



Máster Universitario en Finanzas
ICADE Business School

ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE 21ST CENTURY FOX

Autor: Laura Vigo González

Director: Rocío Sáenz Díaz Rojas

Madrid
Julio 2016

Laura
Vigo
González

ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE 21ST CENTURY FOX



Contenido

RESUMEN	7
ABSTRACT	7
1. Introducción:	9
2. Objetivos	10
3. Metodología	10
4. Sector de los medios y el entretenimiento (M&E):.....	11
4.1. La industria hoy en día	12
4.1.1. La piratería	14
5. Descripción de 21st Century Fox:.....	14
5.1. Líneas de negocio	15
5.2. Análisis DAFO de la compañía:.....	17
5.3. Factores de Riesgo:	18
6. MARCO TEÓRICO: Métodos de valoración de empresas.....	18
6.1. Métodos basados en el balance:.....	20
6.2. Valoración por múltiplos de empresas comparables:.....	21
6.2.1. Price Earning Ratio. PER	22
6.2.2. Múltiplos de ventas.....	23
6.2.3. Otros múltiplos.....	24
6.3. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos.....	25
6.3.1. Flujo de caja libre o Free Cash Flow	27
7. Valoración 21st Century Fox	33
7.1. Análisis de los principales Estados Financieros.....	33
7.1.1. Cuenta de Resultados (Pérdidas y Ganancias)	33
7.1.2. Balance de Situación:	35
7.2. Valoración por el Método de Descuento de flujos de Caja Libre.....	38
7.2.1. Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)	40
7.2.2. Proyección de la Cuenta de Resultados.	43
7.2.3. Valoración de 21st Century Fox	45
8. Conclusiones.....	47
9. Anexos.....	49
10. Bibliografía	54

RESUMEN

Este trabajo de investigación tiene como objeto el análisis y la valoración de la compañía 21st Century Fox. Para la consecución de dichos objetivos, la metodología que se ha seguido se puede dividir en dos partes principales. Desarrollando en la primera de estas partes, un análisis del sector en el que actúa la empresa seguido de un análisis exhaustivo de la compañía a analizar, incluyendo tanto los factores de riesgo como las estrategias que esta siguiendo la compañía.

En la segunda de las partes de esta metodología desarrollada, comienza explicando de manera breve los principales métodos que actualmente utilizan analistas e inversores para la valoración de empresas. Posteriormente se ampliará esta información para los métodos de Descuento de Flujos de Caja Libre y la Valoración por Múltiplos de Empresas Comparables. De estos dos métodos, se detallan tanto cuales son los procedimientos a seguir para su correcta utilización, como las posibles ineficiencias que nos podemos encontrar en su uso. Finalmente se calculará el valor de 21st Century Fox a partir del método de Descuento de Flujos de Caja libre, habiendo realizado un análisis previo de su cuenta de resultado y su balance.

Finalizado el análisis y la valoración de la compañía, se puede determinar que el sector de los medios y el entretenimiento es un sector con grandes expectativas en aquellas áreas de negocio en crecimiento, como es todo aquello relacionado con el contenido digital o la publicidad.

Palabras clave: descuento de flujos de caja, métodos de valoración, sector del entretenimiento y análisis financiero.

ABSTRACT

This research aims to analysis and valuation of the company 21st Century Fox. To achieve these goals, the methodology followed can be divided into two main parts. Developing in the first of these parts, an analysis of the sector in which the company operates followed by a thorough analysis of the company, including both risk factors and strategies which have being taken by the company.

The second part of this methodology developed, begins by explaining briefly the main methods currently used by analysts and investors for business valuation. Subsequently this information to the methods of Discount Free Cash Flow and Valuation by Multiples

of comparable companies be extended. Of these two methods, which are both detailed procedures to be followed for proper use and possible inefficiencies that we can find in its use. Finally the value of 21st Century Fox is calculated from the method of discount free cash flows, having completed a previous analysis of the income statement and balance sheet.

After the analysis and valuation of the company, it can be determined that the M&E sector has high expectations in business lines where growth is high, as is everything related to digital content or advertising.

Keywords: discounted cash flow valuation methods, the entertainment industry and financial analysis.

1. Introducción:

En este trabajo Fin de Master trataré de analizar el sector de los medios y el entretenimiento (M&E), realizando además un análisis financiero sobre la compañía norteamericana, la cual, centrará mi estudio, 21st Century Fox.

Los motivos por los que resulta interesante realizar un análisis financiero de cualquier compañía, se deben a que nos dan la posibilidad de conocer de una manera más amplia la situación financiera de la empresa objeto de estudio.

En primer lugar, utilizaré uno de los métodos más antiguos y tradicionales, basado en el balance, a pesar de que es un método que tiene carencias, las cuales comentaremos en el marco teórico, nos servirá para poder comenzar a conocer la situación en la que se encuentra la empresa.

Pero sobre todo, nos centraremos en la valoración de la compañía a partir del Modelo de Flujo de Caja Libre o como es conocido en inglés Free Cash Flow (FCF). Este método es el más utilizado actualmente por analistas financieros e inversores, los cuales, dejaron de utilizar métodos más estáticos como el anterior, debido principalmente a que basaban su análisis en los estados contables, los cuales son una mera fotografía de la empresa en un momento determinado del tiempo. Para suplir esta circunstancia, y dándose cuenta de la importancia que tienen las expectativas futuras tanto de la compañía como del mercado, además de cómo afectan las estrategias que tome la empresa, vieron lo necesario de buscar otro método más preciso.

Este método se lleva utilizando desde los años cincuenta, y lo han ido perfeccionando hasta lo que es hoy en día, uno de los mejores métodos de valoración. Destacaremos la gran importancia de las hipótesis que los analistas tomen a la hora de determinar los parámetros en la valoración. Estas hipótesis dependerán tanto de los conocimientos técnicos que los analistas posean como de la coyuntura económica. Esta elección puede conllevar que el resultado de valorar una compañía en dos momentos diferentes de tiempo y por distintos analistas sea completamente diferente.

Es importante destacar que, a pesar de que los métodos de valoración se han ido perfeccionando a lo largo de los años, logrando una mayor aproximación al valor real u objetivo de una compañía, todavía no hay ningún método que nos dé un valor exacto. Como he comentado, no existe una solución única, y cada uno de los métodos tiene sus

pros y sus contras, por lo que dependerá de las características de la empresa y sobre todo del objetivo de la valoración, para que utilicemos uno u otro.

2. Objetivos

Uno de los objetivos de este trabajo, es dar a conocer al lector los principales métodos de valoración de una compañía. En el punto anterior he comentado los métodos que voy a utilizar para mi valoración y el porqué de los mismos.

Pero sobre todo, dar a conocer aspectos más desconocidos sobre el sector en el que opera la firma, así como, los factores que afectan a su buen funcionamiento, analizando sobre todo los riesgos a los que está sujeta la compañía, debido en gran medida a los cambios tecnológicos, que se están dando y a la dificultad de predecir la demanda.

El último de los objetivos que se pretende alcanzar en este trabajo fin de máster, es la obtención de una valoración objetiva de la compañía con la que poder determinar el precio intrínseco de la acción, con el que compararlo con el precio actual de mercado y así poder presentar una recomendación sobre qué acción llevar, si comprar, mantener o vender.

3. Metodología

Comenzaremos con una descripción del sector, pasando a analizar la situación en la que hoy en día se encuentra, seguido desarrollaremos de una manera más detallada los principales aspectos de la empresa, haciendo especial hincapié en cuáles son sus debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades, mediante la realización un análisis DAFO de la compañía.

Terminado el análisis del sector y los aspectos más teóricos de la compañía, pasaremos a realizar un análisis descriptivo sobre los principales métodos de valoración de empresas, para lo que nos centraremos en el descuento de Flujos de Caja Libre. Para desarrollar esta base teórica, nos centraremos en artículos de los autores más prestigiosos en esta materia.

Una vez terminada la parte más teórica del trabajo, pasaremos a aplicar de una manera práctica todo lo desarrollado en el punto anterior, a lo que uniremos toda la información técnica que hemos desarrollado a lo largo del máster en diversas asignaturas, es decir, realizaremos el análisis y la valoración por los métodos mencionado anteriormente de la compañía 21st Century Fox. Para ello utilizaremos toda la información disponible en

las Cuentas Anuales Consolidadas, las cuales están publicadas en la página web corporativa de la compañía.¹

Por último, terminaremos el trabajo con una conclusión, en la que determinaremos si la acción está sobrevalorada o infravalorada. Esta disyuntiva la resolveremos al comparar el precio de mercado en la bolsa de valores donde cotiza, es decir, en el NASDAQ, con el precio objetivo que hayamos obtenido de nuestra valoración.

4. Sector de los medios y el entretenimiento (M&E):

La primera cuestión que tenemos que responder al comenzar con este trabajo, es: ¿qué entendemos por entretenimiento?. Muchas son las definiciones que podemos encontrar al respecto, sin embargo, esta ha sido la seleccionada para abrir el tema: *“Conjunto de actividades capaces de permitir a los seres humanos emplear su tiempo libre para divertirse, olvidando al tiempo que evadiendo sus preocupaciones de manera temporal”*.

Esta es una definición de tantas que podemos encontrar, sin embargo, esta en concreto, resume a la perfección los hechos que han provocado que a día de hoy este sea un sector que mueva más de 150 billones de dólares solo en Estados Unidos. Siendo poseedoras, las industrias que lo componen, de un nivel de innovación y estratégico muy elevado, además las ventas publicitarias están experimentando un gran crecimiento en los últimos tiempos, lo que está provocando un mayor incremento de la cifra dada.

Dentro de este sector, no solo encontramos aquellas actividades relacionadas con el cine, quizás el segmento más popular o conocido dentro del entretenimiento, sino que todo aquello que capaz de proporcionar entretenimiento al demandante estará incluido en este sector. Incluiremos por lo tanto, parques temáticos, como Port Aventura² o Disneyland Paris, medios de comunicación, música, videojuegos y deporte.

Existe cierta controversia en los términos con los que nos podemos referir a este sector, esto se debe a la estrecha línea existente entre el arte, la industria cultural y la industria del ocio o del entretenimiento. A pesar de que este no es el tema que centra mi investigación, he creído conveniente comentar las principales diferencias entre estos conceptos. Por arte entendemos la creación en estado puro, ya sea la creación de algo tangible o intangible, como por ejemplo un cuadro o una obra teatral. Una de las

¹ www.21cf.com

² Parque temático situado en la provincia de Tarragona.

características principales que se puede atribuir a el arte es, la dificultad para anticipar o prever los beneficios que las obras pueden obtener, ya que, por un lado, su valor está estrechamente ligado a los gustos de los consumidores y por otro, a que los responsables de la creación (los artistas) no eligen la frecuencia o calidad de sus obras en la mayoría de las ocasiones.

Por otro lado, la industria de M&E³, opera bajo las mismas condiciones que cualquier otro sector, es decir, bajo la premisa fundamental para toda entidad con ánimo de lucro, de obtención del máximo beneficio.

A pesar de estas diferencias, existe un importante vínculo entre arte y entretenimiento, al igual que existe entre ciencia y tecnología. Donde no podría existir tecnología sin ciencia, tampoco existiría entretenimiento sin arte, y es que el entretenimiento necesita del arte para poder desarrollar su actividad.

Para encontrar los primeros escritos sobre este término tenemos que trasladarnos hasta finales del siglo XV, pero no fue hasta los años treinta cuando se oyó hablar del entretenimiento como parte de la industria. Principalmente debido a la revolución industrial que se dio en Norteamérica, y su consecuente mejora en las condiciones laborales de los trabajadores.

4.1. La industria hoy en día

La rápida transición que se ha producido en el sector hacia la era digital ha hecho necesaria una transformación del sector, ahora los consumidores tienen muchas más opciones a la hora de elegir que leer, como alquilar películas, ver la TV o escuchar la radio. Las principales industrias del sector han pecado de tradicionales y han reaccionado tarde a estos cambios, lo que ha hecho que a día de hoy la comercialización online de su contenido no esté en los niveles esperados.

Se trata de un sector muy dinámico, con lo que necesita de la habilidad de identificar los contenidos más atractivos de una manera rápida, a la vez de prever y anticipar las tendencias del mercado, para mantener e incrementar las cuotas de mercado en las que opera.

Debido a que se trata de un sector muy impredecible, al contrario del resto de mercados, la estimación de su demanda será muy complicada de cuantificar, dependiendo en muchas ocasiones del contenido que se esté comercializando y no de factores coyunturales. Esto lo vemos sobre todo en el mercado cinematográfico, cuando los

³ M&E: Medios y Entretenimiento

ingresos de una productora sufren una gran variación en función de cómo el público acoge el contenido lanzado, películas como Avatar o la trilogía del Señor de los anillos provocaron un incremento más que sustancial en la cuenta de resultados con respecto a años anteriores.

Como consecuencia de esto, las empresas necesitarán hacer especial hincapié en mercados crecientes, como el anteriormente citado, mercado online, en el que como hemos comentado todavía se están adaptando.

