

Consultoría de Indra. Cómo recuperar al líder tecnológico español.



ICADE BUSINESS SCHOOL

CONSULTORÍA DE INDRA

Cómo recuperar al líder tecnológico español.

Autor: Luis Ramos de Mateo

Director: Miguel Arjona Torres

Madrid
Junio 2016

Índice

RESUMEN	6
CAPÍTULO I:.....	7
1.- INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS	7
CAPÍTULO II: DIRECCIÓN ESTRATÉGICA E IMPLANTACIÓN A NIVEL TEÓRICO	8
1.- LA DIRECCIÓN ESTRATÉGICA Y SU IMPORTANCIA	8
1.1.- RELACIÓN ENTRE EL PLAN ESTRATÉGICO Y LÍNEA DE ACTUACIÓN DE UNA EMPRESA.....	8
1.2.- EL CONCEPTO TEÓRICO DE PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA.	8
1.3.- RELACIÓN ENTRE PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA Y RENDIMIENTO.....	9
1.4.- INVESTIGACIÓN METODOLÓGICA	10
1.5.- RESPUESTAS EN LOS RENDIMIENTOS DE LA EMPRESA.	11
2.- LIMITACIONES DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS.	11
3.- BUSINESS MODEL	12
4.- DIAGNÓSTICO DE UNA EMPRESA	14
5.- MAPA ESTRATÉGICO	15
6.- VISIÓN	17
7.- BALANCE SCORE CARD.....	18
7.1.- TRADUCIR LA VISIÓN	19
7.2.- COMUNICAR Y VINCULAR.....	19
7.3.- PLAN DE NEGOCIOS.....	20
7.4.- FEEDBACK Y APRENDIZAJE	20
8.- LA CREACIÓN DE VALOR	22
8.1.- LA PERSPECTIVA DEL INVERSOR	22
8.2.- MAXIMIZACIÓN DE VALOR PARA EL INVERSOR	26
8.3.- VALOR BASADO EN MEDIDAS DE GESTIÓN.....	30
8.4.- PROCESO DE MEJORA DEL VALOR ACCIONARAL:	32
CAPÍTULO III: EL CASO INDRA.....	33
1.- INDRA.....	33
2.- EL SECTOR Y LOS COMPETIDORES	35
2.1.- BENCHMARK	39
3.- BUSINESS MODEL DE INDRA	39
4- EL DIAGNÓSTICO DE INDRA.....	42
4.1.- EL HISTORIAL DE INDRA	42
4.2.- ANÁLISIS Y CONSULTORÍA DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	46

4.2.1.- BALANCE DE SITUACIÓN.....	46
4.2.2.- RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	52
4.2.3.- SÍNTESIS DE ANÁLISIS Y REPERCUSIÓN EN CASH FLOWS	53
5.- ANÁLISIS DE LA ACCIÓN	55
5.1.- LOS MULTIPLICADORES.....	55
5.1.1.- EL PER.....	55
5.1.2.- EV/ EBITDA	56
5.1.3.- PRECIO/ VALOR CONTABLE	57
5.1.4.- RENTABILIDAD POR DIVIDENDO.....	57
6.- MODELO ESTRATÉGICO	58
6.1.- MAPA ESTRATÉGICO.....	58
6.1.2.- MODELO DE LOS SEIS CAPITALES.....	61
6.1.3.- CARACTERÍSTICAS QUE AFECTAN AL NEGOCIO	62
6.2.- EVALUACIÓN DEL DESEMPEÑO: BALANCE SCORE CARD DE INDRA.....	64
6.2.1.- METODOLOGÍA PARA EL DISEÑO DEL BSC.....	64
6.2.2.- BSC FINAL.....	65
6.2.3.- HERRAMIENTA DE ANÁLISIS Y CONTROL DE KPI'S	66
6.2.4.- OTROS MECANISMOS DE EVALUACIÓN.....	66
7.- CONCLUSIONES.....	67
ANEXOS.....	68
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	73

Índice de Figuras

Figura 1. Modelo de negocio Canvas.....	14
Figura 2. Mapa Estratégico	17
Figura 3. Balance Scorecard	18
Figura 4. Benchmark del sector	37
Figura 5. Gráfica de relación Rendimiento/Esfuerzo en Innovación	38
Figura 6. Etapas de los Mercados	38
Figura 7. Relación de elementos según Indra	40
Figura 8. Serendipity Curve	42
Figura 9. Evolución de la inversión Pública en España	44
Figura 10. Innovaciones Disruptivas vs Sostenidas	45
Figura 11. Análisis Chartista de Indra.....	58
Figura 12. Esquema utilizado para BSC por Indra	58
Figura 13. Matriz de Relaciones del Mapa Estratégico.....	59
Figura 14. Modelo Estratégico de Indra	59
Figura 15. Criterio de Construcción del Mapa Estratégico	60
Figura 16. Factores Críticos de Éxito	60
Figura 17. Modelo de los seis Capitales	61
Figura 18. Tratamiento de los KPIs	62
Figura 19. Gráfico de Relevancia de Influencias	63
Figura 20. Impacto de los Negocios de Indra	63
Figura 21. Vínculo entre elementos del BSC.....	64
Figura 22. Perspectivas en el BSC	65
Figura 23. BSC de Indra.....	65
Figura 24. Herramienta de Análisis de KPIs de Indra.....	66
Figura 25. Ejemplo de Encuesta a los Trabajadores.....	66

Índice de Tablas

Tabla 1. Personal de Indra.....	33
Tabla 2. Modelo Canvas aplicado a Indra	41
Tabla 3. Actividad por negocios	43
Tabla 4. Actividad por Áreas Geográficas.....	43
Tabla 5. Activo no Corriente.....	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 6. Intangibles	47
Tabla 7. Provisiones.....	47
Tabla 8. Amortizaciones Inmovilizado Material.....	47
Tabla 9. Amortizaciones Inmovilizado Intangible	47
Tabla 10. Activo Corriente.....	48
Tabla 11. Acciones Totales de Indra.....	50
Tabla 12. Patrimonio Neto	50
Tabla 13. Pasivo a Largo Plazo.....	51
Tabla 14. Impuesto Diferidos	51
Tabla 15. Pasivo Corriente.....	52
Tabla 16. Ratio PER.....	56
Tabla 17. Ratio EV/EBITDA	56
Tabla 18. Ratio Precio/Valor Contable	57
Tabla 19. Ratio Rentabilidad/Dividendo	57

RESUMEN

En este trabajo se lleva a cabo una consultoría financiera de Indra, para lo cual, se ha optado por los métodos de valoración de empresas que se han considerado más adecuados de entre todos los que se han estudiado lo que, como sabemos, conlleva diferencias de los resultados entre unos y otros. En concreto se han aplicado los métodos de Balance, Cuenta de Resultados, Descuento de flujos, y Creación de Valor.

El siguiente paso ha sido organizar y exponer el proceso de recopilación análisis y tratamiento de la información, desde un enfoque más teórico para que se entienda qué se hace en cada eslabón de la cadena, y por qué es necesario hacerlo.

Posteriormente, se pone en práctica el modelo, con la propia información de Indra, a través de la obtención de los KPI's, y los resultados obtenidos de los ratios decisivos a la hora de diagnosticar la casuística de los problemas de la empresa. Se comparan con la información recogida de los competidores del sector en nuestro Benchmarking, y sin perder de vista la situación coyuntural del mercado, se enumeran una serie de recomendaciones que debería seguir la empresa para corregir su actual situación económica.

CAPÍTULO I:

1.- INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS

El objetivo general del trabajo es realizar una aplicación práctica de la evaluación de la progresión de los Estados Financieros de Indra durante los últimos años, así como del diagnóstico de las causas que provocan la actual situación de la empresa y su correcta solución a través de las técnicas aprendidas a lo largo del curso.

Para ello se ha realizado:

- Estudio de noticias e información de la memoria de la empresa a fin de entender correctamente cuál es el funcionamiento de la cadena de valor de la compañía, y las partes implicadas.
- Estructuración de las partes implicadas en el negocio de la empresa en un Business Model.
- Recopilación y homogenización de los Estados Financieros de Indra, para su detenido análisis.
- Diagnóstico
- Modelización de un documento Excel para tratar de la manera más precisa la información disponible. Identificar qué ratios aportan más valor y cuál es su situación.
- Benchmark de los competidores para conocer la situación del mercado y tener una referencia de entre qué límites deben estar nuestros KPI's

Se ha procurado que este trabajo sea accesible para todos los profesionales que puedan estar interesados en la materia, aunque su área de especialización no sea la de finanzas, de modo que se definen teóricamente cada uno de los pasos, y se explica por qué son necesarias las herramientas que se analizan. Con este objetivo, si bien se ha optado por seguir los modelos explicados en las clases de Estrategia Financiera del Profesor Miguel Arjona, también he creído conveniente realizar una síntesis mostrando varias definiciones de teóricos que definen la Estrategia y su importancia, y lo imprescindible que resulta para una empresa trazar una hoja de ruta que seguir para alcanzar sus objetivos.

