



ICADE Business School, Universidad Pontificia  
Comillas

## **Análisis y valoración de Gamesa**

Autor: Andrés Viedma Gallano

Director: Leandro Escobar Torres

Madrid  
Julio 2016

## Índice

1. Objetivo del trabajo .....	2
2. Estructura .....	3
3. Marco teórico.....	4
3.1 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (Cash flows) .....	6
3.1.1 Flujo de caja libre (FCL) .....	7
3.1.2 Método de descuento de flujos de caja libre (DFCL) .....	8
3.1.3 Coste Medio ponderado de Capital (WACC) .....	10
3.1.4 Valor residual .....	11
3.1.5 Capital Asset Pricing Model (CAPM) .....	12
3.1.6 Flujo de caja para los accionistas (FCA).....	16
3.1.7 Método de descuento de dividendos (DDM).....	16
3.2 Métodos basados en la valoración por múltiplos comparables .....	18
3.2.1 Principales múltiplos .....	20
4 Valoración de Gamesa.....	23
4.1 Introducción histórica .....	23
4.2 Gamesa en la actualidad .....	23
4.3 Análisis DAFO .....	27
4.4 Estrategia de Gamesa.....	29
4.5 Proyecciones .....	30
4.5.1 Aplicación del método de descuentos de flujos de caja libre .....	34
4.5.2 Aplicación de múltiplos comparables .....	37
5. Conclusión .....	41
6. Bibliografía .....	43
7. Anexos .....	44
7.1 Anexo I: Necesidades operativas de fondos .....	44
7.2 Anexo II: Cuenta de pérdidas y ganancias.....	45
7.3 Anexo III: Balance de situación.....	47

## 1. Objetivo del trabajo

El principal objetivo del presente trabajo de Fin de Máster es poner en práctica los conocimientos adquiridos durante el máster realizado. En concreto, el trabajo consiste en el análisis y la valoración de Gamesa, compañía especializada en energía eólica cotizada en el IBEX 35.

La principal motivación para la elección de este tema, es el interés personal en finanzas corporativas, valoración de empresas, M&A, así como la industria de las energías renovables y su evolución en el corto plazo.

El ejercicio de valoración de este caso real, tiene como principal objetivo ampliar y desarrollar todos los conocimientos adquiridos, en las asignaturas de análisis financiero y finanzas corporativas I y II.

Por otro lado, en cuanto a la compañía, se ha considerado que la situación actual de Gamesa es idónea. Ya que es una compañía cotizada y tiene gran parte de su negocio en países emergentes, por lo que las estimaciones de crecimiento serán de gran interés debido a la diversificación geográfica y a la evolución de las energías renovables.

El objetivo final de este trabajo, consiste en determinar el precio objetivo de la acción, junto con una recomendación de inversión, con las conclusiones pertinentes. Para ello se han realizado diferentes proyecciones de los estados contables de la compañía, con la finalidad de simular el desempeño de la misma en los próximos años.

## 2. Estructura

El trabajo está estructurado de la siguiente manera:

- En la primera parte, se describen los diferentes métodos de valoración, así como el fundamento teórico que los soporta. En primer lugar, se presenta el modelo de descuento de flujos de caja para la compañía. En segundo lugar el método de descuento de dividendos y finalmente el método de los múltiplos comparables.
- La segunda parte, se compone de la introducción histórica de la compañía, junto una descripción del estado de la misma en la actualidad. También en esta parte se incluyen las proyecciones financieras, con las respectivas hipótesis realizadas y los cálculos relativos a la tasa de descuento seleccionada.
- La parte final del trabajo, está compuesta por la recomendación final al inversor, así como las conclusiones halladas en el trabajo. En esta parte se incluye el análisis de los resultados obtenidos mediante los diferentes métodos y si existe concordancia entre los mismos.

### 3. Marco teórico

En primer lugar, la valoración de activos es un campo muy estudiado desde diferentes puntos de vista. Merece la pena destacar, que no existe una única solución absoluta en términos de valoración, ya que existen diversos métodos cada uno con sus ventajas y limitaciones.

La principal finalidad de la valoración de activos, es obtener el valor de los mismos y como bien es aceptado en la teoría financiera moderna, el valor de un activo es lo que el mercado está dispuesto a pagar por el mismo. Evidentemente, siempre esperando obtener beneficio del activo en el futuro, esto es, la capacidad del activo para generar flujos de caja en el futuro. Adicionalmente, es de vital importancia mencionar, que cada activo siempre lleva asociado un nivel de riesgo determinado. Este riesgo, debe ser considerado en cualquier caso por el analista, en el desarrollo de la valoración.

En relación con la metodología, actualmente los métodos de valoración más utilizados para la valoración de empresas son el método de descuento de flujos de caja, descuento de dividendos y múltiplos.

En este caso, aunque el abanico de posibilidades que ofrece este campo de conocimiento es muy amplio, el análisis se ha centrado en el método de descuento de flujos de caja.

Actualmente existen diferentes teorías y métodos en torno a la valoración de empresas. Es por ello, por lo que se han utilizado diferentes fuentes para explicar los diferentes conceptos.

Normalmente, el valor objetivo obtenido en la valoración se utiliza para determinar las diferentes estrategias de compra venta de compañías. O también para determinar cuál sería el mínimo precio que se debería aceptar para que la venta sea rentable. O en el caso, de compra de compañías cuál sería el precio máximo a pagar por una empresa.

Adicionalmente, existen valoraciones de compañías para conocer el precio objetivo de la firma en el caso de que ésta vaya a salir a bolsa y por lo tanto, definir un precio razonable para el mercado. Este precio suele ser inferior al precio objetivo, ya que en estos casos se busca vender el 100% de las acciones ofertadas en la bolsa.

En relación al punto anterior, las técnicas de valoración de compañías son frecuentemente utilizadas por los diferentes analistas, con el fin de encontrar empresas infravaloradas e invertir en las mismas buscando obtener rentabilidades.

También las valoraciones de compañías son utilizadas para herencias y testamentos, sistemas de remuneración basados en la creación de valor, identificación y jerarquización de los impulsores de valor (value drivers) y procesos de arbitraje y pleitos.

Otro de los puntos importantes a tener en cuenta es que la valoración de empresas está compuesta por una parte técnica, principalmente en la aplicación de los diferentes métodos y por otro lado, está compuesta por una parte de la valoración que está sujeta a la subjetividad, dadas las hipótesis realizadas para el modelo. Por ello, los resultados de la misma compañía pueden ser diferentes, dependiendo del analista que los realiza y las hipótesis que se tienen en cuenta.

A continuación, se pueden visualizar los principales métodos de valoración, atendiendo a los criterios que define (Fernández (,2008):

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	<b>Múltiplos de:</b>	Clásico	<i>Free cash flow</i>	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	<i>Dividendos</i>	<i>Cash value added</i>	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Ebitda	Renta abreviada	<i>Capital cash flow</i>	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Figura 1

Como ya se ha descrito anteriormente, en este trabajo se han trabajado los métodos de descuentos de flujos y de cuenta de resultados.

A continuación se describen los métodos comentados:

### 3.1 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (Cash flows)

“En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando la tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una empresa suponiendo su continuidad proviene de su capacidad para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos esperados.

Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada período, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows correspondientes a las operaciones de la empresa, como por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, administrativos, de ventas etc. Y la devolución de créditos entre otros. Por consiguiente, el enfoque conceptual es similar al del presupuesto de tesorería.

En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgos, las volatilidades históricas y, en la prácticas, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados, (compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad, etc)” (Fernández, 2008).

La siguiente figura muestra la principal expresión de los métodos basados en el descuento de flujos de fondos:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Siendo:

V = Valor actual de los flujos de fondos

CF<sub>i</sub> = Flujo de fondos generado por la empresa en el período i;

VR<sub>n</sub> = Valor residual de la empresa en el año n;

K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos;

Dependiendo de qué tipo de flujos se estén utilizando, se tratará de un modelo de descuento diferente. Esto es, la valoración de empresas aplicando descuentos de flujos de fondos, tiene diversas formas dependiendo del método que se vaya a utilizar.

### 3.1.1 Flujo de caja libre (FCL)

En cuanto a los flujos de caja libres, existen varias definiciones al respecto. En concreto, los flujos de caja libres son los flujos que genera una compañía, activo en relación a la actividad operativa de la misma.

Es importante mencionar que estos flujos no se les descuenta la deuda relativa a las actividades financieras de la compañía.

En todo el proceso de valoración por el método de descuento de flujos de caja libre muy importantes, ya que principalmente representan el cash que generaría la compañía una vez cubiertas las reinversiones en capex, esto es, reinversiones en activo fijo para la empresa.

Estos flujos, son el resultado también de haber cubierto las necesidades operativas de fondos.

La expresión que define el cálculo de los mismos, es la siguiente:

$$\text{FCL} = \text{EBIT} \times (1 - t) + \text{Amortizaciones} - \Delta\text{NOF} - \text{CAPEX}$$

Siendo:

NOF = Necesidades operativas de fondos



Capex = Inversiones en activo fijo

T = Tasa impositiva

NOF = Necesidades operativas de fondos = Clientes + Existencias – Proveedores

Como fácilmente se puede deducir de la expresión anterior, los flujos de caja libres son obtenidos directamente del EBIT, esto es, de los beneficios operativos de la firma. Es cierto que el EBIT se debe multiplicar por 1 menos la tasa impositiva. Esta operación se debe a que no se debe tener en consideración el ahorro de impuestos derivado del pago de intereses de la deuda financiera. Ya que la deuda financiera no debe ser tomada en cuenta para la obtención del flujo de caja libre.

Por otro lado, se añaden las amortizaciones, ya que estas no suponen una salida de caja. Posteriormente, se resta el incremento en Capex y el incremento en NOFs, puesto que si suponen una salida de caja. Una vez, realizados todos estos pasos, no se deben incluir entradas y salidas de caja derivadas de acciones que no sean operativas.

Merece la pena comentar, que en el caso en el que el incremento de las necesidades operativas de fondos sean negativos, dichas NOFS sumarán al flujo de caja libre, ya que serán una fuente de financiación para la compañía.

