1,44	1,43	1,33

* Datos estimados.

Tabla 6.7. (Elaboración propia, Fuente: Expansion.com/mercados)

● ● Estadísticas bursátiles

	2013	2012	2011	2010	2009
Número de acciones negociadas (millones)	795	576	844	1.064	737
Efectivo negociado (millones de euros)	12.161	6.726	10.827	13.258	9.777
Última cotización (euros)	18,69	13,58	13,27	11,49	15,09
Última cotización ajustada (euros) ¹	18,69	13,58	13,14	11,00	14,44
Máximo (euros)	18,80	13,97	15,00	15,67	22,28
Máximo ajustado (euros) ¹	18,80	13,97	14,86	15,00	18,17
Mínimo (euros)	13,22	8,36	10,20	10,07	8,39
Mínimo ajustado (euros) ¹	13,22	8,36	9,77	9,64	8,03
Valor contable por acción (euros)	15,00	14,93 ²	15,15 ²	14,08	15,04 ²
Ebitda por acción (euros)	5,08	5,10 ²	4,87 ²	4,86	4,85 ²
Beneficio neto por acción (euros)	1,44	1,45 ²	1,39 ²	1,30	1,48 ²
Relación capitalización-valor contable	1,2	0,9	0,9	0,8	1,1
Relación valor empresa-ebitda	6,6	5,8	6,6	6,6	8,9
Relación capitalización-beneficio	12,9	9,4	9,9	8,8	11,6
Relación dividendo-capitalización bursátil (%)	4,8	6,6	6,3	7,0	5,3
Relación dividendo-beneficio (%)	62,1	62,1 ³	62,1 ³	61,8 ³	61,1
Capital social (número de acciones a 31/12)	1.000.689.341	1.000.689.341	991.672.139	921.756.951	921.756.951
Número medio de acciones	1.000.689.341	996.402.474	953.425.915	921.756.951	809.485.236
Capitalización bursátil (millones de euros)	18.708	13.589	13.155	10.591	13.905
Dividendo (millones de euros)	898	895 ²	823 ²	742 ²	730

¹ Considerando el ajuste derivado de la ampliación de capital con derechos de suscripción preferente realizada en marzo de 2009, junio 2011 y junio 2012.

² Considerando el número de acciones medio del ejercicio.

³ Considerando el importe total equivalente destinado a dividendos.

Tabla 6.8. (Fuente: Gas Natural Fenosa, informes anuales 2013).

Se deben comparar, por lo menos algunos de estos ratios con los de sus dos máximos competidores para ver cuál es su situación respecto al sector y su evolución estimada con referencia a sus rivales directos del sector. Por lo tanto, en este caso se utilizarán a las empresas del sector: Endesa e Iberdrola para su comparativa.

Tabla comparativa año 2013:

Ratio	<u>Gas Natural</u>	Endesa	Iberdrola
<i>PER</i>	14,68	16,01	12,93
<i>Precio/Cash flow</i>	5,93	5,71	5,14
<i>Precio/Valor contable</i>	1,57	1,44	0,94
<i>ROE</i>	0,11	0,09	0,07
<i>Dividendo neto por acción</i>	0,90	1,50	0,27
<i>Rentabilidad por dividendo</i>	4,88	No disponible	6,66
<i>Beneficio neto (millones)</i>	1445	1876	2572
<i>EBITDA (millones)</i>	5085	6720	7205
<i>BPA</i>	1,44	1,75	0,41

Estimaciones para años 2014 y 2015:

Ratio	<u>Gas Natural</u>		Endesa		Iberdrola	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
<i>PER</i>	15,02	14,11	17,17	16,27	15,25	14,66
<i>Precio/Cash flow</i>	6,08	5,96	6,25	5,56	6,42	6,56
<i>Precio/Valor contable</i>	1,51	1,45	1,43	1,36	0,92	0,90
<i>ROE</i>	0,10		0,08		0,06	
<i>Dividendo neto por acción</i>	0,90	0,93	1,14	1,26	0,27	
<i>Beneficio neto (millones)</i>	1403,40	1506,03	1723,08	1909,91	2290,75	2270,78
<i>EBITDA (millones)</i>	4828,80	4981,78	6242,26	6524,00	6680,30	6836,94
<i>BPA</i>	1,41	1,50	1,63	1,72	0,35	0,36

Tabla 6.9. (Elaboración propia de ambas tablas, Fuente: expansion.com/mercados, 2014)

En las valoraciones realizadas por los ratios bursátiles hay que tener en cuenta previamente que:

- En ellos hay implícito un determinado comportamiento de los inductores de valor en el descuento de flujos de caja: crecimiento, riesgo y flujo de caja.
- Las empresas que se comparan no son exactamente iguales que la que se valora, aunque estas pertenezcan al mismo sector.

En este sentido se manifiesta Schrek (2011).

En primer lugar se compararan los ratios referentes al año 2013, el valor del PER con relación a sus competidoras es más elevado que el de Iberdrola, y bastante parecido al de Endesa, si bien es cierto que el de esta última es algo más superior también tiene unos beneficios superiores a los de Gas Natural Fenosa. Tiene un PER medio- bajo y muy aproximado a la media de los tres, por lo tanto es un dato positivo, teniendo en cuenta que se podría esperar que fuera más alto por el crecimiento experimentado en los últimos años. Aunque nada se puede decir con seguridad, un PER alto no suele ser síntoma de buenas rentabilidades futuras al contrario que un PER bajo que da más probabilidades de obtener buenas rentabilidades.