CAPÍTULO II: DIRECCIÓN ESTRATÉGICA E IMPLANTACIÓN A NIVEL TEÓRICO

1.- LA DIRECCIÓN ESTRATÉGICA Y SU IMPORTANCIA

1.1.- RELACIÓN ENTRE EL PLAN ESTRATÉGICO Y LÍNEA DE ACTUACIÓN DE UNA EMPRESA

Los estudios clásicos se han focalizado principalmente en la relación directa entre la planificación estratégica y el rendimiento de la empresa, sin prestar atención a los pasos específicos que componen el proceso de planificación estratégica.

Recientes estudios, indican una fuerte relación entre la planificación estratégica y los resultados de la empresa. Además, todos los pasos del plan estratégico (definir el objeto social de la empresa, la explotación del entorno empresarial, identificación de temas estratégicos, elegir la estrategia y la puesta en marcha de su aplicación y evaluación y control de sistemas) fueron considerados positivamente en la mejora de rendimiento de las compañías.

Hoy en día, tanto el sector público como el privado, han puesto en práctica la planificación estratégica como una de las herramientas clave que puede ser utilizada para el seguimiento de sus rendimientos.

Muchos de los estudios basados en la relación entre la planificación estratégica y los resultados de la empresa se abordaron entre 1970 y 1990 en las economías desarrolladas. Estos estudios se centraban sobretodo en la relación directa entre ambas variables, sin prestar atención a los pasos individuales que componen el proceso. Actualmente se percibe que la forma y el alcance de cada uno de estos pasos individuales pueden tener implicaciones en la realización de los objetivos corporativos esperados de las empresas.

Los principales objetivos de este estudio son:

- Examinar la relación entre planificación estratégica y los resultados de la empresa.
- Examinar la relación entre las variables constituyentes del plan estratégico y los resultados de la empresa.

1.2.- EL CONCEPTO TEÓRICO DE PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA.

- DRUCKER (1954): La planificación estratégica está dirigida por un proceso analítico focalizado en hacer decisiones estratégicas óptimas.

-ANSAFF (1970): Conceptualiza la planificación estratégica como el proceso de búsqueda de la mejor adecuación entre productos de la empresa y su tecnología y sus mercados, cada vez más turbulentos.

-WENDY (1997): Define la planificación estratégica como un proceso de desarrollo consistente en el mantenimiento del equilibrio entre los objetivos y fuentes de la organización y sus cambiantes oportunidades.

-STEINER (1979): Define la planificación estratégica como el sistemático esfuerzo formalizado de la compañía para estabilizar sus propósitos, objetivos, política y estrategias.

Wendy explica que el proceso de planificación estratégica está compuesto por tres elementos:

- El análisis estratégico: Abarca el establecimiento directivo de técnicas de visión, misión y objetivos.
- El estado de elección estratégica: Evaluar y seleccionar las estrategias más apropiadas.
- Estado de implantación estratégica: Consiste en poner en marcha las políticas relevantes y formular vías que ayuden a elegir diferentes estrategias.

Estos tres pasos principales se han secuenciado en 5 componentes genéricos que pueden ser considerados para completar el proceso de planificación estratégica:

- Definir la dirección corporativa de la empresa.
- Evaluación del entorno empresarial.
- Identificación y análisis de temas estratégicos de la empresa.
- Elegir la estrategia y la puesta en marcha de su aplicación.
- Sistemas de evaluación y control.

1.3.- RELACIÓN ENTRE PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA Y RENDIMIENTO.

Está conceptualizado que las empresas que han empleado la planificación estratégica recogen mejores resultados en su rendimiento que aquellas que no la ponen en práctica.

-HOFER AND SCHENDAL (1978), HENDERSON (1979), GREENLEY (1986), MILLER AND CARDINAL (1994) AND DAVID (1997) argumentan que el rendimiento registrado en las empresas mejora con el empleo de la planificación estratégica. Llevando a cabo los diferentes pasos que componen la misma, se espera facilitar la realización de la efectividad organizacional.

-HOWE (1986) AND KATTER (1996): Argumentan que el primer objetivo de la planificación estratégica es guiar el establecimiento de una organización en la que se expone su intención estratégica y sus prioridades.

-BRYSON (1989), STONER (1994) AND VILJUN (1995): Apoyan el empleo de la planificación estratégica para la orientación de los miembros de la organización para saber dónde gastar y dirigir sus mayores esfuerzos.

El proceso de planificación estratégica da forma a una elección estratégica de la empresa. Esto revela y aclara las futuras oportunidades y amenazas, y proporciona un marco para la toma de decisiones en toda la empresa. Ayuda a las organizaciones a hacer mejores estrategias a través del uso del enfoque más sistemático, lógico y racional para la elección estratégica.

En la planificación estratégica se aplica un enfoque sistemático examinando una empresa como un sistema compuesto de subsistemas. Esto permite mirar la organización en su conjunto y las interrelaciones de las partes, en lugar de lidiar con cada parte por separado.

La planificación estratégica proporciona una base para otras funciones de gestión. Se argumenta que es resultado de un marco variable entre la empresa y su ambiente externo.

El análisis ambiental revela la dinámica de mercado, oportunidades y retos de negocio, las expectativas del cliente, los avances y capacidades tecnológicas de la empresa y, todo esto, proporciona la base para la selección de la empresa.

Varios estudios empíricos avalan las relaciones entre la planificación estratégica y los resultados de la empresa, como por ejemplo:

- THUNE AND HOUSE (1970): Estudiaron 36 empresas que emplean el enfoque de examinar el desempeño de cada empresa, tanto antes como después de la planificación estratégica formal. El estudio mostró que los planificadores oficiales superaron a los planificadores informales sobre todas las medidas de desempeño que utilizaron.

Por lo tanto, los resultados del estudio revelaron que las empresas que hacen extensiva la planificación estratégica superaron a las otras empresas.

En conclusión, podemos afirmar la existencia de una percepción general y creencia de que la planificación estratégica mejora la eficacia de la organización.

1.4.- INVESTIGACIÓN METODOLÓGICA

A la hora de realizar un trabajo de investigación, es necesario saber recoger la información, de modo que sepamos diferenciar, entre toda la que hay disponible, aquella que nos puede resultar útil.

De nada sirve tener información que no se pueda relacionar con el proceso que se va a desarrollar para alcanzar las metas planteadas inicialmente. Por ello, se debe haber pensado previamente, cuál va a ser el criterio a seguir para archivar y clasificar la información para que se pueda analizar cómoda y eficientemente. Y finalmente, extraer del mismo, un valor añadido resultante que sirva para llegar a conclusiones precisas alineadas con los objetivos del trabajo.

En nuestro caso, el desafío será obtener una línea estratégica que se pueda implantar desde la dirección, realizando modificaciones a nivel financiero y operacional, con su pertinente supervisión a través de herramientas como el Balance Score Card.

1.5.- RESPUESTAS EN LOS RENDIMIENTOS DE LA EMPRESA.

Lo que veremos más adelante en el trabajo con herramientas como el Balance Score Card, es que se ha demostrado que las empresas son conscientes de que es beneficioso controlar el nivel de compromiso en la consecución de objetivos por parte de los elementos de la misma para comprobar si las partes están alineadas con los intereses de la empresa, y si efectivamente los progresos que pudieran registrarse se deben al diseño de la estrategia de la compañía.

El rendimiento es la variable dependiente clave en este estudio, y tanto sus dimensiones financieras como no financieras han sido estudiadas.

La rama de valores absolutos fue utilizada para capturar los rendimientos financieros. Las bandas de las medidas financieras fueron armonizadas con las no financieras en el esfuerzo de proveer un indicador de rendimiento global.

Los indicadores financieros utilizados para medir el rendimiento de las empresas son:

- Tasa de crecimiento de las primas.
- Siniestralidad
- Beneficio en forma de porcentaje.

Un ingrediente adicional en el estudio previo de la relación entre planificación estratégica y los resultados de la empresa son los siguientes indicadores no financieros:

- Tiempo de espera en el pago de reclamaciones.
- Crecimiento de la cuota de mercado.
- Rotación de empleados.
- Nuevos productos y cancelación de pólizas.