El tiempo libre ha sido un factor determinante en la evolución del sector, ya que ambos han ido de la mano, incrementando el consumo de ocio al tiempo que la población mejoraba sus condiciones laborales. Debido a esto, tras la revolución industrial y las sucesivas mejoras en laborales de la clase obrera, la demanda en este sector fue cuando mayor crecimiento experimentó.

Hoy en día, el tiempo libre es considerado como el nuevo lujo del siglo XXI, llegando a estar en la misma línea de importancia que el salario, a la hora de negociar las condiciones laborales de un empleo.

Como dato curioso de este sector, podemos decir que durante la crisis económica que se produjo en el año 2009, donde Estados Unidos sufrió un retroceso en su PIB del 2,4%, la industria del cine obtuvo, más de 10 millones de recaudación, lo que supuso su máximo hasta el momento. Con esto vemos de nuevo, la necesidad de la población por evadirse de la realidad en momentos complicados.

Si nos centramos en la industria cinematográfica, vemos que el principal productor de películas no lo encontramos en EEUU sino en Mumbai, India, o como comúnmente es conocido Bollywood (considerado el "Hollywood de Bombay"). Es ahí donde se producen más películas que en ningún otro lugar. Como dato mencionar, que en la década de los 80 había alrededor de 250 productoras cinematográficas, que presentaban una media de 700 largometrajes al año en total. Sin embargo, sí es en Estados Unidos, más en concreto en la ciudad de Los Ángeles, donde encontramos al mayor exportador a nivel internacional de todo su contenido, primero en cines, para luego distribuirlo en todo tipo de formatos como son DVD, Blue Ray (BD) o HD.

4.1.1. La piratería

El reto más importante al que tiene que hacer frente esta industria actualmente es a la piratería. La principal causa que facilita esta reproducción ilegal de contenido, se debe a lo sencillo que es obtener una copia en formato digital de cualquiera de los productos. En ocasiones, ha llegado a estar disponible la copia pirata antes del lanzamiento en el mercado del propio producto. Se podría considerar a la piratería como la gran amenaza para el futuro del sector. La asociación Cinematográfica de Estados Unidos⁴ ha estimado que las pérdidas por este motivo superan los tres billones de dólares anuales. Por tales razones, las empresas se encuentran en plena lucha contra la piratería, intentando mejorar su tecnología, con la que dificultar la copia ilegal de sus contenidos.

Existen diferentes formas de piratear un contenido, pero sobre todo, ha sido la conexión a internet lo que ha agravado este problema. A pesar de que la calidad del producto pirateado es mucho más baja que la del producto original y las más que notables deficiencias en el embalaje y en el servicio post venta, la diferencia de precio entre ambos y quizás la falta de conciencia por parte de la sociedad sobre los derechos de autor y lo que esto implica en la economía del sector y por ende en la economía de un país, hacen que un amplio porcentaje de los demandantes de estos bienes y servicios adquieran estos productos de una manera ilegal.

Como hemos dicho, muchos son los factores asociados con la piratería, y a pesar de que algunos autores aseguran que, los factores sociológicos son más importantes que los económicos, hay estudios que demuestran que el nivel de piratería está estrictamente relacionado con el nivel de ingresos de una persona, es decir, cuanto mayor sean los ingresos menor será la demanda de productos pirateados.

5. Descripción de 21st Century Fox:

La empresa que centra mi trabajo, es una de las mayores corporaciones a nivel internacional en el sector de los medios y el entretenimiento. Surgió en 2013 como consecuencia de la división de la compañía News Corporation en dos nuevas entidades, “21st Century Fox” y “News Corp”. La compañía de la que procede, News Corporation fue fundada por Murdoch en 1979, quien sigue siendo el MD⁵ y el accionista mayoritario de la firma.

⁴ Motion Picture Association of America

⁵ Managing Director, Director General

Al producirse la división de estas dos empresas, aquellas empresas del grupo relacionadas con la comunicación editorial pasaron a formar parte de News Corp, mientras que las emisoras de radio y las productoras de cine se incorporaron al elenco de empresas de 21st Century Fox.

La escisión fue aprobada por la Junta Directiva de News Corporation a finales de mayo de 2013 y desde el primero de julio de ese mismo año, la compañía 21st Century Fox cotiza en el NASDAQ y en la Bolsa de Valores de Australia, aunque a principios de enero de 2014 Murdoch anuncio que la compañía pasaría a cotizar únicamente en el NASDAQ. (Fixmer, 2014)

5.1. Líneas de negocio

La compañía 21st Century Fox es la matriz de un amplio número de empresas, las cuales distribuyen su actividad en tres líneas de negocio en la actualidad, ya que en noviembre de 2014 se vendió toda la participación que tenía en una de las líneas que vamos a pasar a describir.

- **Cable Network Programming o Programación por cable**, se encarga de la producción y de la distribución de licencias de programación a través de la televisión por cable, satélite o compañías de telecomunicaciones. Dentro de esta línea de negocio, encontramos compañías como Fox Networks, Big Ten Network o Fox News Channel, las cuales operan en Norte América, o Fox International Channels, que da un servicio en cuarenta y cuatro diferentes idiomas alrededor de toda Latino América, Europa, Asia y África. Cabe destacar dentro de esta clasificación, National Geographic channels US, en este caso se trata de una Joint Venture formada entre National Geographic y Fox Cable Networks;
- **Filmed Entertainment**, es la siguiente de las líneas de negocio, la cual se encarga de la producción y adquisición de películas para su sucesiva distribución en todos los formatos como son DVD, Blue Ray y HD, de películas de ficción y animación. Estas actividades son gestionadas por filiales como Twentieth Century Fox Film (TCFF), Twentieth Century Fox Television o TCF Home Entertainment. A su vez dentro de estas filiales, encontramos diferentes divisiones como son Fox 2000, o Fox International Productions, entre otras;
- **Television**, emitiendo una amplia selección de contenidos en USA y operando en 28 emisoras de televisión. De esas 28, 17 son filiales de Fox, 10 de MyNetworkTV y la restante es una emisora independiente)

- **Direct Broadcast and Satellite TV**, es la última de las líneas de negocio en las que tenía actividad la compañía hasta noviembre de 2014, cuando 21st Century Fox vendió toda su participación de Sky Italia y Sky Deutschland AG a Sky. Como consecuencia de este acontecimiento, actualmente son únicamente tres las líneas de negocio en las que la empresa actúa.

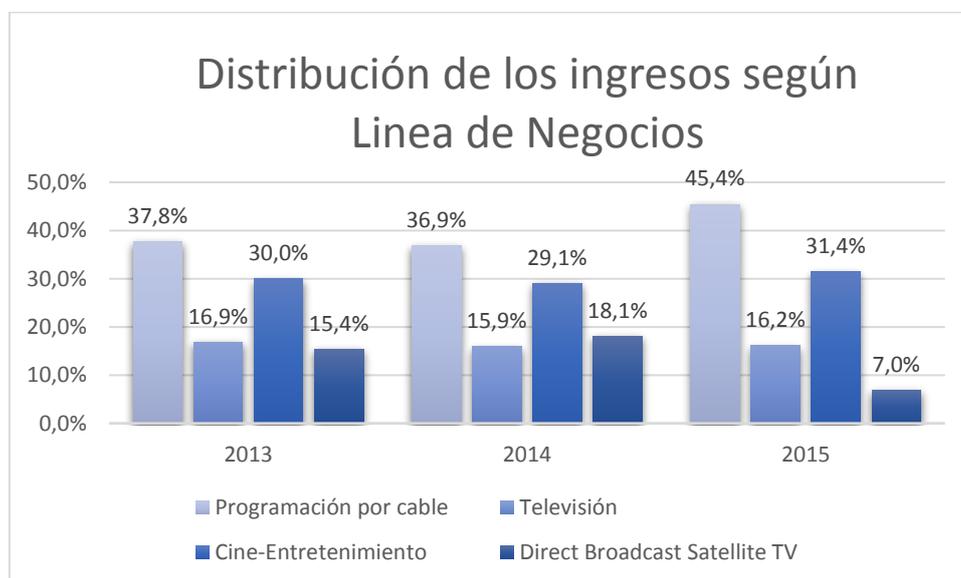


Tabla 1 Distribución de los ingresos según las líneas de negocio. Datos Cuentas anuales 2015

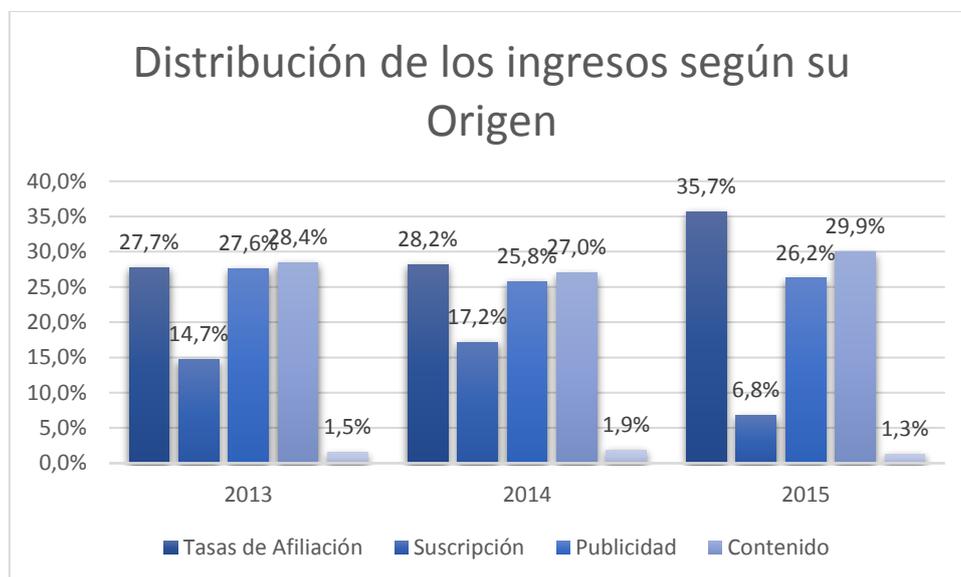


Tabla 2 Distribución de los ingresos según su procedencia. Datos Cuentas anuales 2015

En estas dos gráficas vemos la procedencia de los ingresos de la compañía y su evolución en los tres últimos años fiscales registrados. La primera tabla, nos muestra la distribución de los ingresos en función de la línea de negocio de la que proceden, mientras que en la segunda la distribución viene de la mano del origen del ingreso, bien sea, publicidad, contenido, tasa de afiliación o suscripción. Ambas tablas cobrarán

especial importancia en el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias que realizaremos más adelante.

5.2. Análisis DAFO de la compañía:

- **Debilidades:**
 - La apertura de nuevas licencias televisivas ha provocado un aumento en la oferta de canales, lo que ha aumentado la competencia y limitando la cuota de pantalla;
 - La alta dependencia del éxito de la compañía a la calidad o popularidad de sus contenidos, hace que los beneficios a largo plazo sean difíciles de prever.
- **Fortalezas:**
 - Gran diversificación que la compañía posee, tanto en líneas de negocio, canales y géneros, llegando así a un amplio sector del público;
 - Dentro de sus activos están algunas de las marcas más importantes del cine o la televisión, películas como “Avatar” (película con la mayor recaudación de la historia, superando a Titanic, también de esta productora) o series como “Fargo” o “Los Simpson”.
- **Amenazas:**
 - Como ya he detallado antes, la principal amenaza en este sector es la piratería, quizás una legislación más dura por parte de los entes públicos ayudaría a mitigar esta amenaza;
 - Compañías como Netflix, las cuales ofertan todo su contenido digital a cambio de una cuota mensual, han aumentado la competencia en el sector. Estas compañías ofertan su contenido a un nivel mucho más económico, provocando que parte de los consumidores se pasen a tipo de servicios. De todas formas, se podría decir que en el caso concreto de Netflix en España, donde todavía no cuenta con parte de su contenido estrella, esta no es todavía una gran amenaza, aunque sí que se prevé que en un futuro las tenga y por lo tanto aumente aún su atractivo.
- **Oportunidades:**
 - Incremento de la presencia en el mundo digital, para así competir con Netflix u otras compañías similares;
 - Adquisiciones o fusiones, que hagan más fuerte a la compañía en aquellos segmentos de su actividad que tienden a decrecer en nivel de ventas, como pueden ser todos los relacionados con la distribución física

de películas o series. Estas divisiones o filiales, tienen a agruparse con empresas de la competencia, para realizar una distribución de sus productos conjunta.

5.3. Factores de Riesgo:

El principal objetivo que tiene que conseguir la empresa si quiere paliar aquellos riesgos que proceden de las nuevas tecnologías, será adaptarse a los cambios en los gustos de los consumidores. La tecnología digital utilizada en el ámbito con la industria del entretenimiento, ha sufrido un rápido desarrollo, esto ha hecho que el consumidor pueda acceder a diversos métodos para obtener el contenido digital, creando así el riesgo más importante para la compañía.

Otro de los riesgos a los que está sujeto la compañía es al riesgo de aceptación tanto de sus estrenos cinematográficos como los programas de televisión. Predecir cómo va a aceptar el público sus contenidos es muy complicado de conocer con anterioridad, lo que provoca que las fluctuaciones de los beneficios sean muy elevadas.