Acotando los valores seleccionados dentro de un rango nos da un intervalo entre 12,93- 16,01, por lo tanto el precio de la acción $P = BPA \times PER$ comparativo ,nos da en nuestro caso $P = 1,44 \times 12,93 = 18,61$ y $P = 1,44 \times 16,01 = 23,05$, valor que se encuentra entre 18,61 y 23,05 y el valor de la acción al cierre del ejercicio 2013 era de 18,69 euros (mirar tabla estadísticas bursátiles), mediante este ratio nos saldría que el precio se encuentra dentro del intervalo, más próximo a infravalorarse que a sobrevalorarse, se estaría pagando dentro del valor real.

Si tenemos en cuenta las estimaciones para el 2014, el rango sería de 15,02- 17,17 dándonos unos valores comprendidos entre 21,62 y 24,72 y a fecha de hoy (20/06/14) su valor de mercado está en 23,295 euros, dentro del intervalo pero en este caso más cerca de la sobrevaloración, estos datos y los anteriores marcan un crecimiento en el sector para este 2014. Hay que tener en cuenta que los datos son muy limitados en

número, aunque sean de las empresas más representativas. Un PER elevado indica que los inversores pagan más por unidad de beneficio, en este caso Iberdrola sería la que mejor estaría con respecto a las otras dos rivales, tiene mayores beneficios y un PER más pequeño. Gas Natural Fenosa cotiza 14,68 veces su beneficio. La inversa del PER nos da la rentabilidad esperada por el mercado (1/PER), Gas Natural tiene una media de rentabilidad entre los 3 años de 6,84 %, Endesa de 6,06 % e Iberdrola de 7.03 %, por lo tanto no es la empresa que más rentabilidad se espera de mercado pero sí que es la que más aumenta, reduciendo en las expectativas del 2015 las diferencias con los datos de Iberdrola, es un buen dato, nos puede estar indicando crecimiento.

Si nos fijamos en el ROE, rentabilidad sobre los recursos propios, es la empresa en que mejor situación se encuentra pero sin grandes diferencias, tampoco se estiman incrementos en los últimos años en la misma línea que los dos últimos anteriores.

Si tenemos en cuenta el dividendo por acción y el beneficio por acción podemos calcular el Pay out ((DPA/BPA)) x 100, el cual nos da el porcentaje de los beneficios por acción que se reparte entre los accionistas. El pay out de las tres empresas para el año 2013 son los siguientes:

Gas Natural: 62,5 % Endesa: 85,7 % Iberdrola: 65,8 %

Estimación año 2014: Gas Natural: 63,8% Endesa: 69,9 % Iberdrola: 77,14 %

Estimación año 2015: Gas Natural: 62 % Endesa: 73,25 % Iberdrola: 75 %

Como podemos observar es la más prudente, es la que más dinero se guarda del beneficio por acción, teniendo en cuenta que también es la que menos beneficio neto genera, los inversores no la verán como la más atractiva para sus intereses, pero por otro lado si lo guardado lo invierte para seguir creciendo y mantenerse, que es lo que parece que se deduce de los demás datos, puede ser positivo en cuanto a que reduce el riesgo del activo. Por lo tanto pienso que es un valor a tener en cuenta más a largo plazo que el resto de sus rivales.

Fijándonos en el ebitda, al actuar las tres en el extranjero es conveniente tenerlo en cuenta para que al comparar no influyan los distintos tipos de impositivos a los que puedan estar sometidas y hacer una mejor comparación entre los valores, las tres alcanzan el volumen de negocio suficiente para hacer frente a sus gastos, pero la que menos ebitda tiene es Gas Natural Fenosa, en este caso un punto negativo para ella.

6.4. VALORACIÓN POR DESCUENTOS DE FLUJOS

Como ya se indicó, existen varios métodos de descuentos de flujos, en este trabajo se calculará el valor de la empresa a través del descuento de flujos de fondos libres (*free cash flow*) que genera la empresa.

Debido a la complejidad del método y sin olvidar que lo se va a realizar es al fin y al cabo una hipótesis razonable, se ha optado por realizar las estimaciones de los futuros flujos de caja en base a su evolución histórica desde el año 2010 (después de la fusión Gas Natural y Unión Fenosa) hasta el año 2013. Se ha considerado que los periodos anteriores pierden representatividad por el hecho de no estar fusionadas ambas empresas, la estimación se hará para los próximos 5 años (posiblemente todavía afectados por la crisis actual sobre todo los 3 primeros años), para lo cual se utilizaran los datos reflejados en las cuentas anuales de esos años, más concretamente en el Estado de Flujos de Efectivo Consolidado.

El cálculo de los flujos de caja libre se realiza a partir del Estado de flujos de Efectivo, siguiendo a Penman (2004), y sin realizar modificaciones en dicho estado. De este modo tenemos que:

Flujos de Efectivo Actividades de Explotación

- Flujos de Efectivo Actividades de Inversión

Free Cash Flow

También se podría obtener por comparación del balance inicial y final y la utilización de la cuenta de pérdidas y ganancias, pero este método facilita la sencillez de los cálculos por disponer la empresa de la cuenta de Estado de Flujos Efectivo de todos los años.(ver anexo y tabla correspondiente en el trabajo).