2.- LIMITACIONES DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS.

Entes de entrar a hacer cualquier tipo de afirmación respecto a la temática que estamos a punto de abordar, quiero dejar claro que soy consciente de que la valoración es, en cierto modo, un proceso abierto, en el que tienen cabida diferentes maneras de entender el mundo de la empresa así como la medición de sus parámetros y la forma de modificar los mismos.

Ya dice Damodaran en 2011 *empresas no es una ciencia exacta*, debido fundamentalmente a 3 causas.

En primer lugar, todas las valoraciones están sesgadas porque a menudo tenemos una opinión formada acerca de la compañía antes de incluir los números en los modelos de valoración, y las conclusiones suelen reflejar estas opiniones. El sesgo comienza con las compañías que eliges valorar: el informe anual no sólo incluye los resultados contables, sino comentarios de los gestores acerca del desempeño de la compañía. En cuanto a los analistas profesionales, hay factores institucionales a tener en cuenta. Normalmente se emiten más recomendaciones de compra que de venta porque se trata de mantener buenas relaciones con las compañías valoradas. Los “inputs” que se usen en la valoración reflejarán el optimismo o pesimismo que muestres respecto a una compañía, usando tasas de crecimiento más altas y previendo menos riesgo en compañías que atraen tu atención.

En segundo lugar, muchas valoraciones (incluso las mejores) son inexactas. Las mejores estimaciones pueden no coincidir con los resultados reales por varias razones: aunque las fuentes de información sean muy relevantes, esta información debe convertirse en predicciones, pudiendo cometerse errores que lleven a un error de estimación; la compañía puede comportarse mucho mejor o peor de lo esperado, produciéndose unos ingresos y flujos de caja muy diferentes a los estimados; finalmente, incluso cuando la compañía se comporta de igual modo que en las estimaciones, el entorno macroeconómico puede comportarse de forma impredecible, elevándose o reduciéndose los tipos de interés, y la economía evolucionando mejor o peor de lo esperado.

Por último, la valoración puede mejorarse. Las valoraciones se han vuelto muy complejas en los últimos veinte años, La tecnología y la informática nos ha permitido mejorar tanto en el diagnóstico de los problemas como en la proyección de Estados Financieros. Sin embargo, siempre debemos tener en cuenta que nuestro trabajo puede estar equivocado pese a que se realice correctamente, por el simple hecho de que en este trabajo, hay un cierto grado de subjetividad en cuanto al modo de encarar el estudio.

3.- BUSINESS MODEL

El primer paso para analizar una empresa es entender su negocio. Parece una obviedad, pero es vital conocer todos los aspectos de la misma para comprender su funcionamiento y más adelante, cuando vayamos a pasar a analizar su información financiera, intuir los puntos críticos que nos podemos encontrar.

De entre todas las alternativas para plasmar el modelo de negocio, se ha optado por desarrollar un modelo Canvas, puesto en práctica a lo largo de nuestras clases de Estrategia Financiera con Miguel Arjona.

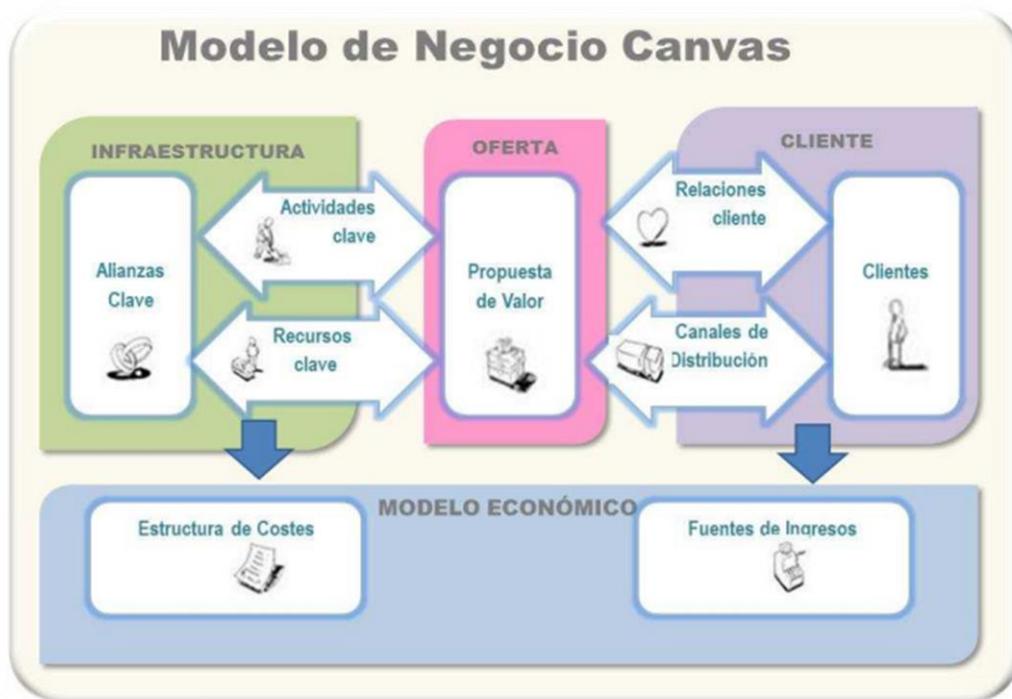
Aunque sea poco concreta y que deje fuera de la representación a alguno de los actores que forman parte del negocio de la empresa hay que tener en cuenta que es una representación abstracta de modelos clave que, precisamente por su simplicidad (no olvidemos que es un modelo, y como tal ha de ser simple), es particularmente efectiva a la hora de hacernos entender el funcionamiento del negocio.

Ayuda al pensamiento estratégico y a tener visión de modelo de negocio, interrelación entre elementos, y además, es un modelo que se integra muy bien con otras herramientas utilizadas para diseñar, desarrollar y comprender la estrategia de una empresa así como su implementación.

El modelo Canvas consta de nueve bloques:

- 1) SOCIOS CLAVE: Se trata de identificar nuestros socios y proveedores clave.
- 2) SEGMENTOS DE CLIENTES: Identificar para quién estamos creando valor y cuáles son nuestros segmentos de clientes más importantes.
- 3) PROPUESTA DE VALOR: Es sin duda el bloque clave del MODELO, que recoge ideas como qué valor añadido ofrecemos al cliente.
- 4) ACTIVIDADES CLAVE: Aquellas que realiza la empresa para alcanzar la propuesta de valor.
- 5) CANALES DE DISTRIBUCIÓN: Se trata de determinar con qué canales conectamos mejor con los clientes.
- 6) RELACIÓN CON LOS CLIENTES: Se trata de determinar con qué canales conectamos mejor con los clientes.
- 7) RECURSOS CLAVE: Identificar qué recursos requiere nuestra propuesta de valor.
- 8) ESTRUCTURA DE COSTES: Se trata de identificar cuáles son los principales costes del negocio.
- 9) FUENTE DE INGRESOS: Consiste en ver por qué nuestros clientes están pagando por nuestra propuesta de valor y cómo lo están haciendo.

Figura 1. Modelo de negocio Canvas



4.- DIAGNÓSTICO DE UNA EMPRESA.

Si queremos comprobar el estado de una compañía, una vez hemos visto la fotografía completa tanto de la propia empresa como de su entorno, hay que profundizar en el estudio y afinar en la detección de puntos críticos. Hay que realizar un diagnóstico de la salud de la empresa.

Para ello, se necesita disponer de determinada información que nos permita conocer, primero el estado que atraviesa la empresa, segundo, la historia reciente de la misma, para poder saber cuál es la tendencia que ha seguido los últimos años para llegar a la situación actual y como lidia con los competidores en el mercado. Y tercero, anticiparse a lo que sucederá en el futuro teniendo en cuenta la tendencia de la que hablábamos antes y poder corregir aquello que no resulte bueno para la compañía.

Hay tres fuentes de información que nos van a permitir completar el estudio para realizar un correcto diagnóstico:

- El historial de la empresa: A través de noticias, de información de la propia entidad, historiogramas etc. Nos aportarán información sobre si hay ciclos, tendencias o estacionalidad que haya que financiar en las épocas de menor actividad.

Conoceremos qué sucesos han marcado la historia reciente y de qué manera influirán en las posibles medidas que se tomen de cara al futuro, posibles dificultades o facilidades que haya atravesado y cómo y por qué se han tomado una serie de decisiones para una determinada situación coyuntural.