También destacar, el riesgo por imposibilidad de renovar acuerdos sobre derechos de retransmisión deportiva. La pérdida de unos derechos de retransmisión de una liga profesional puede provocar una reducción más que significativa de los ingresos directos de la filial por un lado y de los ingresos procedentes de los anuncios por otro. Siendo esta última fuente, una de las más importantes con las que cuenta en la actualidad la empresa, que ya hemos visto en la tabla 2 la publicidad representa un 26,2% en 2015 sobre el total de los ingresos de la firma.

6. MARCO TEÓRICO: Métodos de valoración de empresas.

Una vez ya descrito el sector en el que opera la compañía y las principales características de la misma, vamos a proceder a desarrollar la base teórica de nuestra valoración. Para ello, voy a abastecerme de toda la información disponible en artículos publicados por especialistas de la materia como es el caso de Pablo Fernández o Damodaran, a los cuales voy a citar en numerosas ocasiones a lo largo de este apartado.

Como bien cita, P. Fernández al inicio de su artículo "Métodos de Valoración de Empresas": *"La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia"*.

Si no queremos cometer errores, deberemos seguir una serie de directrices antes de realizar una valoración correcta, como son conocer lo que estamos haciendo, por qué estamos utilizando un determinado método de valoración, quien es el destinatario final de esta valoración o para qué la estamos realizando.

La obtención de un método de valoración preciso, es uno de los principales retos desde que se comenzara con esta actividad, lo que ha provocado que sea un ámbito en constante cambio, debido sobre todo a los numerosos estudios que concentra. Los métodos más relevantes hoy en día, los podemos clasificar dentro de seis grupos los cuales vemos descritos en la siguiente tabla (Fernández, 2008), esta clasificación dependerá de que se toma como referencia a la hora de valorar una compañía:

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	Free cash flow	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	Dividendos	Cash value added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Ebitda	Renta abreviada	Capital cash flow	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Tabla 3 Fuente: Artículo Métodos de Valoración de empresas, 2008

Los cuatro primeros grupos dentro de esta clasificación son lo que han sido más utilizados a lo largo de los tiempos y que además cuentan con una importancia mayor. Del mismo modo, debemos saber que todos ellos tienen ventajas y desventajas, pros y contras, siendo a veces más importante las decisiones tomadas por propio analista a la hora de determinar algunos de los parámetros o hipótesis de los modelos, que el propio modelo elegido.

Las condiciones concretas e individuales de cada una de las compañías son un factor determinante a la hora de utilizar un método u otro. Si por ejemplo, la empresa objeto de estudio está y se prevé que siga en funcionamiento en el futuro, utilizaremos aquellos métodos basados en el descuento de flujo de caja, sin embargo, en una circunstancia opuesta, en la que se espera que la empresa termine con su actividad, calcularíamos su valor de liquidación a partir del método basado en el balance.

De los seis grupos anteriores, tres van a ser los que vamos a desarrollar de una manera más extensa en este trabajo.

6.1. Métodos basados en el balance:

Se trata de uno de los métodos más antiguos a la hora de valorar una empresa, para ello basa su estimación en el valor del patrimonio de la empresa en un momento concreto, es decir, desde una perspectiva estática.

La principal ventaja de este método, es que no es necesario hacer estimaciones, siendo todos los datos utilizados para su cálculo reales, además al contar previamente con estos, la valoración se realizará de una manera mucho más rápida y sencilla. Sin embargo, las pros pesan más a la hora de determinar si se trata de un buen método o no, y esto se debe principalmente a que al tratarse de un método estático, y no tener en cuenta factores tan relevantes en la evolución de la actividad de una empresa como son, las expectativas futuras de la compañía o del sector en el que opera, la situación del sector o la evolución del valor del dinero no está teniendo en cuenta información relevante, que puede hacer que el valor obtenido difiera en gran medida del real. Además, al incluir en la valoración únicamente los activos que están en balance, no tendremos en cuenta todos aquellos que no lo estén, como es el caso del capital humano, o la “marca” de una compañía, que solo aparecerá en balance en el caso que no se trate de una marca autocreada.

P.Fernández define los siguientes métodos de valoración dentro de este grupo (Fernández, 2008):

- **Valor contable o en libros de una acción**, es el valor en balance del patrimonio neto (capital y reservas) o lo que es lo mismo, la diferencia entre el total del activo y el pasivo exigible;
- **Valor contable ajustado**, trata de paliar la excesiva importancia de los criterios contables tienen en el método anterior, para ello, realiza una serie de ajustes con los que trata de modificar la valoración de determinadas partidas del activo y del pasivo a su valor de mercado.
- **Valor de liquidación**, de los cuatro presentes en esta división, es el que tiene más sentido económico. El resultado que nos da será el valor de la empresa en caso de liquidación, es decir, en el caso de que vendiera todos sus activos y cancelara toda su deuda. La utilización de este método está sujeta a ocasiones muy concretas, como la compra de una empresa para su posterior venta y los precios que tomaríamos serían los precios de venta;
- **Valor sustancial**, es el coste que le supondría a la empresa reponer en idénticas condiciones los activos y derechos que posee, valorándolos a precio de mercado. Sin embargo, no se suelen tener en cuenta los bienes

no utilizados en las actividades de explotación de la empresa, como pueden ser terrenos no utilizados o participaciones en otras empresas. Sin embargo si que tiene tomará los activos que no aparezcan en balance, como los anteriormente citados.

6.2. Valoración por múltiplos de empresas comparables:

Cuando realizamos una valoración solemos utilizar el método de flujos de caja descontado, sin embargo a la hora de determinar el valor de una compañía deberemos fijarnos también en el valor de mercado de empresas comparable, es decir, aquellas que tienen características similares.

Las principales ventajas que tiene este método a parte de su rapidez, son las siguientes, por un lado, son necesarios muchos menos supuestos, además su sencillez, hace que sea más fácil de comprender, en el caso de que el destinatario no cuente con altos conocimientos financieros. Por último, este tipo de valoración refleja mejor la situación en la que se encuentra el mercado.

Por otro lado, las principales desventajas que podemos encontrarnos en el uso de este método, las encontramos en la dificultad de uso para empresas con pocos beneficios o pérdidas, en ocasiones variables tan importantes como el riesgo o el crecimiento de los flujos de caja no se tienen en cuenta. Por último, el hecho de que los múltiplos tengan en cuenta valores proporcionados por el mercado como, son el precio de la acción, hace que ante unas acciones sobrevaloradas de las empresas competidoras estemos dando un valor del activo demasiado alto.

Para la elección de las empresas a las que consideraremos como comparables, deberemos seguir una serie de criterios que estas deberán cumplir, como por ejemplo, que se trate de empresas cotizadas, para así poder obtener la información necesaria, que desarrollen la misma actividad, que operen en una misma zona geográfica y que tengan un tamaño similar. Asumiendo estos criterios, asumimos implícitamente que empresas de un mismo sector y en un mismo mercado geográfico tienen un riesgo similar. (Fernandez, et al., 1999)

Cuando queremos comparar dos compañías similares necesitamos homogenizar los valores, por lo que necesitamos estandarizarlos en función a los beneficios obtenidos, al valor contable o en libros o al valor de liquidación. Algunos de los ratios que destacan en esta categoría son por ejemplo el PER, el dividendo por acción repartido por la empresa (DPA) o el múltiplo de las ventas.

6.2.1. Price Earning Ratio. PER

Para la obtención del valor de los beneficios utilizamos, el que quizás sea el múltiplo más popular, además de uno de los principales ratios de referencia en los mercados bursátiles, el PER.

Este ratio nos indica desde un punto de vista matemático la relación entre el precio de mercado de una acción y el beneficio por acción. Varias son las conclusiones que podemos sacar del resultado, por un lado nos dice cuanto está dispuesto a pagar el mercado por cada unidad monetaria de beneficio, por otro, nos indica el número de años necesarios para recuperar una inversión en función de los beneficios obtenidos por la empresa y por último también nos dice cuántas veces el beneficio está incluido en el precio de una acción. Esto por lo tanto, dependerá de la capacidad de generar beneficios de la empresa y las expectativas de crecimiento de esta.

Para su obtención utilizamos las siguientes fórmulas:

$$PER = \frac{\text{Precio de mercado de la Acción}}{\text{Beneficio por Acción (BPA)}}$$

O

$$PER = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio Neto}}$$

Para poder decir si un PER es alto o bajo deberemos compararlo con este mismo múltiplo de las compañías que anteriormente hemos considerado como comparables, tras esta comparativa, podremos sacar una conclusión.

Un PER alto, dice que el mercado tiene altas expectativas de crecimiento para la empresa. Esto se debe a que, el precio de la acción refleja las expectativas del mercado sobre la compañía, siendo alcistas en este caso, por lo que el precio de la acción aumentará. Sin embargo, pese a estas expectativas, el beneficio neto todavía no se ha visto incrementado, al no ser un cambio inmediato como lo son los precios. Como consecuencia de lo anterior, conforme los beneficios vayan recogiendo las expectativas del mercado el PER se irá ajustando a la baja, siempre y cuando el precio de las acciones se mantenga estable.

Un PER alto, no quiere decir que las acciones estén caras, y que sea recomendable vender, ya que, como hemos dicho puede deberse a que las expectativas de crecimiento sean altas y por lo tanto, el tiempo hará que el índice se ajuste.

Si por el contrario, no hubiera expectativas de crecimiento y el PER de la compañía fuera alto en comparación con su competencia nos estaría diciendo que se trata de una opción de inversión cara, es decir, que la acción estaría sobrevalorada.

Por el contrario, un PER bajo puede reflejar dos cosas, que el ritmo de crecimiento de la empresa es lento o que las expectativas de crecimiento del BPA⁶ son bajas. Aunque a simple vista nos pueda parecer que un PER bajo es sinónimo de que la acción esté barata, al igual que sucede en el caso contrario, esto dependerá de si las expectativas de decrecimiento se estabilizan o no.

Limitaciones del PER:

Como hemos comentado en la introducción de este método, en el caso de que una empresa tenga un resultado negativo este múltiplo no tendrá sentido económico. Por otro lado, la alta volatilidad que los beneficios pueden tener, puede conllevar la obtención de PER completamente diferentes de un periodo a otro. Además, las partidas utilizadas se obtienen en momentos de tiempo distintos, cuando el cálculo del beneficio por acción se obtiene de los estados financieros de la empresa, el precio de las acciones lo obtenemos de la cotización, lo que significa que un cambio en las expectativas del mercado se reflejará mucho antes en el precio de la acción, provocando una distorsión en el resultado.

A pesar de estas limitaciones, como hemos dicho al inicio del epígrafe, se trata de uno de los métodos más utilizados por inversores y analistas financieros.

Valoración a partir del PER

Para obtener el valor de las acciones de una compañía utilizando este múltiplo, simplemente tendemos que multiplicar el beneficio por acción (BPA) por el PER de la empresa comparable o del sector donde opera la empresa.

$$P = BPA * PER_{sector}$$

6.2.2. Múltiplos de ventas.

Este índice se basa en la relación del valor mercado de las acciones (EV) y las ventas (V).

$$P = EV / Ventas$$

⁶ BPA: Beneficio por Acción

Como ventaja de este método, destacar la dificultad que presenta la partida Ventas de ser manipulada, ya sea a favor del analista financiero o de la propia empresa analizada. Otras dos ventajas que encontramos en este múltiplo son que puede ser utilizado para analizar empresas con beneficios negativos y además es menos volátil que el PER.

6.2.3. Otros múltiplos.

Otro de los múltiplos más usados es que se obtiene mediante una relación entre el EBITDA y el valor de la empresa o Enterprise Value en terminología anglosajona.

$$\frac{EV}{EBITDA}$$

El EBITDA⁷ es la aproximación más exacta que podemos calcular sobre la caja generada de una compañía. Lo calculamos, restando al total de los ingresos aquellos gastos que exigen un desembolso de caja, no incluiremos los gastos financieros. Del mismo modo, para calcular el Enterprise Value⁸ o Valor de la Empresa, sumaremos a los recursos propios la deuda financiera neta, para así obtener el valor de mercado del capital empleado. A continuación tenemos dos fórmulas para calcular el EV.

$$EV = \text{Capitalización bursátil} + \text{Deuda Financiera Neta}$$

$$EV = (P. acción * N. acciones cotizadas) + (Deuda LP + Deuda CP) - (Inv. Financieras temp. - Caja)$$

La interpretación que daríamos a este múltiplo, bajo el supuesto de que el resultado de la obtenido es X por lo tanto el valor de la empresa será X veces superior al valor del EBITDA.

Dadas los inconvenientes ya tratados en este punto, pese a su rapidez en el cálculo se recomienda el uso de este método de valoración como apoyo una vez que ya se ha realizado la valoración mediante el método de descuento de flujos y no como método principal.

⁷ EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

⁸ EV: Magnitud utilizada para la medición de los activos de una compañía sin tener en cuenta si han sido financiados con fondos propios o ajenos.