Se obtienen los siguientes flujos de caja libre para los periodos del 2010 al 2013:

Millones de euros	2010	2011	2012	2013
Flujos de efectivo de actividades de explotación	2746	2137	3437	3451
-Flujos de efectivo de actividades de inversión	36	(76)	(1078)	(1092)
= Flujo de caja libre	2782	2061	2359	2359

Tabla 6.10. (Elaboración Propia, Flujos de caja libre de la empresa Gas Natural Fenosa)

Los flujos de efectivo de actividades de inversión año 2010 aparecen sumando porque las desinversiones superan a las inversiones, durante los años 2012 y 2013 se realizaron desinversiones por venta de participaciones de las empresas de distribución de electricidad en Nicaragua, y durante los años 2010 y 2011 por dar de baja durante el ejercicio activos no corrientes mantenidos para la venta.

A continuación se realizará la proyección de los flujos de caja libre, dentro de los distintos métodos existentes se seguirá el de Damodaran (2002); de la misma forma que indicaba Fabregat (2009) se divide el horizonte temporal en dos fases:

- En la primera de duración n periodos (entre 5 y 10), se realiza la proyección detallada de los flujos de caja.
- En la segunda de duración $(n+1, \infty)$ se calcula un valor residual o terminal mediante una renta perpetua con una tasa de crecimiento moderada (g) con respecto al último flujo calculado en la primera fase.

Por lo tanto en este caso se estimará la proyección del crecimiento esperado para los próximos 5 años del 2014 al 2018. Como se indicó, se mirará la variación anual de los flujos de caja libres calculados anteriormente para los años 2010 al 2013, después se calculará el promedio de dichas variaciones y se utilizará para estimar los flujos futuros sumando el promedio al del año anterior. Las variaciones observadas son las siguientes **2010-2011: -721 ,2011-2012: 298, 2012-2013: 0**, (en lo que va de año se ve que continua la tendencia en desinversión, ejemplo: venta de Gas Natural Fenosa Telecomunicaciones), sin olvidar que se está construyendo una hipótesis y en base a los datos y tendencia actual, la cual puede variar pero es de la información que se dispone y en función de la cual se debe estimar, se calcula el promedio de crecimiento de los

flujos de caja libre en los anteriores años (2010-2013) dando un **promedio** como resultado de **-141** el cual usaremos como base sobre el año anterior para cálculo de los flujos de caja libre futuros: (*millones de euros*)

2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
2218	2077	1936	1795	1654

El siguiente paso, continuando con la guía de Fabregat (2009) es calcular el valor de WACC, para lo cual es necesario saber el coste de los recursos propios (K_e) y el coste de la deuda antes de impuestos además del porcentaje de fondos propios sobre el pasivo total y el porcentaje de deuda sobre el pasivo total.

Utilizando el modelo CAMP (de equilibrios de activos financieros) como se indicó anteriormente: $K_e = R_f + \beta \times PM$

Para el cálculo de R_f (libre de riesgo) se toma como referencia la última subasta de bonos del estado a 5 años del 18/06/14 que aparece en la página web del tesoro público a un **4,60 %**.

El cálculo de β , es la covarianza entre las rentabilidades de la acción y la del mercado, dividida por la varianza de la rentabilidad del mercado:

$$\beta = \frac{\text{cov}(rtb\ GNF; rtb\ mdo)}{\text{var}(rtb\ mdo)}$$

Para su cálculo se cogen las cotizaciones mensuales de los últimos 5 años mensuales de Gas Natural Fenosa y del IBEX 35, del 2009 al 2013, ver anexo I, de la página web de yahoo-finanzas.

$$\beta = \frac{37,14}{46,17} = 0,80$$

Este coeficiente indica el riesgo que tiene la compañía frente al mercado, al ser menor de 1, significa que su sensibilidad es menor ante las subidas y bajadas del mercado.

En el cálculo de PM , prima de riesgo de mercado, Fernández (2005) manifiesta que no es posible determinar la prima de riesgo de mercado debido a las heterogéneas expectativas de los inversores, entre sus muchas investigaciones, en “La prima de riesgo según 100 libros” Fernández (2009) analiza los métodos utilizados por varios autores

entre los que se encuentran Lubian y De Luna (2002), según su teoría la prima de riesgo de mercado se puede obtener utilizando un multiplicador entre 0,5 y 0,6 de la tasa sin riesgo, y como no hay un método infalible, en este trabajo para calcular la prima de riesgo de mercado se utilizará como referencia el multiplicador de Lubian. et al.(2002), más concretamente se utilizará el valor más alto el 0,6. Por lo que obtenemos:

$$PM: 0,6 \times 4,6\% = 2,76 \%$$

Sustituyendo en la fórmula se obtiene:

$$Ke = 0,046 + (0,8 \times 0,0276) = 6,8 \%$$

El coste de la deuda antes de impuestos (*Kd*) se saca de los informes anuales de Gas Natural Fenosa donde aparece que tiene una deuda en euros a finales del 2013 de 16692 (millones de euros) y una deuda en moneda extranjera de 2219 (millones de euros), la primera representa el 88,26 % de la deuda a un 4,01 % de tipo de interés efectivo medio y la segunda representa un 11,73% de la deuda a un 5,67% de tipo de interés efectivo medio, por lo tanto si se hace una media ponderada obtenemos un coste de la deuda de:

$$Kd = 4,20 \%$$

El valor de los fondos propios (*FP*) a precios de mercado son las acciones y su valor en capitalización bursátil a cierre del día 20 /06/2014 es de 23,295 euros/acción x 1000689341 acciones = 23311,06(millones de euros) y el valor a precios de mercado de su deuda asciende a 18911(millones de euros) al 4,20 % = 19705,26 millones de euros, total FP + Pasivo = 43016,32 (millones de euros) el % que representan los **FP** sobre el total es de **54,19 %** y el % que representa la **deuda** es el **45,81 %**.

Por lo tanto sustituyendo en la fórmula:

$$WACC^8 = (0,068 \times 0,5419) + (0,042 \times 0,4581 \times (1 - 0,30)) = 5,03\%$$

Una vez calculado el coste de capital (WACC) para poder calcular el valor actual de los flujos de caja se tiene que calcular el valor residual o terminal, el cual

⁸ En la formula se utiliza el tipo general del 30 % en el impuesto de sociedades aunque es posible por estar en el régimen de conciliación que sea más pequeña la tasa, ya explicado anteriormente.

haremos coincidir con el último año de las estimaciones 2018, y para ello hay que calcular la tasa de crecimiento moderado (g), Damodaran (2002) suele utilizar la tendencia del PIB, una de las razones es que la tasa de crecimiento no puede crecer más que la economía donde opera la empresa. Gas Natural Fenosa opera con un desempeño de actividad según los datos del informe anual del año 2013 del 69,14% en suministro y producción de electricidad en España y un 30,85 % en el resto del mundo, no se han encontrado datos detallados con relación a la aportación operativa de los países extranjeros y como estos solo representan un 30,85, se ha optado por tomar como más representativo la estimación del PIB para España, el cual representa casi el 70% de sus operaciones.

Al fijarse en las estimaciones del F.M.I. para España en los próximos años:

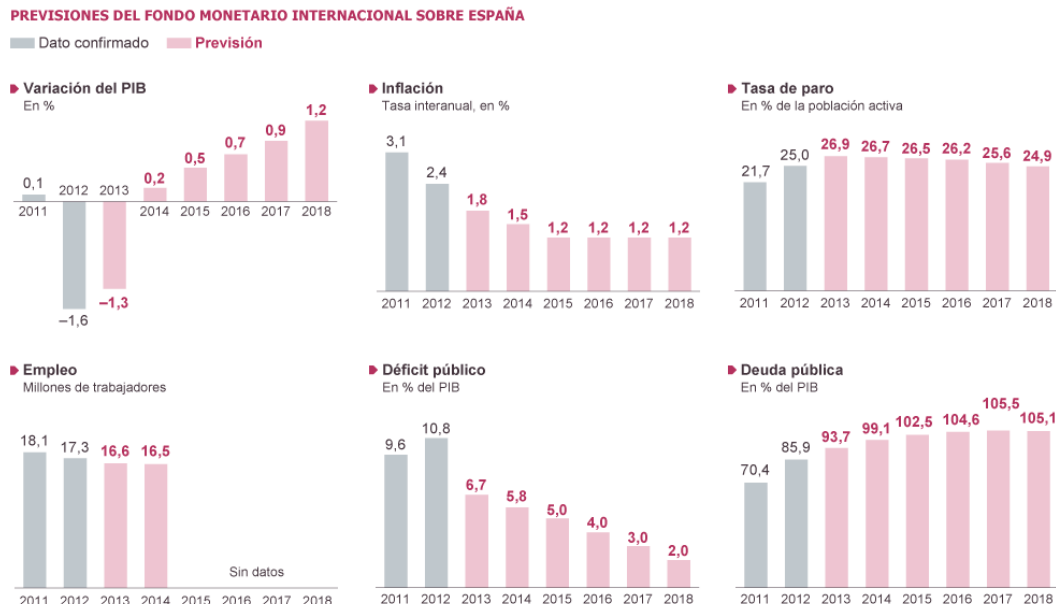


FIG 6.1. (Fuente: F.M.I.)

Se ve que para el año 2018 el F.M.I estima un crecimiento del **1,2%** para España y ese es el valor que se tomará como referencia para g .

Por lo tanto el valor terminal del año 2018 será:

$$\text{Valor terminal: } \frac{\text{Cash flow}_{2018}}{\text{WACC}-g} = \frac{1654}{0,0503-0,012} = 43185,38(\text{millones de euros})$$

Para finalizar se calculan los valores de las acciones con las actualizaciones de los flujos de caja libre futuros descontados a la tasa calculada y restándole la deuda financiera neta existente en el momento de la valoración, Fabregat (2009):

$$V. \text{ acciones} = \frac{2218}{(1+0,0503)} + \frac{2077}{(1+0,0503)^2} + \frac{1936}{(1+0,0503)^3} + \frac{1795}{(1+0,0503)^4} + \frac{1654}{(1+0,0503)^5} + \frac{43185,38}{(1+0,0503)^5} - 14641 = 27582,65 \text{ (millones de euros).}$$

Para hallar el valor de la acción dividimos este valor entre el nº acciones de la empresa: 1000689341, dándonos un valor de: **27,56 euro/acción.**

El valor de cotización actual de la acción en el momento de la valoración a 20/06/14 era de 23,295 euros/acción, teniendo en cuenta esta valoración su precio está **infravalorado** y sería recomendable comprar mientras esté por debajo del precio de valoración, 27,56 euros/acción.