- Cuentas Anuales y Estados Financieros: Esta información resulta imprescindible para saber en qué estado se encuentra la firma.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Balance de Situación y Cash Flows.

De todas las fuentes esta será la que nos aporte aquella información que nos permita identificar con mayor precisión dónde debemos centrar nuestra atención y priorizar las acciones a fin de corregir los puntos débiles que identifiquemos en los balances.

- Benchmarking: De nada sirve tomar decisiones en función de las fuentes de información propias si no tenemos referencias externas para saber si los niveles que queremos alcanzar en nuestros ratios son adecuados o no.

Por ello es imprescindible realizar un estudio del mercado y de nuestros competidores para saber cuál es su estado, si mejoran o no los nuestros, y cuál es el motivo de las posibles diferencias.

5.- MAPA ESTRATÉGICO

Una vez que la empresa identifique las claves que debe modificar para reconducir su situación, deberá modificar a su vez el Mapa Estratégico

El Mapa Estratégico es una herramienta que alinea a los miembros de una organización hacia la consecución de los objetivos descritos en su Plan Estratégico y define qué tienen que hacer para alcanzarlos.

Si una empresa desarrolla un plan estratégico y quiere implantarlo de forma efectiva, fácil de comunicar y medir, de manera eficiente y rentable, debe construir un Mapa Estratégico.

Éste permite concentrar en un solo documento, a modo de hoja de ruta, lo que se debe hacer para alcanzar los objetivos de la empresa a fin de facilitar el entendimiento y compromiso de las partes y el desarrollo de la Estrategia de forma precisa, medible y clara.

Los objetivos en ésta herramienta se contemplan desde cuatro perspectivas:

- PERSPECTIVA FINANCIERA:

Objetivo final. En todas las empresas, al fin y al cabo, hay un objetivo final que es el que persiguen la mayoría de ellas. Quizá de manera temporal sacrifiquen resultados mejores con inversiones que mejoren su posición, bien en el mercado o bien en áreas geográficas. Pero no es otra cosa que dar un paso atrás en un ejercicio para poder tres hacia delante en el siguiente.

Algo que se entiende como rentable y que permitirá que en un futuro, la empresa logre ese objetivo final del que hablábamos al principio: la Maximización de los Beneficios.

- PERSPECTIVA CLIENTE:

Satisfacción de los clientes. Por muy bien que manejen sus recursos las empresas. Son la clave de la actividad de una empresa, y de su demanda dependen los ingresos de la empresa y de todo lo que a ella rodea

- PERSPECTIVA INTERNA:

Qué hacer a nivel interno para que la satisfacción al cliente sea real.

En todos los niveles de las empresas se pueden modificar elementos de una manera o de otra en función de las necesidades del negocio para conseguir que este sea más eficiente. Rebajando los costes, reduciendo los tiempos de respuesta a lo que reclaman los mercados globales. Mejorando el servicio para poder regular el precio según las exigencias del mercado, la comunicación entre los trabajadores, el diseño de los equipos y departamentos...

- PERSPECTIVA APRENDIZAJE:

Conocimiento que los trabajadores puedan adquirir para lograr un Valor añadido a la cadena y mejorar el *Know How*.

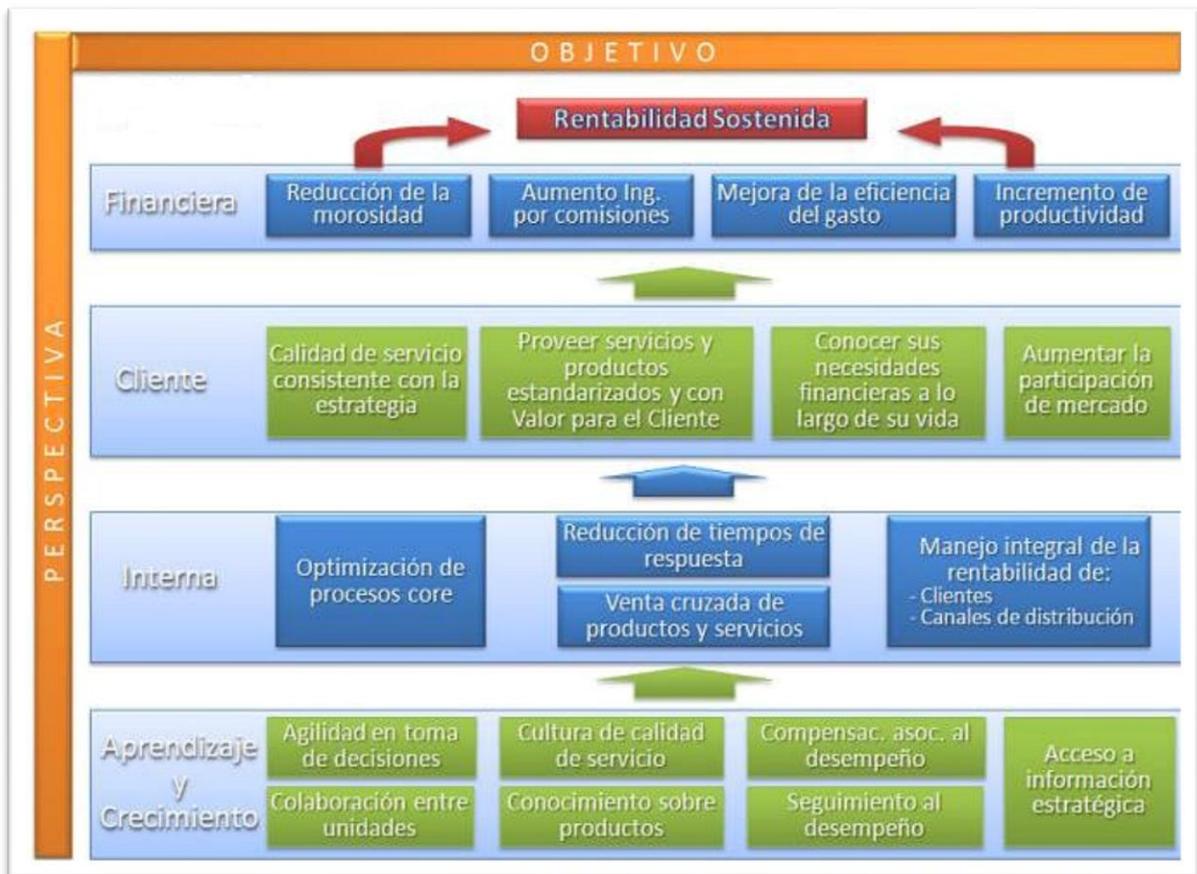
Profundizaremos algo en este punto ya que en una empresa como Indra ha de ser clave. Para la compañía es un verdadero desafío formar a sus trabajadores y convertirlos en un activo valioso, no sólo para ellos, si no para el resto de las empresas del sector, que estarán dispuestas a pelear por llevarlos a su plantilla.

De modo que, han de encontrar una fórmula para retener de la manera menos costosa a los empleados y conseguir que les resulte más atractivo quedarse a salir y que sean otras entidades las que aprovechen la formación que se les ha dado en Indra.

Dicho equilibrio resulta vital para la supervivencia de la empresa, ya que el principal reclamo de sus servicios y productos es la innovación, que no puede entenderse sin una constante formación y renovación de la misma, de manera que la marca conserve su prestigio. A medida que el trabajador es más capaz y eficiente, reclamará más salario. Si Indra no fuese capaz de capear ese hecho hasta al menos mejorar su situación, tendría francamente difícil su supervivencia.

La salida de sus empleados supondría reforzar a los rivales con conocimientos de la propia Indra, lo cual sería un paso atrás en la pelea por conseguir los mejores contratos con los clientes. Pero Indra, a su vez, no puede hipotecar su futuro con gastos salariales que terminarían de arrastrarla a la quiebra.

Figura 2. Mapa Estratégico



6.- VISIÓN

La visión es lo que la empresa aspira ser. La propia empresa, una vez se hayan implementado los cambios que se ha propuesto realizar, o dicho de otra manera, el Estado futuro de la compañía una vez logre los objetivos estratégicos que se propuso al diseñar su modelo de negocio.

Para que la visión se pueda alcanzar, es necesario que las propuestas que se haga la empresa sean razonables y alcanzables. De otro modo, jamás se podrán ver cumplidas.

Así pues, previamente se han de haber cumplido los pasos que hemos comentado, pues para ser realistas se necesita ser consciente de los recursos y capacidades disponibles en el momento de iniciar el proceso de cambio, así como de los recursos y capacidades que necesito conseguir para lograrlo.