En cualquier caso, se puede decir que existe una interrelación entre los flujos de caja libre y los flujos de caja para el accionista. La principal diferencia es que el flujo de caja para el accionista es el flujo de caja libre utilizando la tasa de descuento  $K_e$ , esto es descontando la rentabilidad exigida por los accionistas más la deuda después de impuestos.

### **3.1.2 Método de descuento de flujos de caja libre (DFCL)**

Normalmente este método es siempre utilizado para realizar la valoración de las diferentes compañías, además esta metodología suele ir acompañada de múltiples comparables, para dar una valoración más consistente.

El descuento de flujos de caja libre, estima el valor de la firma a una fecha determinada, en función de lo que ésta es capaz de generar, siempre asumiendo el riesgo al que está asociada.

En cuanto a metodología, principalmente se trata de actualizar los flujos de caja libre, con el coste medio ponderado de deuda y acciones (WACC).

Los principales puntos a tener en cuenta en el DFCL son la estimación de los flujos de caja libres para los próximos años, la elección del coste medio ponderado de capital y para finalizar el valor residual que tendrá la compañía en el último flujo de caja libre proyectado.

A continuación se expone la fórmula de descuento de flujo de caja libre:

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{VR}{(1 + WACC)^n}$$

Siendo:

VA = Valor actual

FCL<sub>t</sub> = Flujo de caja libre para los t periodos

VR = Valor Residual

Una vez explicada la expresión anterior, a continuación se describen los principales pasos a seguir en la aplicación del descuento de flujos de caja libre.

En primer lugar se deben determinar los flujos de caja libres. Estos flujos deben llevar asociadas las respectivas proyecciones basadas en las diferentes hipótesis realizadas por el analista en cuestión. En segundo lugar, es necesario obtener el valor residual de la compañía, siendo normalmente la hipótesis a tomar en cuanto al valor a perpetuidad de la firma. En tercer lugar, se obtiene la tasa de descuento,

siendo en este método el Wacc, la tasa de descuento adecuada. En cuarto lugar se realiza el valor actual neto de los flujos, para obtener el valor de los recursos propios de la firma. Una vez realizados todos estos pasos, se analizan los resultados para obtener las interpretaciones pertinentes de los mismos.

### 3.1.3 Coste Medio ponderado de Capital (WACC)

El coste medio ponderado de capital es el coste total que tendrá una compañía para financiarse. Esto es, la suma ponderada de la rentabilidad exigida para los accionistas de los recursos propios y el coste de la deuda. Como su propia expresión lo describe, este coste tiene en cuenta la rentabilidad exigida por los accionistas y el coste de la deuda.

A continuación se expone la expresión para el cálculo del WACC:

$$WACC = \frac{k_d * (1 - t) * RRAA + k_e * RRPP}{RRTT}$$

Siendo:

Kd = Coste de la deuda

Ke = Coste de los fondos propios

T = Tasa impositiva

RRAA = Recursos ajenos a valor de mercado

RRPP = Recursos propios a valor de mercado

RRTT = RRAA + RRPP = Recursos totales a valor de mercado

Para la obtención del WACC, se debe conocer la estructura de deuda de la compañía, la estructura de capital, así como el coste de los fondos propios y de la tasa impositiva que aplica a la compañía. Para la obtención del coste de los

recursos propios, se utiliza el CAPM (Capital Asset Pricing Model) método posteriormente explicado.

### 3.1.4 Valor residual

Como ya se ha explicado en el método de descuentos de flujos de fondos libres. En el caso de que se desee considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año n, se debe seleccionar una tasa de crecimiento constante (g), acorde con las perspectivas de la empresa, para obtener el valor residual en el año n.

La siguiente expresión define la obtención del valor residual de la compañía a perpetuidad:

$$VR_n = CF_n (1+g) / (k-g)$$

Siendo:

$VR_n$  = Valor residual en el año n

$CF_n$  = Flujo de caja en el año n

G = Tasa de crecimiento constante

K = Tasa de descuento acorde a la metodología aplicada

En este caso, para la obtención de la tasa de crecimiento constante, se utiliza la siguiente expresión:

$$g = ROE * (1 - payout)$$

ROE = Rentabilidad Financiera = Beneficio Neto / Recursos propios

Payout = Dividendo por acción / Beneficio por acción

### 3.1.5 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

El CAPM es un método descubierto por William Sharpe en 1964. Este método supuso la creación de la valoración de activos.

Para el desarrollo de esta teoría se tuvo que tener en cuenta el modelo de carteras desarrollado por Harry Markowitz de 1959.

La principal aplicación de este método hoy en día, es para la obtención de la rentabilidad exigida por los accionistas de los recursos propios ( $K_e$ ).

A continuación se define la expresión que explica el cálculo del coste de los recursos propios:

$$k_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Siendo:

$K_e$  = Coste de los recursos propios / Rentabilidad exigida por los accionistas

$R_f$  = Rentabilidad del activo libre de riesgo

$\beta$  = Beta apalancada de la compañía

$(R_m - R_f)$  = Prima de riesgo

La principal característica de este modelo, es la consideración de rentabilidad asociada a un nivel de riesgo determinado. Se puede decir, que esta dicotomía es una máxima en las finanzas y que está perfectamente reconocida en las finanzas modernas.

Como se puede concluir de la fórmula, existe una relación directa entre el coste de los recursos propios de la empresa, con el riesgo asociado a la empresa en relación al activo libre de riesgo del mercado. Esta relación está incluida en la beta de la

compañía, dejando entre ver la linealidad entre la beta de la compañía y el coste de los fondos propios.

Derivado de todo lo explicado, se puede afirmar que a mayor riesgo, mayor rentabilidad esperada. Esto es, cuanto mayor riesgo tenga la firma, mayor será la rentabilidad que se puede exigir de la misma.

También el activo libre de riesgo afecta en cierta medida en la obtención de la rentabilidad exigida a los accionistas.

Por otro lado, en el momento de seleccionar el activo libre de riesgo, normalmente se utiliza el bono del mercado en el que cotiza la compañía al número de años que se realizan las proyecciones realizadas. Estos suelen ser el bono a 5 años o a 10 años.

### ***3.1.5.1 La prima de riesgo***

La prima de riesgo no es más que la diferencia entre la rentabilidad del mercado y el activo libre de riesgo. A continuación se describe al clasificación que realizó el profesor Pablo Fernández en relación a la prima de riesgo.

“1. Prima de Riesgo del Mercado Histórica (PRMH): es la diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa (de un índice bursátil) y la de la renta fija.

2. Prima de Riesgo del Mercado Esperada (PRME): es el valor esperado de la rentabilidad futura de la bolsa por encima de la de la renta fija.

3. Prima de Riesgo del Mercado Exigida (PRMX): es la rentabilidad incremental que un inversor exige al mercado bursátil (a una cartera diversificada) por encima de la renta fija sin riesgo (required equity premium). Es la que se debe utilizar para calcular la rentabilidad exigida a las acciones.

4. Prima de Riesgo del Mercado Implícita (PRMI): es la prima de riesgo del mercado exigida que se corresponde con el precio de mercado.” (Fernández, 2009)

### 3.1.5.2 La beta apalancada

El coeficiente de volatilidad beta, de un activo financiero indica cuanto varía el rendimiento de dicho activo en función de las variaciones producidas en el rendimiento del mercado en el que aquél se negocia. De tal manera que al ser la beta del propio mercado igual a la unidad, todos los activos negociados en él tendrán betas superiores, inferiores, o iguales a la unidad. A aquéllos cuyas betas superen la unidad se les denomina activos agresivos y son los que más rápido ascienden ante una alza del mercado pero, por el contrario, son los que más rápido caen cuando el mercado se desploma; es decir, son los que más riesgo sistemático tienen.

Por otro lado, los activos cuyas betas son inferiores a la unidad son los que varían menos que el mercado en su conjunto, cuando éste sube o baja, y, por tanto, disponen de un riesgo sistemático menor (Mascareñas 2001).

A continuación se describe la expresión matemática de la beta apalancada:

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_a, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

Siendo:

Ra = Rentabilidad del activo

Rm = Rentabilidad del mercado

En los casos en que la compañía tiene deuda en su estructura de capital, es necesario determinar la beta apalancada de la compañía. Para ello se debe aplicar la siguiente fórmula, atendiendo a la beta no apalancada y la estructura de deuda de la compañía:

$$\beta_a = \beta_{na} * \left( 1 + \left( \frac{\text{Recursos Ajenos}}{\text{Recursos Propios}} * (1 - t) \right) \right)$$

Siendo:

$\beta_a$  = Beta apalancada

$\beta_{na}$  = Beta no apalancada

T = Tasa impositiva

Además de esta fórmula, se debe tener en cuenta en el momento de calcular el coste de los recursos propios que la beta no sea igual o inferior a cero, ya que en ese caso la expresión no sería representativa de la realidad.

También pueden existir errores en la obtención de las betas, por lo que a continuación se enumeran algunos de los errores más usuales en el cálculo de las betas (Fernández y Carabias, 2013):

1. Las betas calculadas con datos históricos tienen mucha dispersión.
2. Las betas calculadas dependen en gran medida del índice bursátil que se tome como referencia para el cálculo de las rentabilidades del mercado.
3. Las betas calculadas dependen del periodo histórico considerado.
4. Las betas calculadas dependen de qué rentabilidades sean consideradas, si diarias, mensuales, anuales, etc.
5. Es muy difícil saber si la beta de una empresa es superior a la de otra.
6. Las betas calculadas no tienen casi relación con la rentabilidad futura de las acciones a las que se refieren.
7. Las correlaciones empleadas para el cálculo de las betas son demasiado pequeñas.



### 3.1.6 Flujo de caja para los accionistas (FCA)

Los flujos de caja para los accionistas, son los flujos de caja orientados a retribuir a los accionistas de compañía. Estos flujos se producen una vez que se paga la deuda con los intereses después de impuestos pertinentes. También estos flujos son calculados una vez que se han realizado las reinversiones relativas a activos fijos y las necesidades operativas de fondos.