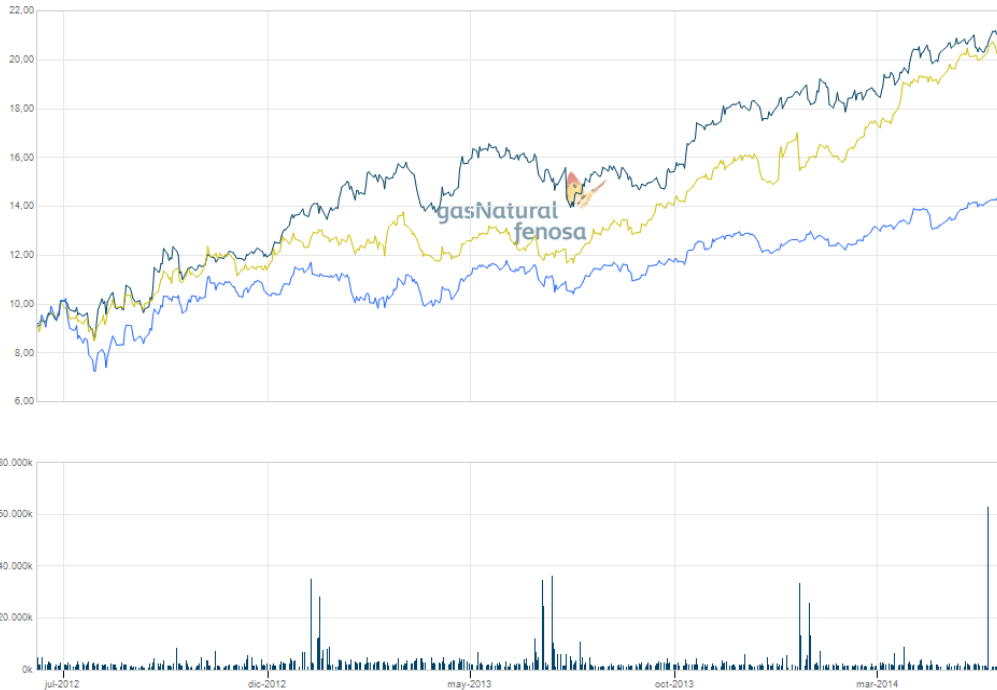
6.5. COMPORTAMIENTO BURSÁTIL

Al cierre de la sesión del día 20 de Junio del 2014, el valor de la acción alcanzó los 23,295 euros.

Teniendo en cuenta su comportamiento de mercado se puede considerar que es una acción de las llamadas “*Blue chip*” referidas a empresas bien establecidas, con ingresos grandes, las cuales tienen un alto volumen de negociación (muchísima liquidez) y poca volatilidad (precios estables).

La cotización de la acción se produce en las cuatro bolsas españolas y forma parte del Ibex 35.

Evolución y comparación de la acción con sus dos máximos competidores en los 2 últimos años:



Colores líneas gráfico: Gas Natural Fenosa **Endesa** Iberdrola
 Cotizaciones de cierre. Cuadro comparativo 09/06/12 a 08/06/14
 Revalorización bursátil Gas Natural: +140,14 % primer cierre: 9,12 último cierre: 21,91
 Revalorización bursátil Endesa: +126,02 % primer cierre: 12,49 último cierre: 28,23
 Revalorización bursátil Iberdrola: + 60,89 % primer cierre: 3,34 % último cierre: 5,38

FIG 6.2. (Fuente: Gas Natural Fenosa, 2014)

Según los datos que se muestran en el gráfico, el comportamiento de la acción de Gas Natural Fenosa ha sido realmente bueno si lo comparamos con sus dos máximos competidores del sector, en dos años su valor ha crecido un 140,14 %, un 14,12 % más que el valor de Endesa y un 79,25% más que el valor de Iberdrola.

De este modo, nos hace pensar que es la que mejor está planteando sus estrategias encaminadas al crecimiento de la empresa.

Según los analistas técnicos el movimiento en los últimos años viene manteniéndose alcista y no hay síntomas que señalen un cambio en la tendencia.