7.- BALANCE SCORE CARD

El Balance Score Card es una representación coherente de la Estrategia de Negocio a través de objetivos encadenados entre sí, medidos con indicadores de desempeño, sujetos al logro de metas respaldadas por un grupo de proyectos.

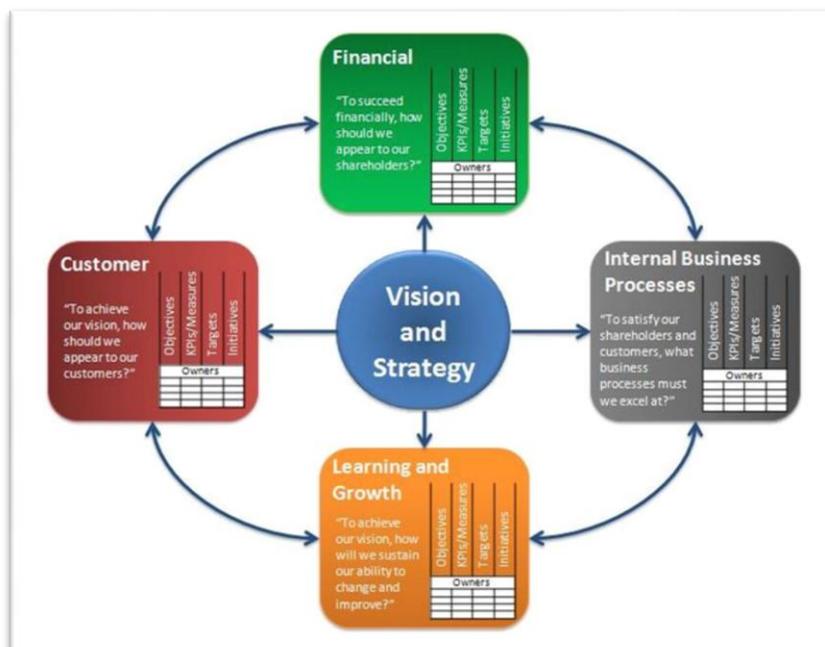
Desarrolla el Mapa Estratégico en forma de indicadores, metas, etc, para que pueda usarse para control, aprendizaje y seguimiento de la estrategia y herramienta en la toma de decisiones.

A medida que las empresas se transforman para una competencia basada en la información, su capacidad para explotar activos intangibles se ha vuelto mucho más decisiva que su capacidad para invertir en activos físicos y administrarlos. Debido a este cambio, surgió el *Balance Scorecard (BSC)*. Este sistema complementa las medidas financieras tradicionales con criterios que miden el desempeño desde tres perspectivas adicionales: la de los clientes, los procesos internos de negocios y el aprendizaje y crecimiento.

Por lo tanto permite a las empresas hacer un seguimiento de sus resultados financieros, supervisando simultáneamente los avances en desarrollar las capacidades y adquirir los activos intangibles que necesitarían para el futuro crecimiento.

Los sistemas de control de las diferentes compañías giran en torno a mediciones y objetivos financieros, que guardan poca relación con el avance de la empresa en lograr sus objetivos estratégicos de largo plazo. El BSC, a diferencia de las medidas tradicionales, es capaz de vincular la estrategia empresarial a largo plazo con las acciones de corto plazo.

Figura 3. Balance Scorecard



El BSC no es un sustituto de las medidas financieras; es un complemento. Permite introducir cuatro nuevos *procesos de gestión* que contribuyen a vincular los objetivos estratégicos a largo plazo con las acciones de corto plazo.

7.1.- TRADUCIR LA VISIÓN

Ayuda a los ejecutivos a llegar a un acuerdo en torno a la visión y la estrategia de la organización. Visiones como querer ser “el proveedor número 1” tienen que ser traducidas y expresadas como un conjunto de objetivos e indicadores que describan los impulsores del éxito a largo plazo.

En ocasiones, la estrategia está clara pero, por ejemplo, lo que para uno es un *cliente potencial* para otro compañero puede no serlo. Es por esto que el BSC obliga a los altos ejecutivos a llegar a un acuerdo sobre qué cliente es potencial o cómo debería ser uno. Una vez hecho, habría que traducir esta visión en términos que tuvieran sentido para las personas que la ejecutarían. Por eso es muy importante definir la visión empresarial y la estrategia.

7.2.- COMUNICAR Y VINCULAR

En este paso los ejecutivos comunican al resto de la empresa la estrategia a seguir. Esta estrategia general debe vincularse a los objetivos departamentales e individuales. Hay que asegurarse de que todos los niveles de la organización entiendan la estrategia a largo plazo y que tanto los objetivos departamentales como los individuales estén alineados con ella.

Para alinear las funciones individuales con la estrategia general de la empresa, los usuarios del BSC deben ceñirse a tres actividades:

1. **Comunicar y educar:** implementar una estrategia comienza por educar a quienes van a llevarla a cabo. Se debe comunicar a todos y cada uno de las personas pertenecientes a la empresa la estrategia y objetivos cruciales que deben cumplirse.
2. **Establecer metas:** El solo conocimiento de las metas corporativas no es suficiente para cambiar la conducta de muchas personas. Por eso los indicadores y objetivos estratégicos de la empresa en general deben ser traducidos en objetivos e indicadores para las unidades operativas e individuos.
3. **Vincular las recompensas a los indicadores de desempeño:** por muy atractiva que parezca la idea de recompensar a los empleados por porcentaje de objetivo cumplido, puede tener muchos riesgos (basarnos en datos no fiables, consecuencias no deseadas...) El sistema de recompensa sería mucho más motivadora si se estableciesen umbrales mínimos. Es decir, los empleados no obtendrían recompensa alguna si el desempeño en un periodo determinado estuviera por debajo de dicho umbral.

7.3.- PLAN DE NEGOCIOS

Cuando se usa el BSC como base para asignar recursos y fijar prioridades, solo se pueden emprender y coordinar aquellas iniciativas que signifiquen avanzar hacia sus objetivos estratégicos a largo plazo.

El hecho de realizar un BSC obliga a las empresas a integrar sus procesos de planificación estratégica y sus procesos presupuestarios y, por tanto, ayuda a asegurar que los presupuestos respalden sus estrategias. (Planes de negocio + Planes financieros = *metas estratégicas*).

Una vez establecidas las metas estratégicas, se determinan qué acciones los impulsarán a sus metas, asignando mediciones para aplicar a esos impulsores. En el corto plazo cuando queramos saber si nuestra estrategia está teniendo éxito, estas mediciones serán en las que nos fijaremos para saber si la estrategia va por buen camino.

Una vez que se define la estrategia y se identifican los impulsores, el BSC impulsa a los directivos a concentrarse en mejorar o reestructurar aquellos procesos más críticos para el éxito estratégico de la organización.

El paso final para vincular estrategia y acción es establecer metas específicas de corto plazo para las mediciones del BSC.

Al final del proceso de planificación de negocios, los ejecutivos deberían haber establecido metas para los objetivos de largo plazo que les gustaría lograr en las cuatro perspectivas del BSC; deberían haber identificado las iniciativas estratégicas, deberían haber asignado los recursos necesarios para esas iniciativas y deberían haber establecido hitos para las mediciones que señalen los avances en el logro de sus metas estratégicas.

7.4.- FEEDBACK Y APRENDIZAJE

A diferencia de los métodos tradicionales, el BSC no se centra en si los departamentos o empleados han cumplido con las metas financieras establecidas. Con el BSC se usan 3 perspectivas adicionales para la supervisión final: clientes, procesos internos de negocios y aprendizaje y crecimiento. Conforme se realiza el feedback, las empresas evalúan la validez de la estrategia usada, pudiendo modificarse en el momento.

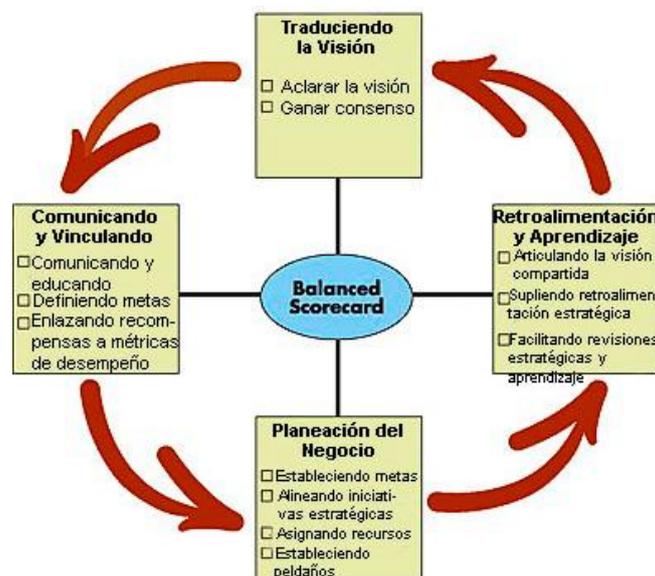
Los tres primeros procesos de gestión –traducir la visión, comunicar y vincular, y la planificación de negocios- conforman un *proceso de aprendizaje de ciclo simple*, en el sentido en que el objetivo permanece constante y cualquier desviación de la trayectoria planeada es vista como un defecto al que hay que ponerle remedio. Por tanto, este ciclo no facilita una reestructuración de la estrategia o de las técnicas usadas para implementarla, sino que es estática.