6.3. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos.

Se trata del método más utilizado, como hemos comentado anteriormente. Destaca sobre todo porque, tiene en cuenta el valor del dinero a lo largo del tiempo, siendo así, un método dinámico.

Es un método que trata de obtener el valor de la compañía a partir de la estimación de los flujos de caja futuros de la empresa en un determinado periodo de tiempo, después de descontarlos a una tasa de interés, esta a su vez, dependerá del riesgo de dichos flujos, así como de sus volatilidades históricas. La elección de esta tasa de descuento es uno de los puntos más importantes a la vez que críticos de este método.

Por otro lado, en este método, trataremos de paliar el problema de la duración indeterminada de los flujos de caja, para ello, calcularemos el Valor Residual (VR) de la inversión, al que consideraremos como un flujo más de la inversión. (Fernández, 2008)

Como ya explique al inicio del trabajo, actualmente este es el método de valoración más preciso y por ende el más utilizado por los analistas financieros e inversores, esto se debe principalmente a que se trata de un modelo conceptualmente correcto. Considerando a la compañía como una entidad en funcionamiento, generadora de flujos de efectivo a lo largo del tiempo.

Muchas son las variantes que podemos encontrar sobre este método, pero todas ellas partirán de esta misma expresión:

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

Siendo:

CF_i el flujo de fondos que la empresa ha generado en el periodo i , VR_n , el valor residual de la compañía en el periodo n , K es la tasa de descuento aplicada para el modelo en función del riesgo y n , el horizonte temporal.

Al considerar a la empresa bajo el supuesto de empresa en funcionamiento, y por lo tanto una duración indefinida de sus flujos futuros a partir del periodo n , necesitaremos calcular el valor residual en el momento n . Para calcular este valor necesitaremos suponer una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos que descontaremos en la siguiente formula:

$$VR_n = \frac{CF_n(1+g)}{(k-g)}$$

Dependiendo del tipo de flujos que se estén estimando, utilizaremos un modelo de descuento u otro, en concreto son cuatro las variantes las utilizadas dentro de este método de descuento de flujos y las tasas de descuento que se utilizan en cada uno de los casos (Fernández, 2008):

- **Flujo de caja para los accionistas (FCac)**, utiliza el coste de capital o rentabilidad exigida por los accionistas (K_e) y nos dará el valor de las acciones, por lo que, al sumar dicho resultado al valor de la deuda, obtendremos el valor total de la empresa;
- **Flujo de fondos para la deuda (CFd)**, en este caso utiliza el coste de la deuda o lo que es lo mismo la rentabilidad exigida a la deuda (K_d). Consiste en sumar el total de los de los intereses a pagar como consecuencia de la deuda, más las devoluciones de principal;
- **Flujo de caja libre** o como comúnmente se le conoce, Free Cash Flow (FCF), para este método utilizamos el WACC, que es el coste ponderado de los recursos y propios y ajenos con los que se financia la empresa.
- **Flujo de caja de capital (CCF)**, al igual que el anterior utiliza el WACC, pero en este caso antes de impuestos.

Antes de profundizar en el método del FCF, creo necesario recordar algunos conceptos: Entendemos por valor de la empresa, al valor de las acciones en el mercado más la deuda neta financiera de la compañía. Por otro lado, el Balance Financiero es otro de los términos que merece especial atención, ya que, las partidas que contiene son las que utilizaremos a lo largo de nuestra valoración práctica. El activo de dicho balance, no es el total del activo que tenemos en el balance contable sino que, es el activo total menos la financiación espontánea, es decir, el activo financiero es la suma del activo fijo neto y las NOF (más adelante explicare como calcularlas). En la siguiente figura vemos de manera simplificada las diferencias entre balance contable y financiero:

BALANCE COMPLETO		BALANCE FINANCIERO	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Tesorería	Proveedores		
Deudores	Provisiones...		
	Deuda financiera a corto plazo	Necesidades operativas de fondos	Deuda
Inventarios	Deuda financiera a largo plazo		
	Recursos propios	Activos fijos netos	Recursos propios
Activos fijos netos			

NOF = Tesorería + Deudores + Inventarios - Proveedores - Provisiones...

Tabla 4. Fuente: Métodos de valoración de empresas, 2008, P. Fernández

6.3.1. Flujo de caja libre o Free Cash Flow

Este método, los flujos de fondos operativos, serán los que centren nuestra atención, es decir, todos aquellos fondos generados como consecuencia de las operaciones de la empresa sin tener en cuenta la deuda financiera, después de impuestos. Este es el método que vamos a pasar a explicar en más detalle de todos los nombrados en el apartado anterior, además será el que centre para nuestra valoración.

El FCF (Free Cash Flow) se calcula a partir del beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT⁹), base sobre la cual se calcularán los impuestos, para deducírselos seguidamente, a esto tendremos que sumarle las amortizaciones ya que se trata de un gasto ficticio y no real, un mero apunte contable, por lo que no conlleva una salida de caja. Seguido de las amortizaciones le deduciremos las inversiones en activos no corrientes (CAPEX) y el incremento en las necesidades operativas de fondos (NOF), estas últimas se obtienen de la suma de clientes más existencias menos proveedores. El motivo por el que realizamos este ajuste se debe a que, dichas cantidades son importes que prevemos destinar a la compañía. La fórmula para el cálculo de estos flujos de caja libres es la siguiente:

$$FCL^{10} = BAIT \times (1 - \text{tasa impositiva}) + \text{Amortizaciones} - \Delta\text{NOF} - \text{CAPEX}$$

⁹ BAIT: Beneficio antes de intereses e impuestos, también se le suele llamar EBIT, acrónimo de este mismo concepto en inglés, Earnings before interest and taxes.

¹⁰ Flujo de caja libre.

Como he comentado con anterioridad, la tasa de descuento que se utiliza para el cálculo del valor de las acciones utilizada en para descontar los flujos calculados por este método, será el WACC¹¹, es decir, el Coste Medio Ponderado de Capital.

Es importante destacar que a pesar del nombre que recibe esta tasa, no es ni un coste ni una rentabilidad, sino que se trata de un promedio ponderado entre un coste y una rentabilidad exigida. (Fernández, 2011)

6.3.1.1. Cálculo de las Necesidades Operativas de Financiación (NOF)

Entendemos por NOF¹² aquellas inversiones que la empresa necesita para poder desarrollar su actividad de explotación sin que tenga que interrumpir su actividad. La empresa tiene que mantener un nivel mínimo de existencias o stock para abastecer su actividad, además de contar con los recursos financieros para poder financiar a los clientes sin coste, aceptando un cobro posterior a la venta. Por el contrario proveedores, acreedores y hacienda pública, financian sin coste a la empresa, permitiendo un pago posterior. A este tipo de financiación sin coste se le denomina financiación espontánea. Las NOF las podemos calcular a partir de las siguientes formulas:

$$\text{NOF Netas} = \text{Existencias} + \text{Clientes} - \text{Proveedores} - \text{Acreedores}$$

6.3.1.2. Cálculo del CAPEX

El Capex, es la inversión que realiza la compañía en activos fijos, puede tratarse tanto de la adquisición de nuevos activos no corrientes como de inversiones necesarias para mejorar o mantener los ya existentes. Por otro lado, además de tener en cuenta las inversiones que realice la empresa, también debemos prestar atención a las desinversiones que realice en activos fijos. Así pues, para obtener el Capex de una compañía deberemos sumar el total de la inversión en inmovilizado a la amortización del periodo y restarle la desinversión en activo fijo.

¹¹ WACC: Weighted Average Cost of Capital.

¹² NOF: en inglés se le conoce como Working Capital Requirements.

6.3.1.3. WACC

A continuación voy a pasar a explicar más en detalle cómo obtener esta tasa de descuento. En este caso, la fórmula que tomaremos de partida será la siguiente:

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

Las empresas pueden utilizar dos vías a la hora de financiarse, o bien mediante recursos obtenidos en la propia empresa, lo que denominamos Capital, Fondos Propios o Equity, como se denomina en inglés (E) o bien a partir de financiación externa, a la que denominamos Deuda Financiera (D). Este reparto será lo que determine la estructura financiera de la empresa, y se reflejará en la fórmula anterior mediante la ponderación de ambos costes. Ambas ponderaciones se hacen en función al valor de mercado y no al valor contable de dichas partidas. Sin embargo, en el caso de la deuda, con ambas opciones su valor coincidirá, lo que no ocurrirá con el valor del capital. Por eso, cuando estemos valorando compañías cotizadas, el capital que tomaremos como dato, será la capitalización bursátil de la compañía, que obtendremos al multiplicar el número de acciones por su precio de mercado.

Por otro lado, cada una de estas líneas de financiación tiene un coste diferente. El primero que definiremos será el coste de Capital o coste del Equity (Ke), este representa la rentabilidad exigida por el accionista a la empresa, reflejando además el riesgo de las acciones. Para su obtención podemos utilizar los siguientes modelos:

- Modelo de crecimiento constante de Gordon y Shapiro

En este modelo el coste del Equity se obtiene de la suma entre el cociente de los dividendos esperados para el próximo periodo y el precio de mercado de la acción actual y la tasa de crecimiento constante de los dividendos.

$$Ke = \frac{Div_1}{P_0} + g$$

- CAPM

Se trata del método más utilizado para la obtención del coste de capital. Está basado en la teoría de la diversificación de las carteras de Markowitz, y posteriormente autores como el Premio Nobel W. Sharpe profundizaron en el desarrollo de la materia.

Es un modelo que nos permite valorar activos financieros a partir de la siguiente ecuación:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Lo que refleja esta expresión, es la relación existente entre la rentabilidad esperada por los accionistas de la compañía y el riesgo que estos están dispuestos a asumir. Donde la R_f es la rentabilidad de un activo libre de riesgo (normalmente se asume un bono del estado a diez años del país o países en el que opera la compañía), R_m la rentabilidad del mercado, la diferencia entre ambos es la denominada prima de riesgo del mercado y por último, la β es el riesgo no diversificable dependiente del mercado.

Uno de los principios básicos de las finanzas es que un mayor riesgo siempre va asociado a una mayor rentabilidad, y esto lo vemos reflejado en este modelo, dado que la rentabilidad que asumen o que exigen los accionistas será mayor cuanto mayor sea el riesgo al que está sujeto la empresa.

El coeficiente β , determina la volatilidad de un activo con respecto al mercado. A su vez, este coeficiente nos muestra la variación que sufre el rendimiento de un activo en función de la coyuntura económica y los cambios en el mercado.

La fórmula utilizada para calcular la beta apalancada en caso de que la empresa sea cotizada, es la siguiente:

$$\beta = \frac{Cov(r_a, r_m)}{Var(r_m)}$$

Empresas de un mismo sector tendrán betas muy similares, y en el caso de que la empresa objeto de estudio no cotizara, se tomaría como referencia el promedio de las betas de las empresas comparables si cotizadas. Estas empresas deberán coincidir tanto en riesgo de negocio y como en el financiero con la analizada. En el caso de que no coincidiera este último tipo de riesgo, deberíamos realizar el siguiente ajuste sobre el promedio de las betas apalancadas (β_u):

$$\beta = \beta_u * (1 + (1 - t) * \frac{D}{E})$$

Según el valor que tome la beta, su significado será uno u otro:

- Si $\beta = 1$, quiere decir que la empresa se comporta igual que el mercado en su conjunto, es decir, cuando el mercado sube un 10% la empresa lo hará en la misma proporción;
- Si $\beta = 0$, nuestra rentabilidad esperada será la rentabilidad libre de riesgo (R_f);

- Si $0 < \beta < 1$, la variabilidad será menor que la del mercado, es decir, si la beta fuera de 0,5 y el mercado bajara un 10%, la empresa solo lo haría en un 5%. Se trata de un activo defensivo;
- Si $\beta > 1$, el activo financiero cuenta con una variabilidad superior a la del mercado, por lo que si la beta es igual a 3 una subida del mercado en un 10%, conllevará una subida 3 veces superior en el activo, sin embargo, si el mercado cae en un 10% el activo lo hará tres veces más que el mercado, es decir, caerá en un 30%.

La explicación de lo anterior viene justificada debido a que, un activo con beta mayor que uno, tiene un riesgo superior al riesgo del mercado en su conjunto, por el contrario, si el coeficiente de la beta es menor que la unidad, nos dice que la volatilidad de la compañía es menor que la del mercado.