La siguiente expresión expone el cálculo de los flujos de caja para los accionistas:

$$FC \text{ acciones} = FCL - [\text{Intereses de la deuda} * (1 - T)] - \text{Pago de principal} + \text{Nueva Deuda}$$

Como se puede intuir perfectamente de la citada expresión, los flujos de caja para los accionistas tienen relación directa con los flujos de caja libres. Una vez calculados los FCL, para obtener los FCA, se deben restar los intereses de la deuda después de impuestos, el pago del principal de la deuda y sumar los ingresos de la deuda nueva.

### 3.1.7 Método de descuento de dividendos (DDM)

El método de descuento de dividendos básicamente consiste en actualizar los flujos de caja para los accionistas, con la tasa de descuento adecuada. En este caso a diferencia del método de descuento de descuento de flujos de caja libre, la tasa a aplicar es la rentabilidad exigida por los accionistas o coste de los recursos propios ( $K_e$ ).

Una vez aplicado el descuento de dividendos, se obtiene el valor de los recursos propios de la compañía, por lo que esa es la principal función de esta metodología.

A continuación se muestra la fórmula para el cálculo del método de descuento de dividendos:

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

Siendo:

Va = Valor actual

Dt = Dividendo en el periodo t

Ke = Coste de los recursos propios

De manera análoga a la utilizada en el caso del método de descuentos de flujo de caja libre, se utiliza el método del CAPM, para calcular el valor del coste de los recursos propios.

Adicionalmente, también es necesario proyectar el crecimiento estimado que va a tener la compañía. Para ello, se puede utilizar el modelo de crecimiento constante de Gordon y Shapiro, anteriormente explicado en relación al valor residual. Una vez más, en este caso a diferencia del método DCFL, se aplicará la misma fórmula matemática con la excepción de que la tasa de descuento en este caso será el rendimiento exigido por los accionistas.

La siguiente expresión describe el modelo de crecimiento constante:

$$VA = \frac{D_0 * (1+g)}{k_e - g}$$

Va = Valor actual

Do = Dividendo en el periodo t=0

Ke = Rentabilidad exigida por los accionistas

G = Tasa de crecimiento constante de los dividendos

### 3.2 Métodos basados en la valoración por múltiplos comparables

El método de valoración de empresas por múltiplos tiene como objetivo la valoración de activos, basándose en la comparación con activos análogos en el mercado o activos de la misma naturaleza.

Desde el punto de vista de Mascareñas, esta metodología debe ser utilizada de manera auxiliar a los métodos de descuentos de flujos de fondos.

“La utilización de múltiplos en la valoración de empresas es una práctica bastante extendida, si bien es una metodología que debe contemplarse como auxiliar con respecto a la del descuento de los flujos de caja libres. Se basa en que la empresa a valorar debería comportarse de forma similar a la media de las empresas de su sector” (Mascareñas 2001).

Esta metodología destaca por la rapidez y sencillez de aplicación de la misma, así como que refleja el sentimiento del mercado en relación a la compañía. Este segundo motivo en algunos casos resulta ser una limitación, ya que los múltiplos pueden ser muy volátiles ante mercados calientes.

En cuanto a la aplicación de esta metodología, el primer paso es seleccionar el múltiplo con el que se va a comparar para obtener el valor de la firma. Esta selección se basa en el indicador de valor que deriva del cálculo del mismo. Esto es, del mencionado cálculo se obtiene un número referenciado al valor de la compañía.

Una vez con ese valor, se puede hacer la valoración al compararlo con el múltiplo de otras compañías, con el fin de determinar si el precio de la acción está por encima o por debajo del valor de la misma.

Por otro lado, es necesario seleccionar empresas similares, esto es compañías con elementos análogos o estructuras similares. Para ello, se realiza un análisis del grupo de firmas similares y se selecciona la ratio correspondiente dependiendo el tipo de empresa que se esté analizando para hallar el múltiplo del grupo de empresas comparables seleccionadas.

En la aplicación de esta metodología es importante tener en cuenta que en la actualidad no existen dos compañías completamente idénticas, por lo que la valoración puede tener desviaciones. Además, normalmente las compañías suelen tener diferentes perfiles de riesgo y estrategias de desarrollo diferentes.

El método de múltiplos tiene la ventaja de que puede ser utilizada para compañías que no están cotizadas, con el fin de obtener el valor objetivo de la misma. Aunque este método también es aplicable a compañías cotizadas, con el fin de determinar si el mercado está infravalorado o sobrevalorado.

Es importante mencionar, que este tipo de metodología se encuentra dentro de los métodos de valoración relativa, ya que la valoración en este caso depende directamente de la comparación con otras compañías. Por el contrario, los métodos de descuentos de flujos de fondos, descritos anteriormente se encuentran dentro de los métodos de valoración absoluta.

En cuanto a las premisas para la aplicación de valoración por comparables. Se supone que nos encontramos en un mercado eficiente en relación a la asignación de precios y que la valoración que aplica el mercado a empresas comparables es aplicable a nuestra compañía objetivo. También se debe tener en cuenta que se deben filtrar los múltiplos, ya que éstos pueden ser muy volátiles ante mercados calientes.

A continuación se enumeran los principios para la correcta utilización de los múltiplos de valoración (Fernández, 2008):

1. El múltiplo debe ser definido y medido del mismo modo en todas las empresas que se están utilizando para la comparación.
2. Se debe conocer la distribución de los valores que toma el múltiplo en el sector de la empresa a valorar (y eliminar casos atípicos que desvirtúen el valor medio).
3. Es necesario analizar la sensibilidad de la ratio a variaciones en los valores de las variables que lo forman.

4. Hay que tener en cuenta las diferencias existentes entre las compañías comparables y la objetivo (que pueden explicar el que coticen a distintos múltiplos), o las diferencias que pueden existir entre distintas transacciones, debido al momento en que se hacen, las empresas implicadas, etc.

### 3.2.1 Principales múltiplos

En este trabajo se han analizado en profundidad los siguientes múltiplos.

PER (Precio / Beneficio por acción), EV / EBITDA y el EV / Ventas.

#### 3.2.1.1 PER

Esta ratio es la más utilizada en el mercado, se podría definir como la ratio de referencia. Su sensibilidad es considerable en relación a la estructura financiera y tasa impositiva de la firma. Por lo que puede existir cierta controversia en la aplicación del mismo, debido a los diferentes casos de manipulaciones contables.

A continuación se expone la expresión que describe la obtención de PER.

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Beneficio neto por acción}} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio neto}}$$

EL PER normalmente se utiliza para conocer si los resultados de una compañía están caros o baratos. En este caso si el PER tuviera un valor bajo en relación al PER de sus comparables, se entiende que la compañía en este caso está barata. Sin embargo, si tuviera un PER alto en comparación a las compañías a análogas se podría decir que la firma está cara.

Todas estas conclusiones, siempre son obtenidas en función de lo que describe el mercado.

También existen algunas aproximaciones que ayudan a encontrar compañías comparables con mayor facilidad, tales como el PER normalizado.

Antes de entrar en detalle en los siguientes ratios, se definen diferentes conceptos necesarios para la comprensión de esta metodología.

En el momento de la aplicación de los múltiplos, es importante discernir entre el valor de los recursos propios (Equity value) y el valor total de la empresa (Enterprise value o firm value), siendo la relación entre ambas:

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Deuda Neta}$$

### ***3.2.1.2 EV/EBITDA***

La ratio EV/EBITDA, se basa en la rentabilidad principalmente sobre el capital invertido. Comparan el valor total de la empresa (EV), definido anteriormente con los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA), esto es, todo el beneficio relacionado exclusivamente a la actividad operativa de la firma.

La siguiente expresión explica el cálculo de la ratio citada:

$$\text{EV/EBITDA} = \frac{\text{Valor de la compañía}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Capitalización bursátil} + \text{DFN}}{\text{EBITDA}}$$

Siendo:

DFN = Deuda financiera neta = Deuda a valor de mercado – Caja – Activos a corto plazo asimilables a caja

### ***3.2.1.3 EV/Ventas***

Este múltiplo es similar al anterior, con la excepción de que en lugar de relacionar el valor de la compañía con el EBITDA, se relaciona con las ventas. Debido a este cambio, en este ratio, se obvian criterios contables que sí tenían efectos en la ratio explicado anteriormente.

A continuación se describe la fórmula para el cálculo de este ratio:

$$EV/Ventas = \frac{\text{Valor de la compañía}}{\text{Ventas}} = \frac{\text{Capitalización bursátil} + \text{DFN}}{\text{Ventas}}$$

Siendo:

DFN = Deuda financiera neta = Deuda a valor de mercado – Caja – Activos a corto plazo asimilables a caja

## 4 Valoración de Gamesa

### 4.1 Introducción histórica

Los orígenes de Gamesa se remontan al 28 de enero de 1976, bajo la denominación Grupo Auxiliar Metalúrgico. En aquel momento la compañía se centraba en actividades de construcción y comercialización de maquinaria e instalaciones industriales, así como en la automoción y en el desarrollo de nuevas tecnologías para actividades emergentes como la robótica, microelectrónica, medioambiente y materiales compuestos.

Derivado del paso del tiempo, en el año 1994 la firma inició un cambio en sus principales líneas de negocio, especializándose en las energías renovables y la aeronáutica.

En 1995 Gamesa se adentró en la promoción, construcción y venta de parques eólicos, así como en la venta de las demás energías renovables.

En la siguiente década, la compañía llevó a cabo una consolidación global, expandiéndose a países como China, Egipto, Estados Unidos, Portugal, Brasil, Kenia, India entre otros.

Por otro lado, el 24 de abril de 2001, Gamesa salió a bolsa Española y formó parte del Ibex 35, siendo el ticker de la misma, GAM.

### 4.2 Gamesa en la actualidad

Después de tantos cambios, actualmente el Grupo Gamesa se configura como un grupo fabricante y suministrados de productos, instalaciones y servicios tecnológicamente avanzado en el sector de las energías renovables. También se incluyen los servicios de mantenimiento.