El aprendizaje estratégico consiste en reunir *Feedback*, poner a prueba las hipótesis en las que se basó la estrategia y hacer los ajustes necesarios.

El BSC provee 3 elementos que son esenciales para el aprendizaje estratégico:

- a. Vincula los esfuerzos y logros individuales a los objetivos de las empresas.
- b. Proporciona el sistema esencial de feedback estratégico. Un sistema de feedback estratégico debería ser capaz de poner a prueba, validar y modificar las hipótesis de la estrategia establecida. Es importante buscar correlaciones entre las metas y los impulsores del desempeño. Por ejemplo, descubrir correlaciones significativas entre la moral de los empleados (indicador de aprendizaje y crecimiento) y la satisfacción del cliente (indicador del cliente), lo que a su vez se correlacionaba con un rápido pago de las facturas (indicador financiero). Correlaciones tan fuertes ayudan a confirmar la estrategia de negocios de la organización. Si las correlaciones esperadas no se producen en el tiempo, esto puede ser un indicador de que la estrategia puede no estar funcionando como se esperaba.
- c. Facilita la revisión de la estrategia, esencial para el aprendizaje estratégico. Gracias a las relaciones causa-efecto entre los impulsores de los desempeños y los objetivos, permite a los ejecutivos en sus reuniones periódicas evaluar la validez de la estrategia y la calidad de su ejecución. Si todos los empleados han cumplido en desarrollar los impulsores de desempeño (nuevos productos y servicios, por ejemplo), entonces su fracaso en lograr los resultados esperados (por ejemplo mayores ventas) indica que la teoría causa-efecto aplicada a la estrategia podría no ser válida.

Figura 4. Procesos del BSC



Finalmente puede decirse que el BSC sirve para fijar metas departamentales e individuales, planificación de negocios, asignaciones de capital, iniciativas estratégicas y feedback y aprendizaje.

El BSC es empleado como la base de un sistema de gestión estratégica integrado, siendo usado para:

- Clarificar y actualizar la estrategia.
- Comunicar la estrategia a toda la empresa.
- Alinear las metas de las empresas e individuales con la estrategia.
- Vincular los objetivos estratégicos a metas de largo plazo y presupuestos anuales.
- Identificar y alinear iniciativas estratégicas.
- Realizar evaluaciones periódicas del desempeño para aprender acerca de la estrategia y mejorarla.

Sin un BSC, la mayoría de las organizaciones son incapaces de lograr una consistencia similar de visión y acción mientras intentan cambiar de rumbo e introducir nuevas estrategias y procesos. El BSC gestiona la implementación de la estrategia, a la vez de permitir que la propia estrategia evolucione en respuesta a cambios en los entornos competitivo, tecnológico y de mercado de la empresa.

8. - LA CREACIÓN DE VALOR

8.1. - LA PERSPECTIVA DEL INVERSOR

Mauborgne (1997) mencionó que las compañías de crecimiento rápido hacen irrelevantes a sus competidores a través de una estrategia lógica la cual llaman como la innovación de valor (*value innovation*). Porter (1985) propagó el concepto de cadena de valor (*value chain*) para una unidad de negocio, que ayudaba a mantener una ventaja competitiva basada en el coste, en la diferenciación o en ambos. Diferentes métodos han sido utilizados históricamente para incrementar la eficacia funcional de los productos y servicios y la eficiencia en el uso de los recursos, pero a menudo las compañías hacen referencia a los distintos conceptos de valor de manera equívoca.

“Valor” es un concepto dinámico y difiere de producto a producto, de cliente a cliente, de compañía a compañía y a través del tiempo. Un claro entendimiento del significado de valor y centrarse en a quién proporciona valor y cómo medir ese valor es esencial para directores de la compañía para mejorarlo.

TEORÍAS QUE TRATAN LA MAXIMIZACIÓN DE VALOR:

La creación de valor en una organización es intrínsecamente positiva, y envuelve un conjunto de competencias y capacidades a diferentes niveles, porque tienen un papel en la transformación de activos y procesos, pero con el fin de crear de manera efectiva valor, es esencial para las compañías definir sus objetivos en términos de creación de valor para

quién y cómo medir el mismo. Hay dos enfoques que tratan el tema de la maximización de valor:

- El valor de las partes interesadas
- Valor accionarial

ENFOQUE DEL VALOR DE LAS PARTES INTERESADAS:

Conceptualiza la compañía como un agente que tiene contratos con diferentes partes interesadas como los empleados, clientes, proveedores, gobierno y accionistas que proveen a la empresa de diferentes recursos a cambio de un valor añadido para ellos (Ross, 1973). Contextualizamos los enlaces entre una compañía y todas sus partes Kanter (1994) denominó estos enlaces como uniones entre conceptos, competencia y conexiones.

Con el fin de incrementar la magnitud del valor de manera constante, es esencial medir el valor creado por la compañía a cada categoría de las distintas partes interesadas.

Valor para los clientes:

El valor de los clientes es aquello que obtienen en relación a aquello que tienen que renunciar. El valor financiero que una compañía ofrece a sus clientes puede ser determinado usando el criterio de excedente del consumidor. En otras palabras, siempre que un cliente compra un producto para su consumición final, el valor creado por la compañía para ese cliente es proporcionado por el excedente del precio que el cliente está dispuesto a pagar y el que realmente paga.

Sin embargo, si la mercancía vendida va a ser usada con la intención de crear valor, el valor de los clientes puede ser medido usando el método del descuento de flujos de efectivos:

$$\text{Value to Customer} = (\text{PV of net cash flows} - \text{Amount Invested})$$

$$\text{Valor del consumido} = \text{VP de los flujos netos de efectivo} - \text{cantidad invertida}$$

Donde *el valor presente de los flujos netos de efectivo* representa los flujos netos descontados de efectivo ganados por el consumidor usando el producto. El descuento se hace a una tasa igual al coste de capital del cliente. La cantidad invertida = Precio pagado por el cliente por el producto.

Hasta ahora tenemos dos modelos para la medición del valor de los clientes bajo dos circunstancias diferentes. El modelo anterior sufre la desventaja de que no puede ser aplicado y cuantificado para todos los productos que los consumidores prueban y las preferencias pueden variar ampliamente, de esta manera hay varios precios que diferentes consumidores estarían dispuestos a pagar por un mismo producto, y también el mismo cliente puede estar dispuesto a pagar cantidades diferentes en momentos diferentes.

Además de lo mencionado, una compañía crea muchos beneficios intangibles a un cliente satisfecho como la reducción del tiempo gastado en los pedidos, la ubicación de los

vendedores, precios negociados etc. para futuras transacciones solo así ahorran costes. Las empresas también se beneficiarán de la creación de un cliente leal y mejorara la imagen de la marca.

En un mercado de producto caracterizado por una competencia perfecta, el valor creado por una compañía a sus clientes desaparece si el cliente puede comprar un producto similar en otra compañía al mismo precio, términos y condiciones. Sin embargo, bajo estas condiciones las empresas crean productos diferenciados y solo así pueden crear valor a los clientes.

Valor a los proveedores:

Es similar al anterior excepto por el hecho de que la compañía paga dinero a cambio de bienes y servicios. En términos simples, el valor de los proveedores puede ser expresado como:

$$\text{Valor} = \text{Precio recibido} - \text{Coste Total}$$

En competencia perfecta, la compañía no crea ningún valor a los proveedores porque estos últimos pueden vender su producto a cualquier otra compañía al mismo precio, condiciones y término. Sin embargo, si tomamos una macro visión, todas las compañías juntas crean valor para el proveedor. Si el proveedor no obtiene ningún valor añadido, suspenderá su negocio.