Para el cálculo de las betas que acabo de detallar, hemos utilizando los datos históricos que nos ofrece el mercado, esto está calificado como un “error enorme” por economistas como, P. Fernández y J.M. Carabias quienes dan estas siete razones que soportan dicha afirmación: Las betas calculadas a partir de datos históricos cambian mucho de un día a otro; dependerán del índice bursátil que se tome como referencia; así como del periodo histórico y rentabilidades (mensuales, anuales,...) que se utilicen; además en muchas ocasiones, no se puede determinar si una beta es superior o inferior a la de otra empresa; la relación con la rentabilidad posterior de las acciones es muy baja; y por último por que la correlación de las regresiones es muy baja. Como consecuencia a dichas razones, dicen que una beta calculada con datos históricos no es una buena aproximación a la beta de una empresa. De todas formas, como los datos históricos son los únicos datos reales de los que disponemos, nos facilitaran mucho el cálculo de la beta. (Fernández & Carabias, 2007)

Una vez obtenido el último componente que nos faltaba para calcular el coste de capital, pasaremos a determinar el coste de la deuda. En este caso, las alternativas con las que contamos son tres, las cuales están ordenadas a continuación de mayor a menor idoneidad:

- La primera opción será consultar en la entidad bancaria correspondiente el coste real de la deuda de los préstamos que tenga la compañía. A pesar de que es la mejor de las alternativas, no es muy poco probable que se pueda acceder a este tipo de información;
- Comprobar si en la memoria hay alguna nota que indique el coste que andamos buscando;

- Y la última de las opciones, sería calcular el coste de la deuda a partir de costes históricos que aparecen en los estados financieros. A pesar de que esta es la peor de las tres alternativas es la que habitualmente se usa. La fórmula a utilizar es la siguiente:

$$K_d = \frac{\text{Gastos financieros}_n}{\text{Deuda Financiera}}$$

Una vez que ya tenemos el coste de la deuda, tendremos que comprobar si esto tiene sentido económico, por lo que se tendrá que cumplir la siguiente condición:

$$r_f < K_d < K_e$$

Esta condición, siempre se deberá cumplir, ya como los accionistas son los que más riesgo asumen, también serán los que exijan una mayor rentabilidad a la compañía. Esto lo podemos ver más claramente con un ejemplo, en el hipotético caso de que la empresa se declarara en concurso de acreedores y por consiguiente, no pudiera hacer frente a sus deudas, los accionistas serían los últimos que recuperarían su dinero, por detrás de bancos o proveedores, asumiendo así un mayor riesgo que estos.

Algunos puntos que debemos tener en cuenta a la hora de calcular el WACC son los siguientes:

- En caso de que estemos interesados en invertir únicamente en una de las divisiones de la compañía, tendremos que calcular el riesgo de actividad y financiero para cada una de las divisiones y tomar la aquella que sea objeto de nuestro estudio.
- El método del CAPM que utilizamos para obtener el coste del Equity, lo podemos utilizar para todo tipo de compañías, independientemente de que estas coticen o no, sin embargo no podremos calcular la beta apalancada de una empresa no cotizada, teniendo que calcularla a partir de una empresa comparable, como hemos explicado en el punto anterior.

7. Valoración 21st Century Fox

Al iniciar una valoración, el primer paso que tenemos que realizar será, obtener los datos contables de la empresa, para ello, acudiremos a las cuentas anuales presentadas por la compañía. En este caso, para conocer mejor la tendencia que ha seguido la empresa a lo largo de los años, y dada la alta volatilidad en sus beneficios, he considerado adecuado coger información desde 2010, es decir, tres años antes de que la compañía se separara de News Corporation, viendo así también como variaron las diferentes partidas contables a partir de ese momento.

En base a estos datos, pero sobre todo a la información que nos dan las notas de la memoria, tomaremos las hipótesis de crecimiento con las que proyectar hasta 2021 la cuenta de resultados y el balance. Ambas proyecciones son necesarias para obtener la valoración de la compañía a partir del método de descuento de flujos de caja libre, método que centra nuestro estudio.

En el punto siete del trabajo, expliqué los principales métodos utilizados por analistas financieros e inversores. Sin embargo, en nuestra valoración nos vamos a ceñir al método basado en el descuento de Flujos de Fondos, método que nos dará una aproximación más cercana a la real del valor de la compañía, así como, también realizaremos un análisis pormenorizado de la cuenta de resultados de la empresa y de su balance de situación.

7.1. Análisis de los principales Estados Financieros

Comenzaremos con un breve análisis de la cuenta de resultados y del balance de la compañía, para así conocer mejor la historia y los acontecimientos de la compañía desde una perspectiva contable.

7.1.1. Cuenta de Resultados (Pérdidas y Ganancias)

La información que la compañía nos aporta en este estado financiero, a raíz de la evolución que han sufrido sus partidas, nos dan información de especial interés para entender y conocer la historia de la empresa y los acontecimientos que se han producido en ella.

Hay que recordar que la industria del entretenimiento tiene estrechamente ligados sus beneficios a la aceptación por parte del público de su contenido. Que una película sea un gran éxito, como fue el caso en el año 2009 de “Avatar”, película más taquillera de la historia, hace que los ingresos de ese año aumenten en consideración. Dicho estreno

en concreto, junto con otros New Releases¹³ estrenados en el mismo año fiscal 2010, hicieron que los beneficios de la línea de negocio cinematográfica aumentaran en 1.695 millones de dólares o lo que es lo mismo en un 29% con respecto al año fiscal 2009. Como consecuencia a este hecho, no se pueden establecer tendencias o patrones en el crecimiento de las ventas para su estimación.

En la tabla 5, vemos la variación que ha sufrido el EBITDA en los últimos siete años. Esta partida es muy interesante, ya que, nos muestra el resultado más “puro” de la actividad de la empresa, sin incluir gastos financieros, impuestos o amortizaciones y depreciaciones. Con este indicador, podremos determinar si una empresa es rentable o no, ya que nos muestra si la empresa, a partir de su actividad es capaz de generar suficientes beneficios para cubrir tanto sus costes operativos como el resto de costes generales de la compañía. Como no está teniendo en cuenta los impuestos, la depreciación y la amortización contable, además del endeudamiento de la empresa, permitirá realizar una mejor comparación entre diferentes empresas.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA	4.696	5.144	6.041	6.558	6.172	6.630	6.642
Variación (%)		9,5%	17,4%	8,6%	(5,9%)	7,4%	0,2%
EBITDA/Ventas (%)	15,4%	15,7%	18,1%	19,5%	22,3%	20,8%	22,9%

Tabla 5 (Millones de \$)

Además, el margen obtenido de la relación entre el EBITDA y las ventas, nos dice que un incremento de este, se debe a que los beneficios operativos han aumentado o han disminuido menos de lo que lo han hecho los costes.

En el caso concreto de la empresa a analizar, vemos en la tabla 5 como a excepción del año fiscal 2013 todos los años se ha incrementado el EBITDA, incluso en los años donde la crisis económica fue mayor. Sin embargo, es importante mencionar que en ese mismo año 2013, el margen del EBITDA fue superior al de 2012 y esto se debe a que, las ventas cayeron un 17,9% (de 33.706M\$ a 27.675\$), mientras que la suma de los costes operativos y generales cayó en un 20,8%, es decir, como la disminución sufrida por parte de los costes es mayor que la experimentada por los ingresos, el margen del EBITDA para el 2013 aumentó con respecto al del 2012.

En la tabla 5, vemos los márgenes sobre ventas de las partidas más relevantes de la cuenta de resultados. A partir de esta tabla, podemos ver de una forma más clara

¹³ New Release: Nuevos lanzamientos, estrenos.

aquellas partidas que se han mantenido en una misma línea a lo largo de los años, y que por lo tanto no han sido las causantes de las variaciones en el beneficio final de la compañía, como por ejemplo ha sucedido con la amortización que se ha mantenido constante alrededor del 3% o los gastos e ingresos financieros ambos constantes también, alrededor del 3% y 0,3% respectivamente. Sin embargo, las ganancias de capital procedentes de filiales van aumentando su peso sobre las ventas, al igual que sucede con la partida otros e impuesto. Estas serán posiblemente las causantes de las variaciones en el resultado final de la firma.

Márgenes sobre Ventas (%)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Depreciación y Amortización	(3,7%)	(3,6%)	(3,6%)	(3,5%)	(2,9%)	(3,6%)	(2,5%)	(3,3%)
Beneficio Operativo (EBIT)	11,7%	12,1%	14,5%	16,0%	19,4%	17,2%	20,4%	15,9%
Ganancias de capital procedente de filiales	(1,0%)	1,4%	1,4%	2,2%	2,4%	2,0%	3,1%	1,6%
Gastos Financieros	(3,0%)	(3,0%)	(2,9%)	(3,1%)	(3,8%)	(3,5%)	(4,1%)	(3,4%)
Ingresos financieros	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,3%
Otros	0,0%	(0,6%)	(0,9%)	(8,9%)	13,4%	0,5%	14,5%	2,6%
Resultado antes de Impuestos (EBT)	(18,2%)	10,1%	12,5%	6,6%	31,6%	16,3%	34,0%	13,3%
Impuestos	7,3%	(2,1%)	(3,1%)	(2,4%)	(6,1%)	(4,0%)	(4,3%)	(2,1%)
Beneficio atribuible a los accionistas	(11,1%)	7,7%	8,2%	3,5%	25,6%	14,2%	28,7%	11,0%

Tabla 5. Márgenes sobre ventas (%) 21st Century Fox (2009-2015)

7.1.2. Balance de Situación:

Al analizar el balance de la empresa, lo primero que debemos realizar será calcular el mismo en términos relativos sobre el total, con esto podremos ver de nuevo, la importancia de las distintas partidas y así como sus variaciones a lo largo de los años analizados. Anexo 1

Al analizar estos datos del balance, vemos que los seis años analizados (2010-2015) están divididos en dos periodos o bloques muy diferenciados. Los podemos definir de la siguiente manera: del 2010 al 2012, “era pre-separación de News Corporation.” y de 2013 a 2015, “era post-separación de News Corporation”.

Esta diferencia entre los bloques mencionados, la vemos plasmada sobre todo en la distribución de la financiación de la empresa, es decir, en el reparto entre fondos propios y pasivo. Mientras en los tres primeros años analizados, la distribución promedio era de 54,2% de deuda y de 45,8% de fondos propios, y de 2013 a 2015 esta distribución pasó a ser del 66,8% de deuda y 33,2% de capital. Estos cambios en la estructura de financiación de la compañía se deben fundamentalmente al incremento de la deuda a largo plazo por un lado, y al decremento sufrido en la partida Resultados no distribuidos por otro, en el anexo 1 se puede ver dichas variaciones. Por otro lado, en la tabla 3 podemos ver el desglose para cada uno de los seis años de las partidas del pasivo de la empresa.

	2010	2011	2012	Promedio	2013	2014	2015	Promedio
Total Pasivo Corriente	16,3%	15,4%	17,0%	16,2%	16,6%	16,2%	14,5%	15,7%
Total Pasivo No Corriente	37,5%	37,0%	39,5%	38,0%	50,1%	52,0%	51,1%	51,1%
Total Pasivo	53,8%	52,4%	56,4%	54,2%	66,6%	68,2%	65,6%	66,8%
Total Fondos Propios	46,2%	47,6%	43,6%	45,8%	33,4%	31,8%	34,4%	33,2%

Tabla 6 Pasivo de la empresa en términos relativos (2010-2015)

Siguiendo con la información que nos proporciona el balance, vamos a calcular el Periodo Medio de Maduración Financiera (PMMF), lo que nos servirá para conocer y analizar, el tiempo que necesita la empresa, en términos medios, para financiar el ciclo operacional de la compañía. O dicho de otra manera, es el número de días desde que la empresa paga a sus proveedores hasta que los clientes le pagan por el bien o servicio adquirido, es decir, cuando la empresa recupera la inversión realizada. A este periodo también se le conoce como Cash Conversion Cycle.

Para obtener este el PMMF, vamos a tener que realizar una serie de pasos intermedios:

- **Periodo Medio de Cobro**, nos dirá el tiempo medio que transcurre desde el momento en el que la compañía vende el producto o servicio hasta que recibe su cobro. Para su cálculo dividimos la cifra de clientes presentada en el balance entre el total de las ventas y lo multiplicamos por 365. En la tabla 4 vemos el PM de Cobro obtenido con los datos de la compañía, que tardará alrededor de 70 días en cobrar las facturas por parte de los clientes:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Clientes	6.431	6.330	6.608	5.459	6.468	5.912
Ventas	32.778	33.405	33.706	27.675	31.867	28.987
Periodo Medio de Cobro	72	69	72	72	74	74

Tabla 7, PM Cobro de 21st Century Fox

- **Periodo Medio de Pago** a proveedores, es el tiempo transcurrido desde que la empresa realiza una compra hasta que se efectúa el pago de la misma. Para su cálculo, al igual que en el caso anterior, dividimos el total de la cifra de proveedores entre el total de las compras y lo multiplicamos para 365. En este caso, como podemos ver en la tabla 5, el PM de Pago, es de 77 días, es decir, tres días superior al periodo calculado anteriormente, esto significa que durante el 2015 la compañía estuvo pagando a sus proveedores una media de tres días más tarde de cobrar por parte de los clientes. Esta circunstancia es favorable para la compañía ya que, le permite financiarse de una manera gratuita. Para completar esta afirmación deberemos seguir con el cálculo del PMMF.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Proveedores	5.204	5.773	5.405	4.434	4.183	3.937
Compras	21.015	21.058	20.785	17.496	21.108	18.561
Periodo Medio de Pago	90	100	95	93	72	77

Tabla 8, PM Pago de 21st Century Fox

- **Periodo Medio de Existencias**, es el tiempo medio transcurrido desde la adquisición del bien o servicio hasta que se produce su venta. Para la obtención de este periodo dividimos las existencias entre las ventas de la compañía y lo multiplicamos por 365. En este caso, como nos podemos ver en la tabla 6 este periodo ha aumentado en 8 días desde 2010, o lo que es lo mismo cuando en 2010 pasaban 27 días entre la compra del producto y su posterior venta ahora pasan 35 días.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Existencias	2.392	2.332	2.595	2.784	3.092	2.749
Ventas	32.778	33.405	33.706	27.675	31.867	28.987
Periodo Medio de Existencias	27	25	28	37	35	35

Tabla 9, PM Existencias, 21st Century fox

- **Periodo Medio de Maduración Técnico**, es el último eslabón que necesitamos calcular para obtener el PMMF, y es el periodo desde la adquisición del producto o servicio a comercializar hasta el momento en el que recibimos el cobro por parte del cliente. Para su obtención sumaremos los periodos anteriormente dictados, PM de Cobro y PM de Existencias. En la tabla 10 podemos ver los resultados obtenidos para este periodo calculado.