(Fuente: Expansion.com/mercados ,2014)

Atendiendo a la distribución del dividendo por acción:

Dividendos Gas Natural Fenosa

Fecha	Importe absoluto	Importe neto	Ejercicio	Tipo
2014.01.08	0,39 €	0,31 €	2013	A Cuenta
2013.07.01	0,50 €	0,40 €	2012	Complementario
2013.01.08	0,39 €	0,31 €	2012	A Cuenta
2012.05.30	0,47 €	0,38 €	2011	Complementario
2012.01.09	0,36 €	0,29 €	2011	A Cuenta
2011.05.31	0,45 €	0,37 €	2010	Complementario
2011.01.07	0,35 €	0,29 €	2010	A Cuenta
2010.07.01	0,44 €	0,36 €	2009	Complementario
2010.01.08	0,35 €	0,29 €	2009	A Cuenta
2009.07.03	0,40 €	0,33 €	2008	Complementario
2009.07.03	0,10 €	0,08 €	2009	Extra
2009.01.08	0,48 €	0,39 €	2008	A Cuenta
2008.07.01	0,71 €	0,58 €	2007	Complementario
2008.01.08	0,43 €	0,35 €	2007	A Cuenta
2007.07.02	0,61 €	0,52 €	2006	Complementario
2007.01.09	0,37 €	0,37 €	2006	A Cuenta
2006.01.10	0,31 €	0,26 €	2005	A Cuenta
2005.07.01	0,44 €	0,36 €	2004	Complementario
2005.01.11	0,27 €	0,20 €	2004	A Cuenta

Próximos dividendos

Fecha	Importe absoluto	Importe neto	Ejercicio	Tipo
2014.07.01	0,50 €	0,40 €	2013	Complementario

Tabla 6.11. (Elaboración propia, Fuente: Expansión.com/mercados, 2014)

Si el precio de la acción se mantiene estable en el precio actual, el próximo dividendo supondrá un 2,28 % de rentabilidad sobre el precio de la acción en términos absolutos, si lo comparamos con el tipo de interés fijo es una rentabilidad más que considerable considerando que se produce para un periodo semestral.

7. CONCLUSIONES

A la hora de realizar conclusiones no hay que olvidar que estamos realizando un análisis en base a hipótesis razonables pero que pueden ser diferentes a la realidad futura, de este modo es recomendable tomar siempre las conclusiones con algo de prudencia o por lo menos no perder esto de vista.

Las conclusiones derivadas de los distintos tipos de análisis nos indican por un lado la adquisición de cierta ventaja competitiva con respecto a sus rivales al ser la pionera en diversificar su servicio, de hecho se nota que en relación es la que más está creciendo.

Se podría clasificar su situación como de aceptable y buena, por un lado los datos analizados del balance y cuenta de resultados no arrojan ninguna señal que pudiera indicar una manipulación de los datos, los ratios obtenidos nos dan una solvencia más que aceptable de la empresa, demostrada con el fondo de maniobra y los ratios de solvencia a corto plazo y de prueba ácida.

Lo más significativo y que quizás haya que controlar es su nivel de endeudamiento (ratio apalancamiento del 49,4%), siendo este bastante alto, pero también hay que tener en cuenta que sus condiciones no son las mismas que para las empresas de otros sectores, como consecuencia de la posición ventajosa que obtienen las empresas de este sector a causa del déficit tarifario. Aun así, es necesario tenerlo en cuenta no vaya a ser que su crecimiento se esté basando en un excesivo endeudamiento.

En la comparación con sus dos principales rivales del sector, tampoco sale mal parada. A pesar de que la inversa del PER nos indica que no es la que mayor rentabilidad arroja en el mercado si es la que más ha mejorado en los últimos años.

También se observa a través del Pay-out que es la más prudente por ser la que mayor beneficio por acción se guarda y aunque esto le reste atractivo si tenemos en cuenta su crecimiento y que para esto es necesario invertir nos puede indicar oportunidades futuras.

Como punto negativo en la comparación, resaltar que es la que menor Ebitda obtiene, de todas formas sería necesario mirar el nivel de endeudamiento que tienen sus dos competidoras, ya que el Ebitda no tiene en cuenta el nivel de endeudamiento y niveles más altos de endeudamiento minoran la capacidad de generar beneficios.

Si se tiene en cuenta el valor obtenido con el PER por comparativa y el obtenido con los descuentos de flujos, vemos que nos da un valor con la utilización del múltiplo comparativo dentro de los intervalos del valor real de la empresa y con los descuentos de flujos de 27,56 euros/acción, teniendo en cuenta que en el momento de la valoración (20/06/14) su precio de mercado se situaba en 23,295 euros/acción, nos indica una cierta infravaloración por lo que en este caso se podría recomendar comprar.

Entre los dos valores obtenidos se puede considerar el más fiable el realizado por descuentos de flujos por la forma en que se obtiene, considerando a la empresa como un ente generador de flujos de fondo. A pesar de que el ratio PER es uno de los más usados por los inversores, hay que tener en cuenta que con la utilización de este múltiplo existe la posibilidad de obtener resultados distorsionados debidos al nivel de apalancamiento de las empresas analizadas (alto en el caso de Gas Natural Fenosa).

En consecuencia, llegamos a distintas soluciones (aunque no totalmente inversas) según la utilización de uno u otro método, pero lo importante independientemente de cual sea el método es el camino utilizado para llegar al resultado, el cual debe estar basado en la información real disponible y nos impida cometer errores de bulto a la hora de la toma de decisiones.

Por último, observando la evolución de la cotización del precio de la acción quizás la inversión se debería haber producido antes, pero todavía puede resultar rentable invertir en ella.