Valor para los empleados:

Los empleados aportan capital humano de la empresa. En otras palabras, la contribución de los empleados es comparable con los dueños, como habilidades humanas o capital intelectual aportado por los empleados es capital específico de la empresa al igual que el capital del propietario. Ellos también aguantan algunos riesgos asociados con las compañías. El valor creado por una compañía a sus empleados puede ser resumido en el total de su salario, bonos e incentivos pagados al empleado además de intangibles como el desarrollo de habilidades, reputación, experiencia etc.

$$\text{Valor para los empleados} = \text{Salario} + \text{Bonos} + \text{Otros requisitos}$$

En condiciones de un mercado perfectamente competitivo, no hay espacio para las compañías para proveer menos valor que otras. Si alguna empresa paga menos, el empleado se ira a la que le pague equitativamente. Así pues, el valor creado por una compañía desaparecerá en el momento en el que el empleado pueda obtener los mismos retornos en cualquier otra empresa en la que decida trabajar. Sin embargo, el valor intangible añadido y las preferencias personales de un trabajador añaden diferenciación lo cual crea valor para los empleados y ayuda en su fidelización.

Valor para el Gobierno:

El gobierno aporta recursos “gratuitos” como carreteras, sistema público de salud, administración, juzgados, leyes, educación, seguridad pública y muchas más infraestructuras. Además el gobierno permite a la compañía funcionar en un ambiente regulado como licencias, permisos para invertir en el extranjero, etc, para lo cual cobrara

una tarifa. El valor aportado al gobierno, primeramente es el excedente de varios impuestos que el gobierno recibe como el impuesto de sociedades, impuestos de ventas, impuestos salariales, impuestos especiales y otros pagos en formas de tarifas/honorarios como contribución territorial, peaje, recargos etc. Una compañía crea valor al gobierno cuando:

Valor de retorno del Gob > Valor de los recursos gratis consumidos por la compañía

Valor a la sociedad:

LA firma consume recursos escasos sin pagar por ellos. Al mismo tiempo la compañía también devuelve valor a la sociedad en la forma de oportunidades de empleo, mejores condiciones de vida, participación en causas sociales como alfabetización, salud... como parte de lo que actualmente llamamos "Responsabilidad social corporativa". El valor creado por la compañía es el resultado neto de esas contribuciones positivas y negativas a la sociedad como parte de la auditoría social.

Valor a los inversores

Valor para inversores = VP de la rentabilidad del activo - Inversión en efectivo

Value to investors = (PV of cash returns - Cash investment)

VP de la rentabilidad del activo: Valor presente de dividendos y valor de mercado de la venta de acciones. Se comprueba mediante la aplicación de la tasa de descuento que es igual al costo de capital del inversionista.

Cash investments = money paid for purchase of the security

Capital invertido = al dinero pagado por la compra del bono

Se puede decir que el valor mínimo creado por una compañía a diferentes categorías de partes interesadas puede ser medido. Sin embargo, mucha de la creación de valor puede ser percibida como adecuada solo si las partes interesadas sienten que están recibiendo más valor a cambio de los productos dados o servicios prestados. Los recursos intercambiados constantemente remodelarán la percepción de la empresa de sus propios valores a otros, actualizan sus conocimientos sobre activos útiles y habilidades, y sugieren nuevos caminos de organización y coordinación, muchos de los cuales contribuirán a un proceso de innovación de valor y crecimiento.

Los mayores inconvenientes de este enfoque son los siguientes:

- Falla al medir valor intangible creado por la compañía para sus partes interesadas, como el incremento en las habilidades de los empleados debido al entrenamiento, tecnología/know-how transferida a los proveedores para incrementar la calidad de los inputs etc.
- Falla al cuantificar el valor total creado por la compañía a cada categoría de las partes interesadas, incluyendo valores financieros y no financieros.

- Tampoco ayuda a encontrar el excedente de valor creado por una compañía a todos sus partes interesadas juntas. En ausencia de un mecanismo apropiado de calificación, es imposible medir el valor creado por una compañía de una manera holística.
- No proporciona una función única de maximización de valor, por lo que cuando hay conflicto de intereses entre las diferentes partes interesadas no está muy claro que intereses tienen prioridad.

Debido a esto una compañía no es capaz de adoptar un valor máximo a todas sus partes interesadas como un objetivo de finanzas corporativas. Adoptando la teoría de las partes interesadas permite a la compañía, sin un claro control de gestión o gestión del rendimiento y sistema de medición, usar lo que la compañía puede motivar y dotar de incentivos para incrementar valor comportamiento de los empleados.

8.2.- MAXIMIZACIÓN DE VALOR PARA EL INVERSOR

EL objetivo de maximización de valor de los accionistas está basado en la teoría de la firma (Simon, 1996), donde una organización es vista como un instrumento de control de los dueños, quien son los únicos poseedores de riesgo y soportan todo el riesgo asociado con una organización y aportan capital para poder gestionarla (ponerla en funcionamiento). Ellos son también “demandantes residuales” y ellos obtienen en beneficio neto únicamente cuando el resto de contribuidores han sido compensados, incluidos el gobierno. (Los accionistas son los últimos en cobrar). El proceso de creación de valor y el flujo en una empresa típica sigue el objetivo de la maximización del valor accionarial

El argumento de maximización del valor accionarial debe ser el objetivo corporativo y es soportado por las siguientes razones adicionales:

- Desde que el resto de los contribuidores han sido compensados, en el coste de oportunidad (en una economía libre de mercado) los beneficios deben ser de los accionistas.
- Todo el resto de las partes negociadas tienen una oportunidad de renegociar sus valores periódicamente con la compañía, sin embargo no hay una disposición en el acta donde un accionista pueda preguntar por una dividendo mayor al que la junta/consejo decide y la revalorización de capital del valor de la acción depende de la fuerza del mercado de capitales y del rendimiento general del negocio en el presente y de las expectativas futuras de crecimiento.

MEDICION DEL VALOR ACCIONARIAL.

Hay dos enfoques. En el caso de las compañías que están inscritas y cuyas acciones son negociadas en el mercado, hay medidas de valor basadas en el precio de mercado de las acciones. Estas medidas ayudan a medir el valor creado en el mercado de capitales para los accionistas. En el caso de que las compañías no estén inscritas, el precio de mercado no es válido. De ahí, que el valor accionarial en muchos casos es medido usando información

contable y el cumplimiento esperado. Estas medidas son conocidas como *medidas de valor intrínseco* y pueden ser calculadas también para aquellas compañías que están inscritas; se encargan de medir el valor creado por el gestor de la compañía a través de eficiente gestión de los recursos. Es de esperar que el valor creado para los accionistas en el mercado de capitales derive del valor intrínseco creado por la gestión de la compañía.

Medidas basadas en el precio de los mercados financieros:

Holding Period Return (HPR) es una medida popular de la riqueza accionarial. Se calcula como la variación en el precio de mercado de una inversión en un periodo determinado. La fórmula fue propuesta por Reilly & Brown (2008).

$$HPR = \frac{\text{Valor final de una inversion}}{\text{Valor inicial}} \geq 0$$

HPR > 1 : se ha creado valor para los accionistas.

HPR = 1 Ni se ha creado ni destruido valor.

HPR < 1 : se ha destruido valor.

HPR = 0 el accionista ha perdido toda su inversion .

HPR realmente mide la riqueza creada por un periodo en el cual la inversión es mantenida por el accionista. Los accionistas prefieren medir la riqueza creada en porcentaje con base anual. Esto se calcula a través del *Holding Period Yield (HPY)*:

$$HPY = HPR - 1$$

$$\text{Annual HPY} = HPR^{-1/n} - 1$$

Price Earnings Ratio (PER) es otra medida importante de medida de la riqueza de los accionistas que es más popular. Representa el precio que los inversores están preparados para pagar por la acción por cada ingreso de la compañía.

$$PE = \frac{\text{Precio de mercado por accion}}{\text{Beneficio por accion}}$$

Un alto PE indica que el inversor piensa que la compañía está actuando bien y espera un largo periodo de rentabilidad debido al alto crecimiento de la empresa. Un nivel más alto de PE que el anterior puede también indicar más ganancias para los accionistas que ya habían invertido anteriormente (es decir los que ya existían).

Market to book ratio (MB): Mide el ratio del valor de mercado de una acción entre su valor contable. El valor contable de una acción es el valor neto dividido entre el número de acciones en circulación. Representa el dinero el cual la compañía ha recibido de sus accionistas e incluye las inversiones hechas por la compañía en beneficio de estos reteniendo beneficios.

$$MB \text{ ratio} = \frac{\text{Precio de mercado por accion}}{\text{Valor contable por accion}}$$

Un ratio MB mayor a uno significa que la compañía ha añadido más valor a los accionistas que el capital aportado por ellos y viceversa.