Con estos cuatro periodos podremos obtener el PMMF, para ello, al PM de Pago le deduciremos el PMM Técnico. Según los resultados obtenidos (tabla 10) la empresa pagaba a sus proveedores 8 días más tarde en 2010 de lo que lo hacían sus clientes a ellos mismos, mientras que en el último año vemos como esta cifra ha aumentado hasta los 35 días, permitiendo a la compañía financiarse durante más de un mes libre de coste.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Periodo MM técnico	98	95	100	109	109	109
Periodo MM Financiero	-8	5	-5	-16	-37	-32

Tabla 10 PMM Técnico y Financiero

7.2. Valoración por el Método de Descuento de flujos de Caja Libre

En este apartado vamos a calcular el valor estimado de la compañía a partir del método de descuento de flujos de caja libre, método principal en nuestra investigación, para lo cual, vamos a seguir los pasos descritos en el punto 3. del marco teórico.

Comenzaremos con el cálculo de los flujos de caja libres hasta 2015 (último año del que tenemos datos reales), posteriormente a partir de las hipótesis planteadas, calcularemos los flujos de caja libre futuros, junto con el Valor Residual, para así calcular el valor intrínseco de la compañía.

Para el cálculo de los flujos de caja libre, todos los datos que necesitamos los podemos encontrar en los estados financieros de la compañía, sin embargo, algunas partidas necesarias para el cálculo de estos flujos, como el Capex o la variación de las necesidades operativas de fondos (NOF o Working capital) necesitarán de un cálculo previo.

La primera de estas dos partidas que vamos a calcular serán, las variaciones en las necesidades operativas de financiación (NOF), que como está descrito en el marco teórico, son aquellas inversiones a corto plazo, que necesita la empresa para poder desarrollar su actividad operativa de manera ininterrumpida, es decir, aquellas inversiones que necesita la empresa, para poder hacer frente a su pasivo exigible a corto plazo.

Destacar que existen dos posibilidades para su cálculo, una primera, que es la que hemos tomado en esta valoración, es aquella en la que no consideramos la caja como operativa, por lo que no la incluimos en el cálculo de las NOF, por lo tanto, al terminar con nuestra valoración deberemos hacer un ajuste en el cálculo del Enterprise Value. Sin embargo en el caso de que hubiéramos considerado la caja como operativa, deberíamos haber sumado esta partida en el cálculos de las NOF, sin ser necesario por lo tanto un ajuste posterior en el EV.

Debido a esta primera hipótesis tomada, para el cálculo de la variación de las necesidades operativas de fondos, hemos sumado las partidas clientes y existencias y hemos restado los proveedores. En la tabla 11, podemos ver las necesidades operativas de fondo de la compañía en cada uno de los años, así como la variación de las mismas, es decir, el incremento o decremento de financiación que necesita la empresa de un periodo a otro. Esta variación será la que incluyamos en nuestro cálculo.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Clientes	6.431	6.330	6.608	5.459	6.468	5.912
Existencias	2.392	2.332	2.595	2.784	3.092	2.749
Proveedores	5.204	5.773	5.405	4.434	4.183	3.937
NOF	3.619	2.889	3.798	3.809	5.377	4.724
Variación NOF		(730)	909	11	1.568	(653)

Tabla 11 (Millones de \$)

De los resultados obtenidos en la tabla anterior, vemos como las necesidades de financiación de la empresa no siguen una tendencia clara, mientras que para 2012, 2013 y 2014 estas fueron positivas y por lo tanto, la empresa necesitó de financiación para el desarrollo normal de su actividad, en 2015 al igual que en 2011, estas fueron negativas. La variación que vemos en el año 2015, está relacionada con el resultado obtenido en el apartado anterior al calcular el Periodo Medio de Maduración Financiero, donde veíamos que actualmente la empresa no necesita una financiación “extra” para el desarrollo normal de su actividad.

La siguiente partida que debemos calcular es la inversión en Capex, es decir, la inversión que la empresa realiza al adquirir activos fijos o al mejorar o mantener los ya existentes. Para su cálculo, sumaremos las partidas de balance de Inmovilizado Material e Inmaterial y la Amortización de la cuenta de resultados de ese mismo año, a lo que le restaremos el Inmovilizado Material e Inmaterial del año anterior, obteniendo así la variación en la inversión de activo fijo. Los datos obtenidos los vemos en la tabla 12.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inmovilizado Material	5.980	6.542	5.814	2.829	2.931	1.722
Inmovilizado Inmaterial	8.306	8.587	7.133	5.064	8.072	6.320
Amortización	1.185	1.191	1.179	797	1.142	736
CAPEX		2.034	(1.003)	(4.257)	4.252	(2.225)

Tabla 12 (Millones de \$) Cálculo de las inversiones en activo fijo de 21st Century Fox

En estos resultados, vemos de nuevo el efecto que se produjo en 2013 tras la separación con News Corporation, reduciendo el Inmovilizado Material e Inmaterial, en un 51% y 29% respectivamente. La desinversión de 2.225 millones de dólares, que se ha producido en el año 2015, se debe principalmente a la venta de parte de la línea de negocio de DBS anteriormente citada.

Calculadas estas dos partidas ya tendremos todo lo necesario para el cálculo de los FCL¹⁴ hasta 2015. De los datos obtenidos, vemos que la compañía, exceptuando 2014, es generadora de un flujo de caja muy alto, siendo así una empresa con un alto nivel de liquidez.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT(1)	3.959	4.850	5.379	5.375	5.488	5.906
Tasa Impositiva (35%)	1.386	1.213	1.345	1.344	1.372	1.477
EBIT - Tasa impositiva	2.573	3.638	4.034	4.031	4.116	4.430
Amortizaciones	1.185	1.191	1.179	797	1.142	736
CAPEX (-)	0	2.034	(1.003)	(4.257)	4.252	(2.225)
Incremento NOF (-)	0	(730)	909	11	1.568	(653)
Flujo de Caja Libre (FCL)	3.758	3.525	5.307	9.074	(562)	8.044

Tabla 13 (Millones de \$) FCL de 21 Century Fox (2010-2015)

7.2.1. Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

Para completar la valoración por el método de descuento de flujos de caja libre, necesitamos calcular la tasa de descuento que vamos a utilizar, es decir, el WACC. Para lo cual vamos a ir calculando cada una de las partidas que engloban la siguiente formula:

$$WACC = a * Ke + b * Kd * (1 - t)$$

Donde $a = \frac{E^{15}}{E+D}$ y $b = \frac{D}{E+D}$ son las ponderaciones de la distribución de capital y deuda de la empresa. Comenzaremos con el cálculo del valor de mercado de los recursos propios de la compañía, para eso deberemos multiplicar el número total de las acciones de esta (1.894.246.925), por el precio de mercado que dicte la bolsa de valores donde cotice, en el caso de la compañía analizada se trata de la bolsa de valores, Nasdaq¹⁶. El precio que cogeremos será la media de las cotizaciones diarias al cierre del último año fiscal, que fue de 28,72\$.

Nº de Acciones	Precio medio por acción	Recursos Propios (M\$)
1.894.246.925	\$28,72	54.399

Tabla 14. Capitalización Bursátil de la compañía

¹⁴ FCL: Flujos de Caja Libre

¹⁵ E= Equity

¹⁶ Nasdaq, segunda bolsa de valores electrónica y automatizada de Estados Unidos por detrás de New York Stock Exchange.

Por otro lado, para determinar el valor de la deuda financiera de la empresa, utilizaremos el valor contable que aparece en las partidas de Deuda¹⁷ del balance de situación. Con esto, ya podremos calcular las ponderaciones que necesitamos para el cálculo del WACC.

Deuda a CP	244
Deuda a L/P	18.795
Total Deuda	19.039

Tabla 15. Deuda Financiera
(Mill.\$)

Capital	54.399
Total Deuda	19.039
Total Capital y Deuda	73.438
% Capital (a)	74,1%
% Deuda (b)	25,9%

Tabla 16. Ponderaciones de la financiación de la compañía

Una vez ya calculados estas ponderaciones, calcularemos los costes que tienen cada una de estas formas de financiación. Comenzaremos calculando el Coste del Equity (Ke), es decir, la rentabilidad exigida por los accionistas a la compañía. Para ello, utilizaremos el método del CAPM¹⁸, partiendo de la fórmula que lo resume, deberemos calcular los diferentes parámetros que la componen:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Para determinar la rentabilidad libre de riesgo, R_f , y suponiendo que, al tratarse de una empresa que centra el grueso de su actividad en Norteamérica, la rentabilidad del bono americano será la adecuada. Por lo cual, tomaremos la rentabilidad de dicho bono, a partir de la ratio Long-Term Treasury Composite¹⁹ que a día uno de Julio de 2016 es de 1,96% (U.S. Department of the Treasury, 2016).

El siguiente parámetro que aparece en la fórmula anterior, es la β . Como la empresa que estamos analizando es una empresa cotizada, tenemos todos los históricos de sus cotizaciones publicadas, por lo que podremos calcular la covarianza de sus retornos y del índice bursátil S&P 500²⁰. Utilizamos este índice ya que está considerado como el

¹⁷ *Borrowings* en terminología anglosajona, es como aparece en las cuentas de la compañía.

¹⁸ CAPM: Capital Asset Pricing Model

¹⁹ Media no ponderada de todas las letras del tesoro americano ofertadas y todavía pendientes, con una duración no menor de 10 años.

²⁰ Basado en la capitalización bursátil de las 500 compañías más grandes, las cuales poseen acciones cotizadas en NYSE o NASDAQ, donde cotiza 21st Century Fox

más representativo del mercado estadounidense. La fórmula a utilizar para su cálculo es la siguiente:

$$\beta = \frac{Cov(r_{Fox}, r_{S\&P500})}{Var(r_{S\&P500})}$$

$$\beta = \frac{0,001692}{0,001380} = 1,226$$

Este coeficiente, nos muestra la relación de las acciones con el mercado, es decir, nos indica la volatilidad de la compañía con respecto a las variaciones en el mercado y la situación económica global. La β obtenida es de 1,226, esto significa que la variabilidad de la empresa es mayor que la del mercado, o lo que es lo mismo ante una variaciones en la cartera de mercado (S&P 500), la compañía analizada sufrirá estas mismas variaciones en una proporción mayor.

La prima de riesgo del mercado exigida, $(R_m - R_f)$, es la rentabilidad adicional, que se exige a una inversión en una cartera diversificada, a la ofrecida por los bonos del Estado. (Fernández, 2009).

Para el cálculo de la rentabilidad de la cartera de mercado, no hemos podido utilizar los datos históricos, ya que en los últimos cinco años la volatilidad ha sido muy elevada, además la crisis económica sufrida hizo que estas rentabilidades fueran negativas, por lo que no sería aconsejable tomar estos datos como referencia, ya que se espera que el mercado crezca. Por eso, la prima de riesgo de mercado que hemos utilizado ha sido la dada por Pablo Fernández, A. Ortiz y I. Acín en su estudio sobre la prima de riesgo de mercado, tomando como prima del mercado americano un 5,30%. (Fernández, et al., 2016) .

El cálculo del K_e a partir de la formula anterior será el siguiente:

$$K_e = 1,96 + 1,226 * (5,30\%) = 8,46\%$$

Una vez ya hemos calculado el coste de capital, pasaremos a obtener el otro de los costes necesarios para calcular el WACC, el coste de la deuda (K_d). Este lo obtendremos de la relación entre los gastos financieros de la compañía presentados en la cuenta de resultados y la deuda financiera utilizada con anterioridad.

$$K_d = \frac{Gastos\ financieros_{2015}}{Deuda\ Financiera\ 2015}$$

$$K_d = \frac{1.198}{19.039} = 6,3\%$$

Con la obtención de este último parámetro, ya tenemos todo lo necesario para el cálculo del coste ponderado de los recursos de capital (WACC):

$$WACC = 74,1\% * 8,46\% + 25,9 * 6,3\% * (1 - 35\%) = 7,33\%$$

7.2.2. Proyección de la Cuenta de Resultados.

El siguiente paso a desarrollar para poder finalizar la valoración de la empresa por el método de descuento de flujos de caja libre, será la proyección la cuenta de resultados de la compañía. Para lo cual, hemos analizado las variaciones anuales que han sufrido las diferentes partidas contables a lo largo de los años analizados, (Anexo2) que sumado a la información presentada por la compañía en la memoria acerca de las inversiones y desinversiones realizadas, nos servirá de ayuda para estimar las variaciones consideradas para los próximos años.