Las principales unidades de negocio del grupo son las siguientes:

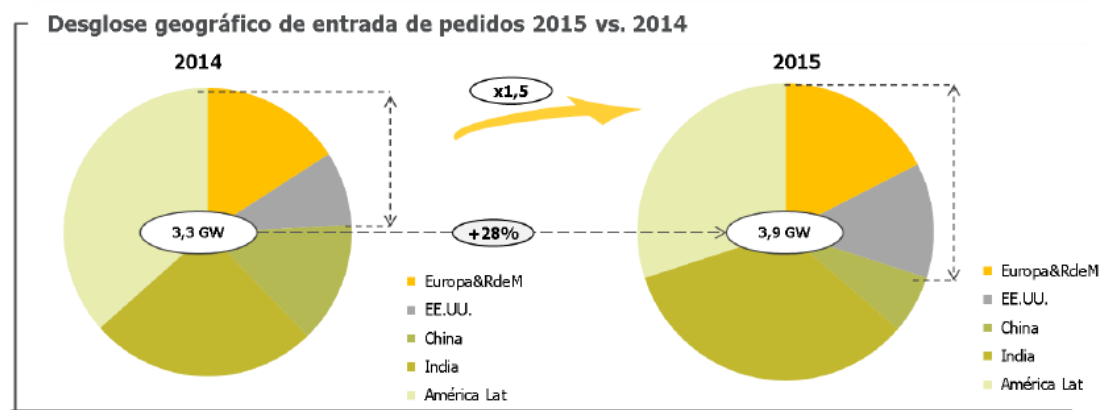
- Aerogeneradores (Fabricación y venta de aerogeneradores y promoción, construcción y venta de parques)
- Operación y Mantenimiento (O&M)



Otra de las principales características de Gamesa, se encuentra en torno a la sostenibilidad energética. Como bien es sabido, la compañía además de encontrarse dentro del marco de las energías renovables, se centra principalmente en la eólica. Está incluida dentro de los siguientes índices de sostenibilidad y responsabilidad corporativa: FTSE4Good, ETHIBEL Sustainability Index, Global Challenges Index.

En cuanto al objetivo de Gamesa es continuar con la tendencia de crecimiento establecida durante los últimos años y robustecer el liderazgo mundial de la misma en los países emergentes.

A continuación se describe un gráfico en relación al desglose geográfico de entrada de pedidos:



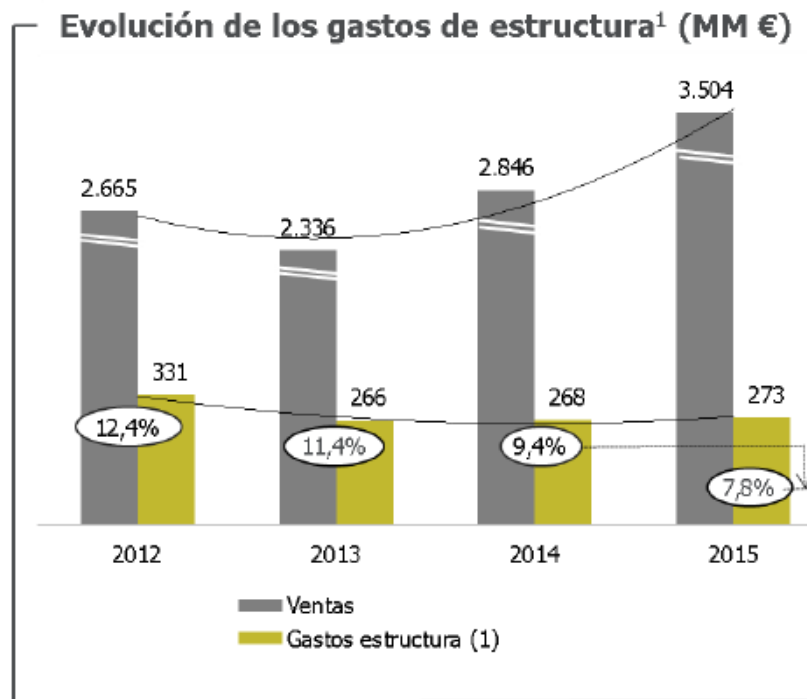
Fuente: Gamesa

Como se puede ver claramente en el gráfico, el crecimiento de los pedidos se centra principalmente en Estados Unidos, India y América Latina. Este crecimiento confirma los planes de negocio explicados con anterioridad.

Por otro lado, a pesar de ser una amenaza, ya comentada en la matriz Dafo. Las condiciones regulatorias parecen ser estables en el corto plazo, por lo que esto anima a ser más optimista en cuanto al crecimiento del grupo.

Dentro de este entorno de crecimiento, Gamesa sigue focalizando su estrategia en el control de gastos estructurales, con el fin de mantener un buen nivel de rentabilidad operativa.

A continuación se muestra el gráfico con la evolución de gastos estructurales del grupo en los últimos años:



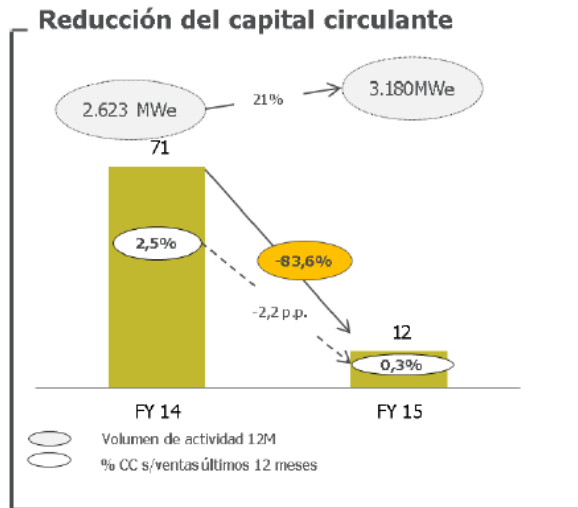
1. Gastos de estructura con impacto en caja (excluyendo D&A)

Fuente: Gamesa

De la gráfica anterior se puede concluir que existe una política clara en el grupo, en relación al control de gastos, reduciendo el porcentaje de estos en torno a las ventas durante los años 2012, 2013, 2014 y 2015.

Esta reducción de gastos está directamente relacionada con la mejora de la gestión de capital circulante. La principal muestra de ello, es la reducción en 98 MM € en 2015, respecto al año anterior, cerrando el ejercicio con un capital circulante de 12 MM €. En términos de ratios sobre ventas, es claro el descenso del capital circulante de 2,5% en 2014 a 0,3% en 2015.

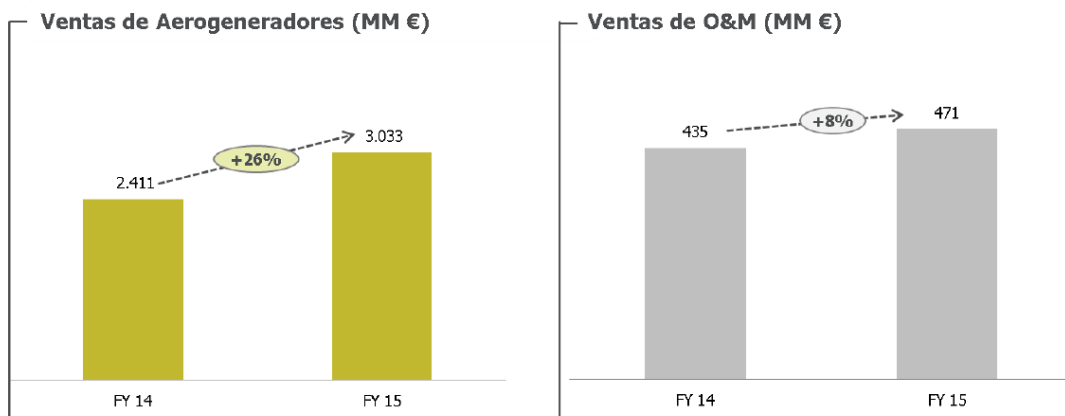
La siguiente figura muestra la reducción de capital circulante:



Fuente: Gamesa

En cuanto a las líneas de negocio de la compañía. Es importante mencionar, que en este caso Gamesa al tener 2 líneas de negocio diferentes, se podría haber tratado independientemente a ambas. Pero debido a que se ha visto que en muchos casos, existe un alineamiento entre ambas e incluso venta cruzada, se han tratado conjuntamente en relación a las proyecciones. Además esta consideración, ha simplificado en gran parte algunos de los cálculos.

A continuación se incluye un gráfico en relación a las líneas de negocio:



Fuente: Gamesa

### 4.3 Análisis DAFO

Es muy conveniente realizar un análisis cualitativo detallado de la situación en la que se encuentra la empresa y el posible desempeño de la misma en los próximos años.

Para llevar a cabo este análisis, se ha realizado una matriz Dafo para el grupo Gamesa. Esta herramienta, principalmente se utiliza para auxiliar la toma de decisiones de las compañías, así como facilitar la construcción del plan estratégico de la misma.

Esta herramienta se divide en cuatro apartados, debilidades, fortalezas, oportunidades y amenazas.

Por lo que, aplicando esta metodología se ha determinado la siguiente tabla:

<b>Fortalezas</b>	<b>Debilidades</b>
Experiencia en el sector Buen posicionamiento en el mercado Know how tecnológico Buena imagen de marca Empresa socialmente responsable	Dependencia de países emergentes Únicamente 2 unidades de negocio, poca diversificación Eficiencias menores que en otro tipo de energías
<b>Oportunidades</b>	<b>Amenazas</b>
Auge energía eólica Mejoras eficiencia energía eólica Reducción de energías contaminantes	Cambios regulatorios, supresión de primas eólicas Avances tecnológicos en otras energías limpias Aumento de la competencia

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a la coyuntura a nivel global, Gamesa goza de unas perspectivas positivas, ya que la sostenibilidad energética es uno de los principales objetivos de todos los países. En este caso, el grupo trabaja principalmente con energías renovables, por lo que se entiende que en el corto y medio plazo, las perspectivas para Gamesa son muy buenas.

Por otro lado, la obtención de energía por medio del carbón se encuentra en decadencia, por lo que esto supone el fortalecimiento de las energías renovables y en concreto, en la actualidad se está poniendo mucho el foco en el desarrollo de aerogeneradores offshore.

En términos técnicos en cuanto a los productos ofrecidos por el grupo. Se ha realizado un análisis en profundidad de los aerogeneradores ofertados por Gamesa. Cabe mencionar que las turbinas eólicas en el segmento de 2MW, se encuentran en una posición claramente ganadora en cuanto a calidad precio. Tanto Vestas, como sobre todo la compañía alemana Enercon, son sensiblemente más caras para aerogeneradores de características análogas. Incluso, analizando las diferentes curvas de potencia de los aerogeneradores, los eólicos de Gamesa de 2MW, producen más MW que la competencia, a pesar de que ésta tenga precios más altos.