8. BIBLIOGRAFIA

- Asopa, B. y Beye, G. (1997). *Appendix 2: The case method*. Disponible en: <http://www.fao.org/docrep/W7500E/w7500e0b.htm>
- Boehrer, J. y Linsky, M. (1990). Teaching with cases: Learning to Question. En Svinicki, M.D. (Ed.). En *The changing Face of College Teaching New Directions for Teaching and Learning*, 42, (pp. 41-57). San Francisco: Jossey Bass.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*. 2ª ed. New York: John Willey & sons.
- Dornbusch, R., Fischer, S. y Startz, R. (2009). *Macroeconomía 10ª edición*. Mc Graw Hill.
- Fabregat, J. (2009). Introducción a los métodos de valoración. En Accid (Eds.), *Valoración de empresas* (pp. 11-29). Sant Feliu de Llobregat - Barcelona: Profit Editorial.
- Fama, E. (1979). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*.
- Fernández, P. (2005a). *La prima de riesgo en el mercado (Market Risk Premium)*. Universidad de Navarra: Documento de investigación del IESE- CIIF, DI-585.
- Fernández, P. (2005b). *Valoración de empresas*. Gestión 2000.
- Fernandez, P. (2008). *Metodos de valoración de empresas*. Universidad de Navarra: Documento de investigación IESE-CIIF, DI-771.
- Fernández, P. (2009). *La prima de riesgo de mercado según 100 libros*. Universidad de Navarra: Documento de investigación del IESE - CIIF, DI-823.
- Gitman, L. J. (1986). *Fundamentos de Administración Financiera 10ª Edición*. Harla México: Pearson educación.
- Goicoechea, J. y Loredó, E. (2007). *¿Qué hace una empresa eléctrica cuando necesita gas? El caso Unión Fenosa*. Departamento de Administración y Contabilidad Universidad de Oviedo: Publicación Ministerio de Industria, Energía y Turismo, pp 181-186.
- Gordon, M. y Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: The required rate of profit. *Management Science* (3), 102-110.

- Kaplan, S. y Ruback, R. (1995). The Valuation of cash Flow Forecast: An Empirical Analysis. *Journal of Finance* 50, 1059-1093.
- Kaplan, S. y Ruback, R. (1996). The Market Pricing of Cash Flow Forecast: Discounted Cash Flow vs the Method of Comparables. *Journal of Applied Corporate Finance* 8, 45-60.
- Larraín, F. y Sachs, J. (2002). *Macroeconomía en la economía global 2ª edición*. Buenos Aires: Pearson educación.
- Lopez Lubian, F. y De Luna Butz, W. (2002). *Finanzas corporativas en la práctica*. Madrid: Mc Graw Hill.
- Parr, W. y Smith, M. (1998). Developing case-based business statistics courses. En *The American Statistician*, 52 (pp. 330-337).
- Penman, S.H. (2004). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Mc Graw-Hill.
- Scherk, A. (2011). *Manual de Análisis Fundamental*. Madrid: Inversor Ediciones, S.L.
- Schewrt, G. y Clifford Smith, J. (1992). *Empirical research in capital markets*. USA: Mc Graw Hill.
- Stiglitz, J. y Walsh, C. (2004). *Macroeconomía*. Ariel.
- Tascón, M. T. y Amor, B. (2007). El nuevo estado de flujos efectivo: ¿más información implica mayor utilidad para el usuario?. *aeca79*, 14-20.
- Williams, J. B. (1938). *The Theory of Investment value*. Cambridge: Harvard University Press.

Páginas web (w.w.w.):

- Banco de España.2014. de <http://www.bde.es>
- Bolsa Madrid.2014. de <http://www.bolsamadrid.es/>
- C.N.E.2014. de <http://www.cne.es>
- Damodaran on line.2014. de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Expansión. 2014. de <http://www.expansion.com/mercados>
- F.M.I. 2014. de <http://www.imf.org/EXTERNAL/SPANISH/INDEX.HTM>
- Gas natural fenosa. 2014. de <http://www.gasnaturalfenosa.com>
- Invertia. 2014. de <http://www.invertia.com>
- O.N.U. 2014. de <http://www.un.org/es/>

Tesoro.es. 2014 de <http://www.tesoro.es>

Wikipedia.2014 de <http://es.wikipedia.org/>

Yahoo Finanzas. 2014 de <http://www.es.finance.yahoo.com>

9. ANEXOS

Anexo I: Datos mensuales cotizaciones IBEX 35 y Gas Natural Fenosa

Fecha	Cotizaciones de cierre	rtbldad mensual Ibex	Cotizaciones GNF	rtbldad mensual GNF
dic de 2013	9.916,70	0,80	18,69	2,02
nov de 2013	9.837,60	-0,71	18,32	5,47
oct de 2013	9.907,90	7,86	17,37	12,57
sep de 2013	9.186,10	10,80	15,43	4,12
ago de 2013	8.290,50	-1,69	14,82	-3,14
jul de 2013	8.433,40	8,64	15,3	-1,23
jun de 2013	7.762,70	-6,71	15,49	-3,13
may de 2013	8.320,60	-1,17	15,99	0,57
abr de 2013	8.419,00	6,30	15,9	15,13
mar de 2013	7.920,00	-3,77	13,81	-9,08
feb de 2013	8.230,30	-1,58	15,19	3,33
ene de 2013	8.362,30	2,39	14,7	8,25
dic de 2012	8.167,50	2,94	13,58	13,74
nov de 2012	7.934,60	1,17	11,94	-0,25
oct de 2012	7.842,90	1,74	11,97	8,62
sep de 2012	7.708,50	3,88	11,02	12,33
ago de 2012	7.420,50	10,13	9,81	-2,10
jul de 2012	6.738,10	-5,13	10,02	-0,79
jun de 2012	7.102,20	16,62	10,1	15,03
may de 2012	6.089,80	-13,14	8,78	-16,54
abr de 2012	7.011,00	-12,45	10,52	-12,19
mar de 2012	8.008,00	-5,41	11,98	-5,67
feb de 2012	8.465,90	-0,51	12,7	1,60
ene de 2012	8.509,20	-0,67	12,5	-5,80
dic de 2011	8.566,30	1,38	13,27	2,55
nov de 2011	8.449,50	-5,64	12,94	-4,01
oct de 2011	8.954,90	4,78	13,48	5,48
sep de 2011	8.546,60	-1,97	12,78	0,31
ago de 2011	8.718,60	-9,47	12,74	-9,19
jul de 2011	9.630,70	-7,04	14,03	-2,84
jun de 2011	10.359,90	-1,11	14,44	9,39