Empezando por la información presentada en la memoria, vemos que los principales movimientos en el elenco de empresas que componen la multinacional 21st Century Fox, se resume de la siguiente manera, en febrero de 2015, la compañía adquiere la empresa India, MAA Television Network Limited, cuyas actividades principales son la distribución y la ejecución en canales de entretenimiento del país. En este mismo mes, también adquiere la empresa TrueX media inc., dedicada a la publicidad y el marketing. Por otro lado, dentro de las desinversiones realizadas en el pasado año fiscal, destacar de nuevo, la venta de Sky Deurshland y Sky Italia, que provocó la desinversión total en el área de negocio de DBS²¹, a pesar de que fue en 2013 cuando la empresa aumentó su participación en la primera de estas dos compañías.

Comenzamos el análisis por la cuenta de pérdidas y ganancias de la compañía. Comprobamos lo ya anticipado en el párrafo anterior, la venta de la línea de negocio DBS ha tenido un fuerte impacto en la cuenta de resultados, la memoria ya nos informaba de este hecho.

²¹ DBS: Direct Broadcast Satellite

Así pues, vemos como las ventas se han reducido en un 9% en el pasado FY²²2015 con respecto al FY anterior, sin embargo, la memoria nos dice que esto es debido a la venta que se produjo en Noviembre de 2014 de DBS, si no tuviéramos en cuenta esta línea de negocio, los ingresos de la compañía se hubieran visto incrementados en un 3%. Este incremento en las ventas se debe principalmente al aumento en las cuotas de afiliación de diferentes canales de televisión de la compañía. La volatilidad citada en la primera parte del trabajo, es en los ingresos operativos donde se encuentra más patente. Si comparamos FY14 con FY13 vemos que los ingresos aumentaron un 17%, y en este caso fue consecuencia principalmente de un incremento en las tasas de suscripción y afiliación, la adquisición de Fox Sports Asia y Eredivisie Media&Marketing CV, pero sobre todo destacar la importancia en los derechos de retransmisión de eventos de gran magnitud como son la Super Bowl.

Con respecto a los costes de ventas, estos se han visto reducidos en un 12% en el último año, de nuevo consecuencia a la venta de la línea de negocio DBS, lo que ha compensado el incremento en los gastos operacionales correspondientes a la Programación por cable, que ha aumentado en aproximadamente un 1 billón de dólares. Este incremento se ha debido a los altos costes de los programas, como son "Star Sports", Fox Sport 1's además de la continua inversión en programas de light night.

Con respecto a la partida de gastos generales, vemos que ha decrecido en el último año un 8%, de nuevo consecuencia de la venta del negocio del DBS, también compensado por un incremento en los costes de programación por cable, aproximadamente 255M\$. Este último, es consecuencia por un lado de las pérdidas procedentes de las transacciones con moneda extranjera recibidas por parte de los canales de Fox Internacional, además de las continuas inversiones en canales de entretenimiento, pero sobre todo por la adquisición en "Yes Network" y en "true(X)"

Con toda esta información, vemos que no solo tenemos que abastecernos de la información que nos da la cuenta de resultados para proyectar este estado contable para los próximos años, sino que también tendremos que tener en cuenta la estrategia de la empresa en sus inversiones y desinversiones. Además esta información nos servirá para determinar el crecimiento de las partidas utilizadas para el cálculo de las NOF, también necesarias para finalizar con la valoración de la compañía. Por esto, las hipótesis consideradas para la proyección han sido las siguientes:

²² FY: Fiscal Year o año fiscal, en EEUU va del 1 de Julio al 20 de Junio del siguiente año.

Ventas	2,5%
Coste por ventas	4%
Gastos Generales	-2%
Depreciación y Amortización	-5%
Ganancias de capital por filiales	18%
Gastos Financieros	4%
Ingresos Financieros	2%
Otros Gastos Financieros	-10%
Clientes	1%
Existencias	3%
Proveedores	-5%

Tabla 17, Hipótesis tomadas para las proyecciones de 2016-2021

Una vez calculado las proyecciones en la cuenta de pérdidas y ganancias, vemos como el margen del EBITDA sobre las ventas se mantiene alrededor de un 21%. Con este hecho, la empresa consigue mantener su posición competitiva en el mercado a partir de la eficiencia.

	2013	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E
EBITDA	6.172	6.630	6.642	6.700	6.745	6.776	6.792	6.793	6.778
Variación (%)	(5,9%)	7,4%	0,2%	0,9%	0,7%	0,5%	0,2%	0,0%	(0,2%)
EBITDA/Ventas (%)	22,3%	20,8%	22,9%	22,5%	22,1%	21,7%	21,2%	20,7%	20,2%

Tabla 18, (Millones de \$)

7.2.3. Valoración de 21st Century Fox

Realizados todos los cálculos para la obtención del WACC y la estimación de los flujos de caja libres hasta 2021, el siguiente paso que deberemos realizar, será determinar la tasa de crecimiento constante (g) que tomaremos para el cálculo del VR²³. La tasa que hemos supuesto, es la estimada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para Estados Unidos, a pesar de que es una empresa diversificada geográficamente, el grueso de sus ingresos procede de norte américa, debido a esto hemos considerado una tasa de crecimiento del 2,4%.

El VR como dijimos en el marco teórico, necesitamos calcularlo al considerar la empresa bajo el supuesto de empresa en funcionamiento, teniendo así una duración indefinida sus flujos caja libre a partir del 2021²⁴. La fórmula para el cálculo del VR es la siguiente:

²³ VR: Valor Residual o Terminal Value (TV)

²⁴ Último año para el que hemos realizado proyecciones.

$$VR_{2021} = \frac{CF_{2021}(1 + g)}{(WACC - g)}$$

$$VR_{2021} = \frac{4.210(1 + 2,4\%)}{(7,33\% - 2,4\%)} = 83.406 \text{ Millones de euros}$$

Con el cálculo del VR a 2021, ya tendremos todo lo necesario para calcular el valor actual de los flujos de caja libres. El siguiente paso a realizar, será sumar este VR calculado al flujo de caja que hemos estimado para ese mismo año, es decir, $83.406 + 4.210 = 87.616$ Mill. \$, cifra que tomaremos para el año 2012, al calcular el NPV²⁵.

Finalizado el cálculo de los flujos de caja libre, deberemos descontar estos a la actualidad, es decir, a 2016, primer año con datos estimados. La tasa de descuento que utilizaremos será el WACC (7,33%), como comentamos anteriormente. Por lo tanto el valor actualizado de los flujos de caja libres será de 79.474 millones de dólares (anexo 3).

Una vez que ya tenemos el valor descontado de los flujos de caja, deberemos deducir la deuda neta²⁶ para así obtener el valor de la firma. Por último, para obtener el valor intrínseco de las acciones de la compañía, es decir, el valor objetivo de la acción que hemos estimado, dividiremos el valor de la compañía entre el número de acciones en circulación.

Como vemos en la tabla 15, el valor de la compañía que hemos obtenido es de 68.863 millones de dólares, y el precio objetivo de la acción de 36,35\$.

NPV (Mill.\$)	79.474
Deuda Financiera (Mill.\$)	19.039
Efectivo (Mill.\$)	8.428
Deuda Neta (Mill.\$)	10.611
Valor de la empresa (Mill.\$)	68.863
Nº de Acciones en circulación	1.894.246.925
Precio intrínseco de la acción	\$36,35

Tabla 19. Datos para la obtención del precio objetivo

²⁵ NPV: Net Present Value o Valor Actual Neto (VAN), nos permite calcular el valor actual de los flujos de caja procedentes de una inversión.

²⁶ La deuda neta, es el total de la deuda financiera menos los activos financieros y el efectivo, (en caso de que no lo hayamos considerado en el cálculo de las NOF) que presenta la compañía en su balance de situación.

8. Conclusiones

El interés en el análisis de la compañía 21st Century Fox, viene dado ante el atractivo del sector en el que opera, puesto que a pesar de los números riesgos a los que se atiene, como son la piratería y las nuevas plataformas de contenido como Netflix, sigue siendo un sector que está en alza, sobreponiéndose incluso a periodos de crisis. Este crecimiento como hemos visto en nuestro análisis, se debe en gran parte a la alta diversificación de la compañía en las diferentes líneas de negocio en las que actúa, así como, en la alta diversificación geográfica, lo cual le permite no depender únicamente de la coyuntura económica de un país, pero el hecho quizás más significativo de este sector de los medios y el entretenimiento en particular, es la creciente demanda por parte de la sociedad de todos aquellos bienes relacionados con el ocio y el entretenimiento.

Por otro lado, es importante destacar una de las dificultades añadidas que presenta un análisis de una empresa en este sector, y es que, la complejidad de prever la acogida del público sobre los contenidos lanzados, dificulta la predicción de la demanda y por ende de los ingresos futuros de la compañía. Es por esto que hemos realizado un análisis muy pormenorizado de la cuenta de resultados de la compañía, con lo que hemos podido establecer unas hipótesis coherentes tanto con la situación actual de la empresa como con la del mercado.

En el momento que queremos valorar una compañía para determinar su valor, dados los numerosos métodos existentes, deberemos elegir aquel que según las características de la empresa y del sector en el que actúe se adapte de una mejor manera.

El proceso de esta valoración ha sido largo y tedioso, comenzando como he comentado por un análisis en profundidad del sector, seguido de un análisis de los aspectos más estratégicos de la compañía objeto de análisis los cuales hemos tenido en cuenta para la determinación de las hipótesis. Finalizada esta parte hemos pasado a detallar los principales métodos de valoración utilizados hoy en día, hasta llegar al método de descuento de flujos de caja libre, que ha sido el modelo utilizado para el cálculo del valor de la empresa, con el que hemos calculado el precio objetivo de la acción de esta.

Mediante esta valoración hemos obtenido un precio objetivo de 36,35\$ por acción, y siendo 27,26\$ el precio de mercado a día 1 de julio de 2015, es decir, nuestro precio objetivo actualmente está 9\$ por encima del precio objetivo. Según esta valoración que hemos realizado por el método de descuento de FCL, la acción de la compañía 21st

Century Fox está infravalorada, por lo tanto mi recomendación ante tal situación es comprar, ya que se espera que el mercado reajuste al alza el precio de mercado de la acción, abriendo por lo tanto una opción clara de inversión en un futuro a medio o largo plazo.

9. Anexos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Efectivo	16,0%	20,5%	17,0%	13,1%	9,9%	16,8%	15,5%
Clientes	11,8%	10,2%	11,7%	10,7%	11,8%	11,8%	11,3%
Existencias	4,4%	3,8%	4,6%	5,5%	5,6%	5,5%	4,9%
Otro Activo Corriente	0,9%	0,7%	1,1%	1,3%	0,7%	0,6%	0,9%
Total Activo Corriente	33,1%	35,1%	34,3%	30,6%	28,1%	34,7%	32,7%
Clientes L/P	0,6%	0,6%	0,7%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%
Inversiones a L/P	6,5%	7,9%	8,8%	7,3%	5,2%	9,0%	7,4%
Inmovilizado Material	11,0%	10,6%	10,3%	5,6%	5,3%	3,4%	7,7%
Inmovilizado Inmaterial	15,3%	13,9%	12,6%	9,9%	14,7%	12,6%	13,2%
Fondo de Comercio	25,3%	23,7%	23,2%	33,9%	32,9%	25,0%	27,3%
Otros Activos No Corrientes	8,2%	8,3%	10,1%	12,0%	12,9%	14,4%	11,0%
Total ANC	66,9%	64,9%	65,7%	69,4%	71,9%	65,3%	67,3%
Total Activos	100,0%						
Préstamos a C/P	0,2%	0,1%	0,5%	0,3%	1,5%	0,5%	0,5%
Proveedores	9,6%	9,3%	9,5%	8,7%	7,6%	7,9%	8,8%
Deudas Royalties	3,1%	2,4%	3,0%	3,3%	2,8%	3,3%	3,0%
Deudas por derechos programación	2,1%	2,1%	2,4%	3,0%	3,0%	2,0%	2,4%
Ingresos diferidos	1,3%	1,5%	1,6%	1,3%	1,3%	0,9%	1,3%
Total Pasivo Corriente	16,3%	15,4%	17,0%	16,6%	16,2%	14,5%	16,0%
Préstamos a L/P	24,3%	24,9%	26,8%	32,0%	33,3%	37,6%	29,8%
Otros Pasivos a L/P	6,9%	6,0%	8,5%	13,6%	13,7%	9,4%	9,7%
Pasivos por impuesto diferido	6,4%	6,0%	4,2%	4,5%	5,0%	4,2%	5,0%
Total Pasivo No Corriente	37,5%	37,0%	39,5%	50,1%	52,0%	51,1%	44,5%
Total Pasivo	53,8%	52,4%	56,4%	66,6%	68,2%	65,6%	60,5%
Capital Social	0,048%	0,042%	0,041%	0,045%	0,040%	0,040%	0,043%
Prima de emisión	32,0%	28,1%	28,5%	31,1%	27,5%	26,8%	29,0%
Resultados no distribuidos	14,9%	16,8%	15,0%	2,9%	4,4%	10,7%	10,8%
Otras Ganancias (Perdidas) acumuladas	(0,7%)	2,6%	0,0%	(0,6%)	(0,1%)	(3,1%)	(0,3%)
Total Fondos Propios	46,2%	47,6%	43,6%	33,4%	31,8%	34,4%	39,5%
Total Pasivo + Fondos Propios	100,0%						