Este segmento actualmente es el principal producto vendido por la compañía, llegando a ser el 98% de los MW vendidos.

#### 4.4 Estrategia de Gamesa

El crecimiento del volumen de ventas que ha desarrollado Gamesa en los últimos años, es derivado de la fortaleza de la actividad comercial de Gamesa, ya que se encuadra dentro de un entorno de crecimiento de la demanda global.

Los principales factores que han impulsado este crecimiento global han sido la recuperación del mercado estadounidense, la aceleración de las instalaciones en China, la puesta al día de las instalaciones offshore en Alemania, y el crecimiento de mercados eólicos emergentes como México, India o Brasil.

Todo lo descrito se traslada directamente en un aumento relativo en el crecimiento de los pedidos de los mercados maduros como EE.UU. y Europa, así como un aumento más importante de los pedidos en India y América Latina. En el caso de Brasil, debido a la coyuntura económica del país, Gamesa no ha conseguido crecimientos tan altos como los de India y el resto de países de América latina.

Adicionalmente, tras completar exitosamente la plataforma Gamesa 2.5, con el lanzamiento de la G126-2,5 MW en el pasado año. Gamesa espera consolidar su crecimiento con el lanzamiento del aerogenerador G132 – 3,3MW para inicios del año 2017. Este lanzamiento apoya claramente el plan expansivo de la compañía.

En cualquier caso, en términos de crecimiento Gamesa ha obtenido muy buenos resultados, aunque como ya se ha comentado existen algunos países en los que no se ha aumentado tanto los beneficios. Por lo que no ha realizado una ponderación en la determinación del coeficiente de crecimiento general para el grupo.

En cuanto a la segunda línea de negocio de Gamesa, las ventas de servicios de O&M, han sido idénticas a las del primer trimestre de 2015.

Para la realización de las diferentes hipótesis, se ha tomado como base el plan estratégico de Gamesa.

## 4.5 Proyecciones

Para la realización de las proyecciones, se han utilizado las cuentas anuales publicadas por Gamesa hasta el año 2015.

En concreto al material que se ha utilizado para realizar la valoración de la compañía, destacan las cuentas anuales consolidadas de los últimos 4 años, junto con los reportes publicados por Gamesa relativos al primer trimestre de 2016.

Toda esta documentación ofrece la posibilidad de identificar el estado de las necesidades operativas de fondos, inversiones en capex, servicio de la deuda, así como las perspectivas de crecimiento y expansión para los próximos años.

Las proyecciones se han realizado para los próximos 5 años, esto es, de 2016 a 2020. El principal motivo de haber seleccionado 5 años en lugar de 3 años, ha sido que se ha buscado reflejar el estado que tendrá la compañía, una vez completado el proceso de expansión que experimenta en estos momentos y que tienen como meta el año 2017.

Por otro lado, como ya se ha descrito en el apartado de coyuntura. Ha sido fundamental en la elaboración de las diferentes proyecciones, la situación actual de Gamesa y del entorno de las energías renovables, así como los posibles escenarios futuros que deparan a este sector.

También es de vital importancia, conocer el estado de la compañía y la etapa en la que se encuentra. En este caso, Gamesa se encuentra en proceso de crecimiento por lo que todavía no se encuentra plenamente en el estado de madurez. Estas consideraciones son importantes, en relación a los supuestos de crecimiento de la compañía. En los casos de las compañías más asentadas, denominadas como blue chips, en términos bursátiles, los coeficientes de crecimiento en la mayoría de este tipo de compañías son considerablemente menores a las compañías en proceso de expansión y desarrollo.

## Ventas

Derivado de los resultados ya conocidos del comienzo de 2016 y en concreto los relativos a ventas, llegando a ser un 26% mayores que los del año anterior a la misma fecha. Se ha determinado unos crecimientos del 30%, 15%, 3%, 3% y 3% para los años 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020. El crecimiento se reduce conforme pasan los años, puesto que se estima que Gamesa crecerá en relación a las ventas con base en esos crecimientos. Este crecimiento se debe principalmente a los nuevos productos G114 - 2.0 MW y G114 – 2.5 MW y alturas de torre mayores. También esta estimación obedece al plan estratégico de Gamesa en el que describen un objetivo de crecimiento en términos de demandas de 3.500 a 3.800 MW.

## Costes

Debido a la estrategia de ajuste y reducción de costes de la compañía, se ha determinado para los costes de ventas un crecimiento relativo menor, en relación al crecimiento para las ventas en los años proyectados. En este caso, el crecimiento de los mismos será de un 29%, 14%, 3%, 3% y 3% para los años 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020.

## Inversiones en activo fijo

Las inversiones en activo fijo o capex de la compañía, son las diferentes inversiones que realiza la compañía en maquinaria, pabellones industriales. En concreto, el capex se puede dividir en dos tipos diferentes. El capex recurrente o de mantenimiento, esto es, su valor es similar al de la amortización y normalmente éste se suele dar en compañías, ya consolidadas con cierta madurez. Este tipo de capex suele ser para mantener y renovar los diferentes activos no corrientes de la compañía.

Sin embargo, por otro lado existe el capex extraordinario, principalmente atribuido a compañías en crecimiento y expansión.

En este caso, Gamesa las inversiones en activos fijos contienen parte de capex recurrente y parte de capex extraordinario, por lo que las inversiones en activos



fijos serán mayores a la amortización. Ya que por una parte opera en mercados, ya consolidados como son Europa y Estados Unidos. Y por otra parte, tiene una actividad expansiva considerable tanto en India y Latinoamérica.

En cuanto a las hipótesis seleccionadas para la determinación del capex en las diferentes proyecciones, es importante señalar que en los últimos años el grupo tecnológico ha experimentado un crecimiento de casi el 55% anual en términos de inversión en activo fijo hasta llegar a los 168 MM € en el año 2015, debido al plan de crecimiento y expansión. Por lo que con base en ese mismo plan hasta el 2017, se ha estimado que con base en el plan estratégico de la compañía, las inversiones en activo fijo de la misma serán del 5% de las ventas. Una vez pasada llegado el año 2017, las estimaciones en torno al capex disminuirán en relación al 5% de las ventas para el año 2016, ya que se ha considerado que la estrategia de crecimiento será algo menos agresiva.

### IPC

La tasa que se ha seleccionado para representar el IPC, ha sido 1,35%. Esta magnitud ha sido obtenida desde Haver Analytics.

### Wacc

Con base, en lo comentado anteriormente en relación al wacc. Se han utilizado las cuentas anuales y las proyecciones de las mismas para obtener los diferentes campos para obtener el wacc.

En cuanto al coste de la deuda, se han dividido los gastos financieros de la proyección de 2016 entre la deuda proyectada para el año 2016.

La deuda proyectada es la suma de la deuda a corto y a largo plazo.

Por otro lado, en cuanto al coste de los fondos propios. Como ya se ha explicado anteriormente, se ha procedido a aplicar el método CAPM.

Como rentabilidad libre de riesgo, se ha tomado los bonos del gobierno español a 10 años. En cualquier caso, las proyecciones se han realizado a 5 años.

En cuanto a la prima de riesgo del mercado, actualmente no existe un consenso absoluto para la misma. Por lo que derivado del artículo de (P. Fernández 2009) en el que señala que la prima basándose en las los diferentes artículos publicados sobre este tema, se encuentra entre el 3% y el 10%. En este caso, se ha determinado una prima de mercado del 6.5%, que se sitúa entre los valores intermedios de la franja anteriormente descrita.

La beta de la compañía se ha obtenido de un terminal de Bloomberg.

Se ha seleccionado esta plataforma ya que en ésta, está contenida la mayor parte de la información relativa al mundo financiero. Además esta herramienta está perfectamente reconocida por los analistas y directivos en el entorno de las finanzas modernas. En este caso la Beta es de 1,07.

A continuación se detallan los diferentes cálculos realizados en torno al Wacc, llegando a ser el valor de éste, 8,269%.

<b>Coste de los fondos propios</b>	
Bonos del gobierno a 10 años	Beta
1,498%	1,09
Prima de riesgo	Ke
6,500%	8,583%

<b>Coste de la deuda</b>	
Gastos financieros	Deuda
38.643	542.323

Kd
7,1254%

<b>Equity</b>	
nº accionistas	279.269

Pº por acción	18,06
Total	5.043.598

<b>Deuda + Equity</b>	
Deuda + Equity	5.585.921
% Deuda	9,71%
% Equity	90,29%

<b>WACC</b>	
	8,269%

Fuente: Elaboración propia

#### 4.5.1 Aplicación del método de descuentos de flujos de caja libre

En primer lugar, se ha aplicado el método de descuentos de flujos de caja libre, para obtener el valor actual de la compañía y posteriormente, comparar el valor de la acción de la compañía con la cotización real de la misma.

Para ello se han aplicado todas las consideraciones relativas a las proyecciones que han comentado anteriormente.

Antes de exponer los flujos de caja libre obtenidos, se detallan las necesidades operativas de fondos y la variación de las mismas en los años proyectados.

En cuanto este campo, para las compañías es muy favorable cuando la variación de las mismas es negativa, ya que en ese caso pasan a ser una fuente de financiación. En este caso únicamente en el año 2018 se daría esa situación.

En cualquier caso, en el apartado de anexos se detallan los cálculos relativos a las necesidades operativas de fondos.

Por otro lado, con base en todo lo comentado se muestran los cálculos de los flujos de caja libre, así como el valor residual de Gamesa:

Miles de euros

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
EBIT	181.179	321.745	433.635	527.136	558.702	575.298	596.941
(-)Tasa impositiva	(50.730)	(90.089)	(108.409)	(131.784)	(139.675)	(143.824)	(149.235)
EBIT - Tasa impositiva	130.449	231.656	325.226	395.352	419.026	431.473	447.706
(+)Amortizaciones	91.955	96.053	96.936	98.235	99.551	100.885	102.237
(-)Capex	(109)	(168)	(230.733)	(188.229)	(140.338)	(146.486)	(122.322)
(-)NOF		16.300	11.086	3.104	(457)	589	1.642
Total		343.841	202.515	308.462	377.782	386.462	429.263
Valor terminal							6.984.862
Free Cash Flow	(109)	343.841	202.515	308.462	377.782	386.462	7.414.125

Fuente: Elaboración propia

Una vez obtenidos los flujos de caja libre que generaría la compañía en un las descritas proyecciones. Es de vital importancia la aplicación del Valor Actual Neto de los mismos, aplicando la tasa de descuento de 8,269% anteriormente explicada.