Análisis fundamental y Valoración

may de 2011	10.476,00	-3,70	13,2	-4,90
abr de 2011	10.878,90	2,86	13,88	4,68
mar de 2011	10.576,50	-2,53	13,26	7,11
feb de 2011	10.850,80	0,41	12,38	2,57
ene de 2011	10.806,00	9,60	12,07	5,05
dic de 2010	9.859,10	6,39	11,49	10,37
nov de 2010	9.267,20	-14,29	10,41	-1,05
oct de 2010	10.812,90	2,84	10,52	-3,84
sep de 2010	10.514,50	3,21	10,94	-8,38
ago de 2010	10.187,00	-2,98	11,94	-6,94
jul de 2010	10.499,80	13,35	12,83	7,82
jun de 2010	9.263,40	-1,03	11,9	0,00
may de 2010	9.359,40	-10,80	11,9	-7,61
abr de 2010	10.492,20	-3,49	12,88	-5,78
mar de 2010	10.871,30	5,20	13,67	1,48
feb de 2010	10.333,60	-5,61	13,47	-6,52
ene de 2010	10.947,70	-8,31	14,41	-4,51
dic de 2009	11.940,00	2,54	15,09	9,27
nov de 2009	11.644,70	2,01	13,81	0,88
oct de 2009	11.414,80	-2,90	13,69	-9,34
sep de 2009	11.756,10	3,44	15,1	3,07
ago de 2009	11.365,10	4,70	14,65	11,58
jul de 2009	10.855,10	10,90	13,13	1,23
jun de 2009	9.787,80	3,86	12,97	2,13
may de 2009	9.424,30	4,27	12,7	4,96
abr de 2009	9.038,00	15,65	12,1	17,59
mar de 2009	7.815,00	2,55	10,29	-28,09
feb de 2009	7.620,90	-9,82	14,31	-24,08
ene de 2009	8.450,40		18,85	

Fuente: Elaboración propia [www: es.finance.yahoo.com](http://www.es.finance.yahoo.com) ($\beta = \frac{\text{cov}(rtb\ GNF; rtb\ mdo)}{\text{var}(rtb\ mdo)}$)

Anexo II: Estado de flujos de Efectivo Consolidado años 2010, 2011

Estado de Flujos de Efectivo Consolidado

(millones de euros)

	2011	2010
Resultado antes de impuestos	2.022	1.883
Ajustes del resultado	2.510	2.857
Amortización del inmovilizado	1.750	1.716
Otros ajustes del resultado neto	760	1.141
Cambios en el capital corriente	(1.298)	(729)
Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	(1.097)	(1.285)
Pago de intereses	(845)	(798)
Cobro de intereses	59	9
Pagos por impuestos sobre beneficios	(311)	(476)
Flujos de efectivo de las actividades de explotación (Nota 29)	2.137	2.746
Pagos por inversiones	(2.750)	(2.333)
Empresas del grupo, asociadas y unidades de negocio	(78)	-
Inmovilizado material e intangible	(1.458)	(1.545)
Otros activos financieros	(1.218)	(788)
Cobros por desinversiones	2.521	2.216
Empresas del grupo, asociadas y unidades de negocio	885	1.888
Inmovilizado material e intangible	539	84
Otros activos financieros	1.207	284
Otros flujos de efectivo de actividades de inversión	153	153
Cobros de dividendos	4	5
Otros cobros/(pagos) de actividades de inversión	149	148
Flujos de efectivo de actividades de inversión	(76)	38
Cobros/(pagos) por instrumentos de patrimonio	500	-
Emisión	515	-
Adquisición	(15)	-
Cobros/(pagos) por instrumentos de pasivo financiero	(186)	(1.272)
Emisión	4.514	11.375
Devolución y amortización	(4.680)	(12.647)
Pagos por dividendos	(445)	(858)
Otros flujos de efectivo de actividades de financiación	(55)	(89)
Flujos de efectivo de las actividades de financiación	(186)	(2.199)
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	-	31
Variación de efectivo y equivalentes	1.895	614
Efectivo y equivalentes al inicio del ejercicio	1.203	589
Efectivo y equivalentes al final del ejercicio	3.098	1.203

Las notas 1 a 26 son parte integrante de estas Cuentas Anuales Consolidadas.

Fuente: www.gasnaturalfenosa.com