Anexo 1 Balance de la compañía en valores relativos, elaboración propia

	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio	Tasa de crecimiento estimado
Ingresos	1,9%	0,9%	(17,9%)	15,1%	(9,0%)	(1,8%)	2,5%
Coste de Ventas	0,2%	(1,3%)	(15,8%)	20,6%	(12,1%)	(1,7%)	4,0%
Gastos Generales (Ventas, general y admin.)	(4,7%)	0,9%	(37,0%)	3,0%	(8,4%)	(9,2%)	(2,0%)
EBITDA	17,4%	8,6%	(5,9%)	7,4%	0,2%	5,5%	
Depreciación y Amortización	0,5%	(1,0%)	(32,4%)	43,3%	(35,6%)	(5,0%)	(5,0%)
Beneficio Operativo (EBIT)	22,5%	10,9%	(0,1%)	2,1%	7,6%	8,6%	
Ganancias de capital procedente de filiales	3,1%	58,0%	(10,3%)	(5,0%)	45,3%	18,2%	18,0%
Gastos Financieros	(2,5%)	7,0%	2,8%	5,5%	6,9%	3,9%	4,0%
Ingresos financieros	38,5%	7,1%	(57,8%)	(54,4%)	50,0%	(3,3%)	2,0%
Otros	60,3%	916,3%	(223,8%)	(95,3%)	2.311,5%	593,8%	(10,0%)
Resultado antes de Impuestos (EBT)	25,7%	(47,0%)	294,9%	(40,6%)	89,8%	64,6%	

Anexo 2: Variación anual de las principales partidas de la P&G. Elaboración propia

	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E
EBIT	6.001	6.080	6.145	6.193	6.224	6.237
Tasa Impositiva (35%)	1.500	1.520	1.536	1.548	1.556	1.559
EBIT – Tasa impositiva	4.501	4.560	4.609	4.645	4.668	4.678
Amortizaciones	699	664	631	599	570	541
CAPEX (-)	843	811	780	751	724	699
NOF (-)	338	332	325	320	315	310
Flujo de Caja Libre (FCL)	4.018	4.082	4.134	4.173	4.199	4.210
Valor terminal						83.406
Free Cash Flow Total	4.018	4.082	4.134	4.173	4.199	87.616
NPV	4.018	3.804	3.589	3.375	3.164	61.524
					NPV Total	79.474

Anexo 3: FCL estimados 2016-2021. Elaboración propia

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Efectivo	8.709	12.680	9.626	6.659	5.415	8.428
Clientes	6.431	6.330	6.608	5.459	6.468	5.912
Existencias	2.392	2.332	2.595	2.784	3.092	2.749
Otro Activo Corriente	492	442	619	665	401	287
Total Activo Corriente	18.024	21.784	19.448	15.567	15.376	17.376
Clientes L/P	346	350	387	437	454	394
Inversiones a L/P	3.515	4.867	4.968	3.704	2.859	4.529
Inmovilizado Material	5.980	6.542	5.814	2.829	2.931	1.722
Inmovilizado Inmaterial	8.306	8.587	7.133	5.064	8.072	6.320
Fondo de Comercio	13.749	14.697	13.174	17.255	18.052	12.513
Otros Activos No Corrientes	4.464	18.795	5.739	6.088	7.049	7.197
Total ANC	36.360	53.838	37.215	35.377	39.417	32.675
Total Activo	54.384	75.622	56.663	50.944	54.793	50.051
Préstamos a C/P	129	32	273	137	799	244
Proveedores	5.204	5.773	5.405	4.434	4.183	3.937
Deudas Royalties	1.682	1.511	1.691	1.663	1.546	1.632
Deudas por derechos programación	1.135	1.298	1.368	1.524	1.638	1.001
Ingresos diferidos	712	957	880	677	690	448
Total Pasivo Corriente	8.862	9.571	9.617	8.435	8.856	7.262
Préstamos a L/P	13.191	15.463	15.182	16.321	18.259	18.795
Otros Pasivos a L/P	3.732	3.728	4.792	6.910	7.531	4.692
Pasivos por impuesto diferido	3.486	3.712	2.388	2.280	2.729	2.082
Total Pasivo No Corriente	20.409	22.903	22.362	25.511	28.519	25.569
Total Pasivo	29.271	32.474	31.979	33.946	37.375	32.831
Capital Social	26	26	23	23	22	20
Prima de emisión	17.408	17.435	16.140	15.840	15.041	13.427
Resultados no distribuidos	8.081	10.412	8.499	1.454	2.389	5.343
Otras Ganancias (Perdidas) acumuladas	(402)	1.633	22	(319)	(34)	(1.570)
Total Fondos Propios	25.113	29.506	24.684	16.998	17.418	17.220
Total Pasivo + Fondos Propios	54.384	61.980	56.663	50.944	54.793	50.051

Balance de situación Fuente: Cuentas anuales 2010-2015

	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	Crecimiento Estimado
Efectivo	8.895	9.707	10.929	12.639	11.936	12.941	1,00%
Clientes	5.971	6.031	6.091	6.152	6.214	6.276	3,00%
Existencias	2.831	2.916	3.004	3.094	3.187	3.282	-2%
Otro Activo Corriente	281	276	270	265	259	254	3%
Total Activo Corriente	17.979	18.930	20.294	22.150	21.596	22.753	
Clientes L/P	404	414	424	435	446	457	6%
Inversiones a L/P	4.778	5.041	5.318	5.611	5.919	6.245	1%
Inmovilizado Material	1.739	1.757	1.774	1.792	1.810	1.828	2%
Inmovilizado Inmaterial	6.446	6.575	6.707	6.841	6.978	7.117	1,50%
Fondo de Comercio	12.701	12.891	13.085	13.281	16.480	21.727	5,50%
Otros Activos No Corrientes	7.593	8.010	8.451	8.916	9.406	9.924	10%
Total ANC	33.661	34.688	35.759	36.875	41.039	47.298	
Total Activo	51.640	53.619	56.053	59.025	62.635	70.051	
Prestamos a C/P	268	295	325	357	393	432	-5%
Proveedores	3.740	3.553	3.375	3.207	3.046	2.894	2%
Deudas Royalties	1.665	1.698	1.732	1.767	1.802	1.838	1%
Deudas por derechos programación	1.011	1.021	1.031	1.042	1.052	1.063	3%
Ingresos diferidos	461	475	490	504	519	535	
Total Pasivo Corriente	7.146	7.043	6.953	6.876	6.813	6.762	
Prestamos a L/P	19.735	20.721	21.758	22.845	23.988	25.187	5%
Otros Pasivos a L/P	4.974	5.272	5.588	5.924	6.279	6.656	6%
Pasivos por impuesto diferido	2.124	2.166	2.209	2.254	2.299	2.345	2%
Total Pasivo No Corriente	26.832	28.160	29.555	31.023	32.565	34.187	
Total Pasivo	33.978	35.202	36.508	37.899	39.378	40.949	
Capital Social	21	22	23	24	26	27	5%
Prima de emisión	12.756	12.118	11.512	10.936	10.390	9.870	-5%
Resultados no distribuidos	6.572	8.083	9.943	12.229	15.042	18.502	23%
Otras Ganancias (Perdidas) acumuladas	(1.601)	(1.633)	(1.666)	(1.699)	(1.733)	(1.768)	2%
Total Fondos Propios	17.747	18.590	19.812	21.491	23.724	26.631	
Total Pasivo + Fondos Propios	51.725	53.792	56.320	59.390	63.102	67.580	

Balance Estimado(2016-2021) Elaboración propia

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos	32.778	33.405	33.706	27.675	31.867	28.987
Coste de Ventas	-21.015	-21.058	-20.785	-17.496	-21.108	-18.561
Margen Bruto	11.763	12.347	12.921	10.179	10.759	10.426
Gastos Generales (Ventas, general y admin.)	-6.619	-6.306	-6.363	-4.007	-4.129	-3.784
EBITDA	5.144	6.041	6.558	6.172	6.630	6.642
Depreciación y Amortización	(1.185)	(1.191)	(1.179)	(797)	(1.142)	(736)
Beneficio Operativo (EBIT)	3.959	4.850	5.379	5.375	5.488	5.906
Ganancias de capital procedente de filiales	448	462	730	655	622	904
Gastos Financieros	(991)	(966)	(1.034)	(1.063)	(1.121)	(1.198)
Ingresos financieros	91	126	135	57	26	39
Otros	(184)	(295)	(2.998)	3.712	174	4.196
Resultado antes de Impuestos (EBT)	3.323	4.177	2.212	8.736	5.189	9.847
Impuestos	(679)	(1.029)	(805)	(1.690)	(1.272)	(1.243)
Resultado Neto de Operaciones continuadas	2.644	3.148	1.407	7.046	3.917	8.604
Ajustes por operaciones discontinuas	-	(254)	-	277	729	(67)
Beneficio Neto	2.644	2.894	1.407	7.323	4.646	8.537
intereses	(105)	(155)	(228)	(226)	(132)	(231)
Beneficio atribuible a los accionistas	2.539	2.739	1.179	7.097	4.514	8.306

Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Cuentas anuales (2010-2015)

	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E
Ingresos	29.712	30.454	31.216	31.996	32.796	33.616
Coste de Ventas	-19.303	-20.076	-20.879	-21.714	-22.582	-23.486
Margen Bruto	10.408	10.379	10.337	10.282	10.214	10.130
Gastos Generales (Ventas, general y admin.)	-3.708	-3.634	-3.561	-3.490	-3.420	-3.352
EBITDA	6.700	6.745	6.776	6.792	6.793	6.778
Depreciación y Amortización	(699)	(664)	(631)	(599)	(570)	(541)
Beneficio Operativo (EBIT)	6.001	6.080	6.145	6.193	6.224	6.237
Ganancias de capital procedente de filiales	1.067	1.259	1.485	1.753	2.068	2.440
Gastos Financieros	(1.246)	(1.296)	(1.348)	(1.401)	(1.458)	(1.516)
Ingresos financieros	40	41	41	42	43	44
Otros	3.776	3.399	3.059	2.753	2.478	2.230
Resultado antes de Impuestos (EBT)	9.638	9.483	9.383	9.339	9.355	9.436
Impuestos	(3.373)	(3.319)	(3.284)	(3.269)	(3.274)	(3.303)
Resultado Neto de Operaciones continuadas	6.265	6.164	6.099	6.070	6.081	6.133
Ajustes por operaciones discontinuas	20	20	20	20	20	20
Beneficio Neto	6.285	6.184	6.119	6.090	6.101	6.153
intereses	(289)	(361)	(451)	(564)	(705)	(881)
Beneficio atribuible a los accionistas	5.996	5.823	5.668	5.526	5.396	5.272

Proyección Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Elaboración propia

10. Bibliografía

Damodaran, A., 2011. Equity Risk Premium: Determinants, Estimation and Implications. Unpublished working paper.

Fernández, P. 2008. "Método de valoración de empresas", Documento de Investigación, IESE Business School, Navarra.

Fernández, P.; Carabias, J.M 2007. El peligro de utilizar betas calculadas, IESE Business School, Madrid, España.

Fernández, P.; Barnedes, C.; Santos, J.M. 1999. Introducción a la Valoración de empresas por el Método de los Múltiplos de Compañías Comparables, IESE. Business School, Madrid, España.

Fixmer, A., 2014. Murdoch's 21st Century Fox Abandons Australia Listing.

U.S. Department of the Treasury, 2016. U.S.

Fernández, P., 2011. WACC: Definición, interpretaciones equivocadas y errores, s.l.:

Fernández, P., Ortiz, A. & Acín, A., 2016. Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: a survey with 9,932 answers, IESE Business School.

Sharpe, William F., 1964. Capital asset prices: A Theory of Market Equilibrium under conditions of risk. The Journal of Finance, pp. 425-442.

Mankiw, N. G. & Shapiro, M. D., 1987. Risk and Return: Consumption Beta Versus Market Beta. The Review of Economics and Statistics, 68(3), pp. 452-459.

Fama, E. & French, K., 1996. Multifactor Explanation of Asset Pricing Anomalies. Journal Of Finance, Issue 51, pp. 55-84.

www.cf21.com.: "Información para accionistas e inversores"

21st Century Fox, Cuentas anuales consolidadas