Para el cálculo del valor residual de la compañía se ha utilizado, una tasa de crecimiento del 2%, ya que se entiende que la evolución de la misma ha perpetuidad sería de ese valor.

En este caso se ha utilizado el WACC, ya que se trata del método de descuentos de flujos de fondos libres y no del método de descuento de dividendos. En el caso de que se hubiera utilizado ese método, se hubiera seleccionado el Ke para descontar los flujos de caja.

A continuación se muestra el valor actual neto de los flujos de caja libres, descontados con el WACC:

<b>VAN</b>	6.012.779
Deuda neta	542.323
Valoración	5.470.456
Precio por acción	19,5885

Fuente: Elaboración propia

También se incluye el valor que tiene la compañía en el apartado de valoración. Este valor viene de la restar la deuda neta que tiene la compañía del valor actual de los flujos de caja libres de la misma.

Por otro lado, se puede observar el precio por acción objetivo, derivado de la división del valor de la compañía entre el número de accionistas que tiene la misma.

En este caso la comparativa del valor objetivo obtenido con la cotización real de la compañía se ha valorado a día 17 de Junio de 2016, con el fin de tener una cotización lo más actualizada posible.

A continuación se detalla el análisis realizado:

<b>Comparación precios</b>	
Precio por acción objetivo	19,59
Precio por acción real	18,06
Upside potencial	8,46%

Fuente: Elaboración propia

Debido a que el precio que se ha obtenido utilizando el método de valoración descrito. En este caso, el Upside potencia será positivo y del 8,46%. Este análisis indica que la recomendación a cualquier inversor sería de compra de la acción, ya que el precio de la cotización real de la acción en bolsa es menor que el valor que indica la valoración por fundamentales.

#### 4.5.2 Aplicación de múltiplos comparables

Como ya se ha comentado anteriormente, en este caso se han aplicado los principales múltiplos comparables de referencia: PER, EV/EBITDA, EV/Ventas.

Estos múltiplos se ha utilizado para robustecer las conclusiones obtenidas con el método de descuentos de flujos de fondos.

Otra de las limitaciones que se han encontrado en la aplicación de esta metodología, ha sido la dificultad para encontrar compañías comparables. Ya que al pertenecer al sector de las renovables algunas de ellas, no son compañías cotizadas, por lo que ha sido imposible encontrar información fiable sobre las mismas.

A modo de aclaración, las empresas utilizadas para aplicar los múltiplos comparables no son exactamente iguales, por lo que existirán ciertas desviaciones de los resultados obtenidos. En cualquier caso, se han interpretado los resultados, teniendo en cuenta estas limitaciones.

En cuanto al sector en el que opera Gamesa, se han seleccionado las siguientes compañías para realizar el análisis por múltiplos comparables con Gamesa: Vestas, Acciona y Nordex.

Es cierto que Acciona, es una compañía que abarca bastantes más líneas de negocio, pero debido a la imposibilidad de encontrar más compañías comparables, se ha tenido en cuenta.

En cualquier caso, los múltiplos comparables de las compañías que operan en el sector de las renovables y que han sido seleccionadas para compararlas con Gamesa. Han sido obtenidos de la plataforma Bloomberg. El principal motivo del uso de esta plataforma, ha sido el reconocimiento y el uso generalizado de prácticamente todo el sector financiero.

Empresas Comprables	PER 2016e	PER2017e	EV/EBITDA 2016e	EV/EBITDA 2017e	EV/Ventas 2016e,	EV/Ventas 2017e
Acciona	20,01	19,3	7,79	7,2	1,46	1,4
Vestas	17,43	17,03	8,23	8,47	1,28	1,3
Nordex	23,2	17,2	7,95	6,1	0,65	0,57
Promedio sector	20,21	17,77	7,99	7,26	1,13	1,09
Gamesa	21,90	18,30	8,00	7,10	1,29	1,16
Diferencia sector	8,36%	5,3%	0,16%	-2,20%	14,31%	6,30%

Fuente: Elaboración propia

#### 4.5.3.1 PER

En cuanto al PER, con base en la teoría descrita en este trabajo, podría parecer que la compañía es cara en relación a la media del sector en el que opera. Pero este efecto, puede ser debido a que la compañía se encuentre en un proceso de crecimiento y expansión considerable, siendo el PER más alto al de las compañías de su sector.

En cualquier caso, para los años 2016 y 2017, el PER de Gamesa es un 8,36% y 5,3 % más alto que las compañías comparables seleccionadas.

Otra de las posibles lecturas aplicables a este múltiplo, se cierne en torno a que, el PER representa el número de años que tardaría un accionista en recuperar el valor invertido en la acción. Por lo que, cuanto mayor sea el múltiplo en cuestión mayor será el tiempo necesario, para recuperar lo invertido. Esta lectura apoya relativamente que la acción se encuentra relativamente cara respecto al sector y el mercado en el que opera. Por lo que, en este caso este múltiplo no apoya

También es importante comentar que las compañías seleccionadas no son exactamente iguales a Gamesa, ni siquiera tienen la misma estructura y líneas de negocio. Por lo que, tampoco se debe utilizar este método como decisión de única de comprar o vender la respectiva acción.

A continuación se describe, el cuadro con el análisis realizado en torno al PER de Gamesa y el sector en el que opera:

Empresas Comprables	PER 2016e	PER2017e
Acciona	20,01	19,3
Vestas	17,43	17,03
Nordex	23,2	17,2
Promedio sector	20,21	17,77
Gamesa	21,90	18,30
Diferencia sector	8,36%	5,3%

Fuente: Elaboración propia

#### 4.5.3.2 EV/EBITDA

En este caso, los múltiplos del grupo empresarial Gamesa, se encuentran más cerca de la media del sector. Por lo que a priori, se podría deducir que en este caso la compañía está algo sobrevalorada, apoyando las conclusiones halladas aplicando la metodología del descuento de flujos de caja.

En el siguiente cuadro se puede observar el análisis realizado en torno al EV/EBITDA de Gamesa:

Empresas Comprables	EV/EBITDA 2016e	EV/EBITDA 2017e
Acciona	7,79	7,2
Vestas	8,23	8,47
Nordex	7,95	6,1
Promedio sector	7,99	7,26
Gamesa	8,00	7,10
Diferencia sector	0,16%	-2,20%

Fuente: Elaboración propia



Es cierto, que la diferencia del múltiplo de Gamesa es pequeña, por lo que no se podría concluir con una fuerte recomendación de compra por con base en el análisis realizado. En este caso, dado que este resultado si apoya el resultado obtenido con el método de descuento de flujos de caja.

#### 4.5.3.3 EV/Ventas

En cuanto al múltiplo EV/Ventas, Gamesa se encuentra más cara que el sector en el que opera, con base en los múltiplos utilizados. Por lo que en este caso, se puede decir que Gamesa, tiene una buena estructura en cuanto a costes operativos, ya que en el múltiplo EV/EBITDA se encontraba en una posición similar al del sector.

Esta conclusión apoya el plan de reducción de costes de Gamesa focalizado para el año 2017, basado en el control del circulante, así como en la reducción de costes operativos.

A continuación se puede visualizar el análisis realizado para los años 2016 y 2017, en torno al EV/Ventas del grupo empresarial Gamesa:

Empresas Comprables	EV/Ventas 2016e,	EV/Ventas 2017e
Acciona	1,46	1,4
Vestas	1,28	1,3
Nordex	0,65	0,57
Promedio sector	1,13	1,09
Gamesa	1,29	1,16
Diferencia sector	14,31%	6,30%

Fuente: Elaboración propia

## 5. Conclusión

Como ya se ha expuesto a lo largo del trabajo, la finalidad de este trabajo ha consistido en aplicar la teoría relativa a valoración de compañías vista durante el máster, en un caso real.

En cuanto al análisis de compañías, es importante comentar que no existe ninguna verdad absoluta en el campo de la valoración. Ya que, existen diferentes métodos y es correcta la aplicación de los mismos para valorar compañías. Aunque es importante conocer a fondo la metodología para utilizarla de la manera adecuada, esto es, la aportación cualitativa y cuantitativa de cada técnica.

En cualquier caso, la realización de un análisis profundo de la compañía objetivo, es de vital importancia en la valoración de firma, además ese análisis debe ir complementado por un benchmark del sector o sectores en los que opera la firma.

En cuanto a la metodología, la estrategia que se ha llevado ha sido la aplicación del descuento de flujos de fondos como metodología principal y la valoración por múltiplos comparables a modo de contraste. En este caso, a pesar de que los múltiplos comparables no han apoyado el resultado por el descuento de flujos de caja, se ha considerado en mayor medida el resultado por flujos de fondos.

En cuanto a la coyuntura en la que se ha desenvuelto la firma, después de un análisis detallado de la misma, se ha observado que la crisis de 2008 fue clave en el desarrollo de la compañía. Durante los siguientes años a la caída de Lehman Brothers, el grupo tecnológico experimentó serios problemas llegando en 2012 a obtener por primera vez en su historia resultados negativos en sus cuentas anuales. Debido a estos malos resultados, el grupo experimentó un gran cambio, en términos de reducción de plantilla, reducción de costes e incluso tuvo un cambio en la presidencia de la compañía. Tras este triste episodio el grupo, cambió radicalmente su estrategia de negocio y poco a poco fue saneando sus cuentas anuales, llegando a obtener crecimientos de más del 20% en los últimos años. Por lo que, Gamesa es un muy buen ejemplo en relación a la transformación y optimización de sus recursos. Además como ya se han visto, existen numerosas

evidencias de que esa tendencia continúa al alza y se estiman resultados muy positivos para los próximos años.

En términos de la evolución que ha experimentado la compañía los últimos años, se podría resumir comentando que el año 2012, fue el punto de inflexión de la compañía, debido a los malos resultados obtenidos. Por lo que posteriormente, se podrían diferenciar 2 etapas. La primera de 2013 a 2015, una etapa de supervivencia, en la que se produjeron cambios importantes en términos de operativos y de estructura organizacional. Y la segunda etapa de crecimiento y expansión para el periodo de 2015 a 2017. En la que se están obteniendo los resultados cosechados de la buena gestión realizada anteriormente y la compañía está creciendo, manteniendo muy buenos ratios operativos.

A modo de conclusión, la interpretación de los datos obtenidos por los diferentes métodos han indicado que la recomendación adecuada sería la de comprar la acción de Gamesa. Esto es, debido a que el valor de Gamesa en bolsa, se encuentra por debajo del valor que tiene la compañía utilizando el método de descuento de flujos de fondos libre. En este caso, los múltiplos PER y EV/VENTAS no apoyan el resultado obtenido por el método de descuentos de flujos de fondos. Se considera que estos múltiplos no han robustecido el resultado, ya que la compañía se encuentra en un plan completamente expansivo y no acaban de contemplar todo el potencial de crecimiento de la misma.

Sin embargo, el múltiplo comparable EV/EBITDA sí que apoya el resultado obtenido por descuentos de flujos. Por lo que definitivamente, la recomendación sería comprar la acción de Gamesa.

## 6. Bibliografía

Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. PricewaterhouseCoopers Professor of Corporate Finance. 48p. Madrid. IESE Business School.

Fernández, P. (2009). Prima de Riesgo del Mercado: Histórica, Esperada, Exigida e Implícita. *Universia business review*, 1(21).

Gamesa: "Información financiera para accionistas e inversores"  
<http://www.gamesacorp.com/es/accionistas-inversores/informacion-financiera/>

Mascareñas, J. (2001). Metodología de la valoración de las empresas de Internet. *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad*, 44, 30-41.

Canales, R., Coronado M., Magro, I., Corzo, T., Gutiérrez-Colomer, D., de los Ríos, S. 2011. Apuntes de finanzas corporativas 3ºE2/E4 y E3.

<http://www.haver.com/>

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

Fernández, P., Carabias J.M. 2013. El peligro de utilizar betas calculadas. Unpublished working paper, IESE, Universidad de Navarra.

Fernandez, Pablo, Javier Aguirreamalloa, and Luis Corres Avendaño. "Market risk premium used in 56 countries in 2011: A survey with 6,014 answers." (2011).

## 7.1 Anexo I: Necesidades operativas de fondos

Miles de euros

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Existencias	564.492	803.259	811.292	819.405	827.599	835.875	844.233
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	811.029	869.333	895.413	922.275	949.944	978.442	1.007.795
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	1.052.597	988.838	998.726	1.008.714	1.018.801	1.028.989	1.039.279
Deudores comerciales , empresas vinculadas	67.592	81.581	82.397	83.221	84.053	84.894	85.742
Administraciones Públicas	192.529	213.083	215.214	217.366	219.540	221.735	223.952
Otros deudores	44.446	42.171	41.749	41.332	40.918	40.509	40.104
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	(1.448.770)	(1.788.901)	(1.851.513)	(1.907.058)	(1.964.270)	(2.023.198)	(2.083.894)
Acreedores comerciales, empresas vinculadas	(237.949)	(148.721)	(145.747)	(142.832)	(135.690)	(128.906)	(122.460)
Otras deudas	(171.584)	(202.561)	(200.535)	(198.530)	(196.545)	(194.579)	(192.633)
NOFs	874.382	858.082	846.996	843.892	844.350	843.761	842.119
Variación de NOFS		16.300	11.086	3.104	(457)	589	1.642

Fuente: Elaboración propia

## 7.2 Anexo II: Cuenta de pérdidas y ganancias

Miles de euros

	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Ventas	3.005.709	2.664.841	2.335.618	2.846.157	3.502.802	4.614.661	5.377.973	5.613.539	5.859.423	6.116.077
Otros ingresos de explotación	120.110	101.994	79.373	59.199	63.448	65.456	67.527	69.663	71.868	74.141
Variación de existencias	257.552	(57.401)	(171.973)	54.996	79.575	81.803	84.094	86.448	88.869	91.357
<b>Total ingresos</b>	<b>3.383.371</b>	<b>2.709.434</b>	<b>2.243.018</b>	<b>2.960.352</b>	<b>3.645.825</b>	<b>4.761.920</b>	<b>5.529.593</b>	<b>5.769.650</b>	<b>6.020.159</b>	<b>6.281.576</b>
Costes de las ventas	(2.301.905)	(1.825.273)	(1.390.336)	(1.996.070)	(2.478.139)	(3.232.102)	(3.729.057)	(3.892.397)	(4.062.892)	(4.240.855)
Otros gastos de explotación	(355.769)	(317.565)	(258.264)	(296.863)	(307.490)	(415.320)	(484.018)	(505.218)	(527.348)	(550.447)
Gastos de personal	(348.775)	(365.676)	(309.625)	(302.924)	(341.050)	(415.320)	(484.018)	(505.218)	(527.348)	(550.447)
Resultados de enajenación de activos	-	(288.626)	(7.198)	(7.968)	31.957	15.979	7.989	15.979	7.989	3.995
<b>Total costes</b>	<b>(3.006.449)</b>	<b>(2.797.140)</b>	<b>(1.965.423)</b>	<b>(2.603.825)</b>	<b>(3.094.722)</b>	<b>(4.046.763)</b>	<b>(4.689.103)</b>	<b>(4.886.856)</b>	<b>(5.109.599)</b>	<b>(5.337.754)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>376.922</b>	<b>(87.706)</b>	<b>277.595</b>	<b>356.527</b>	<b>551.103</b>	<b>715.157</b>	<b>840.490</b>	<b>882.794</b>	<b>910.560</b>	<b>943.822</b>
<i>Margen EBITDA</i>	11,14%	-3,24%	12,38%	12,04%	15,12%	15,02%	15,20%	15,30%	15,13%	15,03%
Amortizaciones	(98.693)	(96.776)	(86.574)	(91.955)	(96.053)	(96.936)	(98.235)	(99.551)	(100.885)	(102.237)
Provisiones	(131.349)	(319.177)	(67.948)	(83.393)	(133.305)	(184.586)	(215.119)	(224.542)	(234.377)	(244.643)
<b>EBIT</b>	<b>146.880</b>	<b>(503.659)</b>	<b>123.073</b>	<b>181.179</b>	<b>321.745</b>	<b>433.635</b>	<b>527.136</b>	<b>558.702</b>	<b>575.298</b>	<b>596.941</b>
<i>Margen EBIT</i>	4,34%	-18,59%	5,49%	6,12%	8,83%	9,11%	9,53%	9,68%	9,56%	9,50%
Ingresos financieros	13.761	21.016	10.490	11.682	13.599	13.735	13.872	14.011	14.151	14.293
Gastos financieros	(77.742)	(71.556)	(55.040)	(54.355)	(47.125)	(38.643)	(39.029)	(39.419)	(39.813)	(40.212)
Diferencias de cambio (ingresos y gastos)	27.154	(9.479)	(9.536)	(3.712)	(10.632)	(10.738)	(10.846)	(10.954)	(11.064)	(11.174)
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	(25.000)	(24.647)	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultados en enajenación de activos no corrientes	2.194	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Resultados de entidades valoradas por el método de participación	146	(970)	(8.523)	(667)	(24.988)	(25.238)	(25.490)	(25.745)	(26.003)	(26.263)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>87.393</b>	<b>(589.295)</b>	<b>60.464</b>	<b>134.127</b>	<b>252.599</b>	<b>372.751</b>	<b>465.644</b>	<b>496.594</b>	<b>512.569</b>	<b>533.586</b>
Impuestos sobre las ganancias de las operaciones continuadas	(18.100)	87.880	(11.132)	(38.119)	(76.553)	(93.188)	(116.411)	(124.149)	(128.142)	(133.396)
Resultados del ejercicio procedentes de operaciones interrumpidas	(17.598)	(157.884)	(3.092)	(4.839)	(7.172)	(7.265)	(7.360)	(7.455)	(7.552)	(7.650)
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>51.695</b>	<b>(659.299)</b>	<b>46.240</b>	<b>91.169</b>	<b>168.874</b>	<b>272.298</b>	<b>341.873</b>	<b>364.990</b>	<b>376.875</b>	<b>392.539</b>
Participaciones no dominantes	(583)	(141)	(1.204)	679	342	345	349	352	356	359
<b>Resultado del ejercicio total</b>	<b>51.112</b>	<b>(659.440)</b>	<b>45.036</b>	<b>91.848</b>	<b>169.216</b>	<b>272.644</b>	<b>342.222</b>	<b>365.343</b>	<b>377.231</b>	<b>392.898</b>

Fuente: Elaboración propia

### 7.3 Anexo III: Balance de situación

Miles de euros

Año	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>										
<b>Activo intangible</b>										
Fondo de comercio	387.258	386.756	386.756	386.756	388.410	393.615	398.889	404.234	409.651	415.140
Otros activos intangibles	230.608	164.038	207.060	235.047	135.975	137.797	139.644	141.515	143.411	145.333
	<b>617.866</b>	<b>550.794</b>	<b>593.816</b>	<b>621.803</b>	<b>524.385</b>	<b>531.412</b>	<b>538.533</b>	<b>545.749</b>	<b>553.062</b>	<b>560.473</b>
<b>Inmovilizado material</b>										
Inmovilizado material en explotación	400.704	339.095	362.928	315.941	327.282	340.373	353.988	368.148	382.874	398.189
Inmovilizado material en curso	51.196	61.862	14.764	17.596	31.889	33.165	34.491	35.871	37.306	38.798
	<b>451.900</b>	<b>400.957</b>	<b>377.692</b>	<b>333.537</b>	<b>359.171</b>	<b>373.538</b>	<b>388.479</b>	<b>404.019</b>	<b>420.179</b>	<b>436.986</b>
<b>Inversiones contabilizadas por el método de la participación</b>	<b>47.446</b>	<b>70.458</b>	<b>60.037</b>	<b>56.203</b>	<b>127.026</b>	<b>128.296</b>	<b>129.579</b>	<b>130.875</b>	<b>132.184</b>	<b>133.506</b>
<b>Activos financieros no corrientes</b>										
Instrumentos financieros derivados	28	-	186	1.864	7.584	7.432	7.284	7.138	6.995	6.855
Cartera de valores	34.955	37.191	38.774	35.683	36.423	35.695	34.981	34.281	33.595	32.924
Otros activos financieros no corrientes	5.889	3.875	2.777	3.158	3.384	3.316	3.250	3.185	3.121	3.059
Otros activos financieros no corrientes, empresas vinculadas	-	-	-	-	99.883	-	-	-	-	-
	<b>40.872</b>	<b>41.066</b>	<b>41.737</b>	<b>40.705</b>	<b>147.274</b>	<b>46.443</b>	<b>45.514</b>	<b>44.604</b>	<b>43.712</b>	<b>42.838</b>
<b>Impuestos diferidos de activos</b>	255.259	347.518	379.361	405.289	421.788	519.441	504.235	501.134	498.616	496.661
<b>Total activo no corriente</b>	<b>1.413.343</b>	<b>1.410.793</b>	<b>1.452.643</b>	<b>1.457.537</b>	<b>1.579.644</b>	<b>1.599.130</b>	<b>1.606.340</b>	<b>1.626.380</b>	<b>1.647.753</b>	<b>1.670.464</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>						(93.435)	(73.968)	(66.566)	(59.702)	(53.358)
<b>Existencias</b>	<b>1.116.105</b>	<b>590.389</b>	<b>495.770</b>	<b>564.492</b>	<b>803.259</b>	<b>811.292</b>	<b>819.405</b>	<b>827.599</b>	<b>835.875</b>	<b>844.233</b>
<b>Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar</b>	<b>1.511.176</b>	<b>1.453.108</b>	<b>928.868</b>	<b>1.052.597</b>	<b>988.838</b>	<b>998.726</b>	<b>1.008.714</b>	<b>1.018.801</b>	<b>1.028.989</b>	<b>1.039.279</b>



<b>Deudores comerciales , empresas vinculadas</b>	<b>369.532</b>	<b>174.929</b>	<b>273.408</b>	<b>67.592</b>	<b>81.581</b>	<b>82.397</b>	<b>83.221</b>	<b>84.053</b>	<b>84.894</b>	<b>85.742</b>
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>284.717</b>	<b>296.161</b>	<b>410.385</b>	<b>192.529</b>	<b>213.083</b>	<b>215.214</b>	<b>217.366</b>	<b>219.540</b>	<b>221.735</b>	<b>223.952</b>
<b>Otros deudores</b>	<b>179.011</b>	<b>115.629</b>	<b>162.138</b>	<b>44.446</b>	<b>42.171</b>	<b>41.749</b>	<b>41.332</b>	<b>40.918</b>	<b>40.509</b>	<b>40.104</b>
<b>Activos financieros corrientes</b>										
<b>Intrumentos financieros derivados</b>	15.090	4.057	19.579	8.963	9.662	9.759	9.856	9.955	10.054	10.155
Otros activos financieros corrientes	55.389	9.555	8.105	19.041	16.789	16.957	17.126	17.298	17.471	17.645
Otros activos fianncieros corrientes, empresas vinculadas	-	1.410	1.424	2.108	7.559	7.635	7.711	7.788	7.866	7.945
	<b>70.479</b>	<b>15.022</b>	<b>29.108</b>	<b>30.112</b>	<b>34.010</b>	<b>34.350</b>	<b>34.694</b>	<b>35.041</b>	<b>35.391</b>	<b>35.745</b>
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	<b>687.086</b>	<b>915.456</b>	<b>893.600</b>	<b>811.029</b>	<b>869.333</b>	<b>895.413</b>	<b>922.275</b>	<b>949.944</b>	<b>978.442</b>	<b>1.007.795</b>
<b>Total activo corriente</b>	<b>4.218.106</b>	<b>3.560.694</b>	<b>3.193.277</b>	<b>2.762.797</b>	<b>3.032.275</b>	<b>3.079.141</b>	<b>3.127.006</b>	<b>3.175.895</b>	<b>3.225.834</b>	<b>3.276.851</b>
<b>Activos asociados al grupo enajenable de elementos clasificados como mantenidos para la venta</b>	-	<b>142.797</b>	<b>113.457</b>	<b>31.516</b>	<b>28.746</b>	<b>28.171</b>	<b>27.608</b>	<b>27.056</b>	<b>26.514</b>	<b>25.984</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>5.631.449</b>	<b>5.114.284</b>	<b>4.759.377</b>	<b>4.251.850</b>	<b>4.640.665</b>	<b>4.706.442</b>	<b>4.760.953</b>	<b>4.829.331</b>	<b>4.900.102</b>	<b>4.973.299</b>

Año	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>PATRIMONIO NETO</b>										
<b>De la Sociedad dominante</b>										
Capital social	42.039	43.160	43.160	47.476	47.476	47.951	48.430	48.915	49.404	49.898
Prima de emisión	155.279	154.619	154.619	386.415	386.415	390.279	394.182	398.124	402.105	406.126
Otras reservas	1.456.018	1.485.396	839.887	884.118	976.921	986.690	996.557	1.006.523	1.016.588	1.026.754
Reserva por revaluación de activos y pasivos no realizados	702 (5.674)		188	1.762	7.675	7.752	7.829	7.908	7.987	8.067
Diferencias de conversión	7.541	9.879 (48.248)	(1.426)	(15.551)	(15.707)	(15.864)	(16.022)	(16.182)	(16.344)	
Acciones propias	(27.541)	(7.157)	(21.340)	(24.873)	(46.244)	(46.706)	(47.174)	(47.645)	(48.122)	(48.603)
Resultado neto del periodo	51.112	(659.440)	45.033	91.848	170.216	171.918	173.637	175.374	177.127	178.899
Dividendo a cuenta entregado	-	- (565)								
	<b>1.685.150</b>	<b>1.020.783</b>	<b>1.012.734</b>	<b>1.385.320</b>	<b>1.526.908</b>	<b>1.542.177</b>	<b>1.557.599</b>	<b>1.573.175</b>	<b>1.588.907</b>	<b>1.604.796</b>
<b>De participaciones no dominantes</b>	<b>6.948</b>	<b>7.892</b>	<b>4.924</b>	<b>93</b>	<b>296</b>	299	302	305	308	311
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>1.692.098</b>	<b>1.028.675</b>	<b>1.017.658</b>	<b>1.385.413</b>	<b>1.527.204</b>	<b>1.542.476</b>	<b>1.557.901</b>	<b>1.573.480</b>	<b>1.589.215</b>	<b>1.605.107</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>										
<b>Provisiones para riesgos y gastos</b>	241.745	359.256	252.570	235.040	256.912	259.481	262.076	264.697	267.344	270.017
<b>Deuda financiera</b>	940.791	1.121.138	523.768	527.311	444.902	440.453	431.644	435.960	440.320	444.723
<b>Otros pasivos no corrientes</b>	43.702	43.059	53.722	53.629	43.940	43.061	42.200	41.356	40.529	39.718
<b>Impuestos diferidos de pasivos</b>	84.317	57.214	81.232	83.405	115.648	113.335	111.068	108.847	106.670	104.537
<b>Instrumentos financieros derivados</b>	4.343	4.046	1.164	738	3.869	3.792	3.716	3.641	3.569	3.497
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>1.314.898</b>	<b>1.584.713</b>	<b>912.456</b>	<b>900.123</b>	<b>865.271</b>	<b>860.122</b>	<b>850.704</b>	<b>854.501</b>	<b>858.431</b>	<b>862.492</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>										
<b>Deuda financiera</b>										
Deuda financiera	408.860	251.213	737.535	92.583	102.899	101.870	99.833	100.831	101.839	102.858
Instrumentos financieros derivados	25.046	8.524	10.187	13.448	4.265	4.180	4.096	4.014	3.934	3.855
	<b>433.906</b>	<b>259.737</b>	<b>747.722</b>	<b>106.031</b>	<b>107.164</b>	<b>106.050</b>	<b>103.929</b>	<b>104.845</b>	<b>105.773</b>	<b>106.713</b>
<b>Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar</b>	<b>1.668.961</b>	<b>1.444.377</b>	<b>1.381.828</b>	<b>1.448.770</b>	<b>1.788.901</b>	<b>1.851.513</b>	<b>1.907.058</b>	<b>1.964.270</b>	<b>2.023.198</b>	<b>2.083.894</b>
<b>Acreedores comerciales, empresas vinculadas</b>	<b>277.936</b>	<b>461.923</b>	<b>325.962</b>	<b>237.949</b>	<b>148.721</b>	<b>145.747</b>	<b>142.832</b>	<b>135.690</b>	<b>128.906</b>	<b>122.460</b>
<b>Otras deudas</b>										
Administraciones públicas acreedoras	145.661	210.234	280.920	99.859	100.273	99.270	98.278	97.295	96.322	95.359
Otros pasivos corrientes	97.989	85.110	92.193	71.725	102.288	101.265	100.252	99.250	98.257	97.275
	<b>243.650</b>	<b>295.344</b>	<b>373.113</b>	<b>171.584</b>	<b>202.561</b>	<b>200.535</b>	<b>198.530</b>	<b>196.545</b>	<b>194.579</b>	<b>192.633</b>

<b>Total pasivo corriente</b>	<b>2.624.453</b>	<b>2.461.381</b>	<b>2.828.625</b>	<b>1.964.334</b>	<b>2.247.347</b>	<b>2.303.844</b>	<b>2.352.348</b>	<b>2.401.350</b>	<b>2.452.456</b>	<b>2.505.700</b>
<b>Activos asociados al grupo enajenable de elementos clasificados como mantenidos para la venta</b>	<b>-</b>	<b>39.515</b>	<b>638</b>	<b>1.980</b>	<b>843</b>					
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>5.631.449</b>	<b>5.114.284</b>	<b>4.759.377</b>	<b>4.251.850</b>	<b>4.640.665</b>	<b>4.706.442</b>	<b>4.760.953</b>	<b>4.829.331</b>	<b>4.900.101</b>	<b>4.973.300</b>

Fuente: Elaboración propia