MVA (Market value Added) es una medida de la riqueza de los accionistas que popularizó (Stern Stewart)

$MVA = \text{Valor de mdo del cap empleado (incluido deuda y patrimonio)} - \text{Cap invertido}$

Mide el valor que el mercado percibe que la compañía ha creado y que tiene el potencial de crear.

Mientras que todas las medidas mencionadas anteriormente miden el valor para los accionistas, el HPY, *holding period return*, mide el actual rendimiento de una inversión en títulos en un determinado momento, teniendo en cuenta los rendimientos efectivos temporales de los accionistas. Otras medidas como PE, MB ratio, MVA miden la riqueza creada por una compañía durante los años y también la percepción del potencial futuro de creación de riqueza de la compañía (por los inversores) por sus accionistas. Esto es porque estas medidas usan el valor contable del capital invertido el cual cuantifica todas las inversiones hechas por un accionista en la compañía hasta la fecha y el precio de mercado de una acción que refleja las expectativas de los inversores sobre el futuro rendimiento potencial de la compañía y el valor de sus intangibles.

Hasta ahora, los objetivos corporativos de maximizar el valor accionarial significan que el director general debe trabajar hacia el incremento del precio de mercado de las acciones.

El precio de la acción o precio de mercado de las acciones de una compañía suelen medir el valor creado por una compañía para sus accionistas. Sin embargo, el uso del precio de la acción para medir la rentabilidad de una compañía es criticado y considerado inviable por las siguientes razones:

- Los precios de las acciones de una compañía que cotizan en el mercado de valores son valoraciones externas del rendimiento de la misma y su salud pero no reflejan su actual rendimiento. Es una valoración del rendimiento corporativo frente las expectativas de los inversores. De este modo, ellos pueden penalizar a una compañía con buenos rendimientos y recompensar a otras que van peor. (Koller, 2005)
- Los inversores del mercado de valores tienen información limitada sobre los rendimientos de una empresa, por tanto el precio de una acción es una afirmación subjetiva acerca de las creencias y perspectivas sobre el futuro por tanto representan una percepción acerca de la prosperidad de la compañía, y puede desviarse del valor real.
- Demasiada atención en maximizar el precio de las acciones de la compañía puede hacer que los gestores alimenten el mercado con información engañosa y fraudulenta para mejorar sus objetivos.
- Además, el precio de las acciones a corto plazo son conducidos más por las diferencias entre el rendimiento actual y las expectativas de mercado y por cambios en las expectativas que por el nivel de rendimiento per se. El mercado puede creer que la gestión está haciendo un excelente trabajo, pero esta aprobación puede ser un factor para el precio de la acción. (Koller and Dobbs, 1998)

Medidas de valor intrínseco:

Se pueden clasificar en dos grupos:

- a) Medidas basadas en contabilidad
- b) Valor basado en las medidas de gestión

Medidas basadas en contabilidad: Las herramientas tradicionales que solían medir el valor accionario se basaban en los datos extraídos de las cuentas revisadas registradas de la compañía. Esto incluye medidas como las ganancias por acción, rentabilidad sobre la inversión (ROI), rentabilidad sobre el patrimonio (ROE), dividendos por acción y rentabilidad por dividendo.

- EPS- Earning per share: Representa los beneficios ganados por la compañía y la disponibilidad para el reparto a los accionistas en el periodo contable. $EPS = \frac{\text{Beneficio después de impuestos y dividendos preferentes}}{\text{Numero de activos en circulación}}$
- ROI: Es uno de los indicadores más importantes usado por las compañías para evaluar su rentabilidad. También se presenta en las cuentas anuales como una de las medidas claves de éxito. $ROI = \frac{\text{Beneficio neto} + \text{Interés (1 - tipo impositivo)}}{\text{Valor contable de las acciones}}$. Aunque ROI es muy popular y usado realmente no es una garantía de creación de valor accionario. Únicamente si excede el coste de capital se creara valor accionario.
- ROE: Roe mide el retorno de los proveedores sobre el fondo patrimonial. $ROE = \frac{\text{Ingresos Netos}}{\text{Valor contable del patrimonio de los accionistas}}$. Donde el patrimonio de los accionistas se refiere al conjunto pagado de capital, reservas y excedente aparente como parte de los fondos de accionistas. Ingresos netos son el beneficio después de impuestos y dividendos preferentes.

El ROE es muy sensible al apalancamiento y puede dar una imagen engañosa del valor creado. ROE puede aumentar a medida que la deuda optima se emita para la financiación a una tasa menor que el retorno de la inversión. Sin embargo, el exceso de apalancamiento realmente contribuye al riesgo financiero y el riesgo ajusta el valor reducido. Por tanto el ROE y el valor accionario entran en conflicto.

Otro de los problemas del ROI y ROE es que es imposible comparar los rendimientos de una sociedad del conocimiento con el de una empresa industrial. Esta última invierte en muchos activos fijos, mientras que la primera gasta mucho en entrenamiento, investigación, información...

- Dividendos por acción: Se mide como el total de dividendos declarados por la compañía por un periodo contable sobre el número de acciones en circulación. Es el pago actual que reciben los accionistas y nos mide únicamente un valor parcial accionario. Para saber el valor accionario total de un accionista:
- Rentabilidad por dividendo: $\frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Precio de mercado}}$. Mide la rentabilidad del dividendo de un accionista que invierte en el mercado de valores a un determinado precio de mercado presente

Todas estas medidas contables son criticadas por diferentes autores por no ser adecuadas para calcular el rendimiento de una compañía. Ehrbar y Stewart (1999) criticaron estas medidas desde un punto de vista de un CEO.

Si el bono depende del ROI, ROE o ROA(Beneficio neto/ total de activos), un director puede asumir proyectos que pueden destruir valor pero aumentar las ganancias contables. Por ejemplo: *El objetivo del ROA es un 25 % el director por tanto rechazara cualquier proyecto por debajo de este porcentaje incluso si proporciona rentabilidad por encima del coste de capital y cree valor accionarial. O el jefe de la división cuyo objetivo de rentabilidad es el 5% acepta una inversión sin preocuparse si cubre el coste de capital o no.*

Erhbar y Stewart (1999) escribieron acerca de la preocupación sobre estos indicadores y dividieron las desventajas en dos tipos: las contables y las financieras. Las primeras tratan principalmente con diferentes métodos de coste (LIFO; FIFO...) mientras que las distorsiones financieras tienen que ver mayoritariamente con las proporciones de deuda y patrimonio. Si la labor de un director es incrementar el ROE, este puede aceptar un proyecto malo que este financiado por deuda y rechazar uno bueno que este financiado con patrimonio.

Las medidas tradicionales basadas en la contabilidad de valor, como el ROI o EP, dejan de ser relevantes bajo condiciones cambiantes como el dejar de tener en cuenta los factores que conducen el valor accionarial. Los contribuidores de capital asumen aventuras arriesgadas dado que esperan una rentabilidad igual al coste de oportunidad de ese capital. El mercado de capitales mide el valor descontando los flujos efectivos futuros esperado a una tasa que los inversores esperan obtener si invierten en compañías con riesgo similar. Así pues una compañía que tenga beneficios contables no tiene por qué ser creadora de valor desde la perspectiva de un accionista (Drucker, 1998). Además el sistema de bonos tradicional no conecta con el valor correctamente, esto deriva pues en incentivos muy pequeños para los buenos (inversionistas) y en compensaciones muy grandes para los mediocres (Jensen & Murphy, 1990). Por tanto es esencial para los directores no solamente entender el proceso de creación de valor si no también crear vínculos entre sus estrategias y la creación de valor para así facilitar y mejorar ambas.

8.3.- VALOR BASADO EN MEDIDAS DE GESTIÓN

Taggart, Kontes and Mankins (1994) fueron los primeros que acuñaron este término. Sugirieron una infraestructura que uniera la estrategia de la compañía con la creación de valor en el mercado de capitales, e identificaron cinco factores institucionales claves para ello: Gobierno, asignación de recursos, gestión del rendimiento y la remuneración de la alta dirección. El VPM usa parámetros a diferentes niveles alineados con los factores institucionales, funciones claves y procesos. El valor accionarial medido usando esta herramienta se denomina como “valor intrínseco” de las acciones, debido a que las decisiones de inversión son tomadas comparando los diferentes precios de las acciones en el mercado con el valor intrínseco de las mismas. Si este valor intrínseco es menor que el precio de la acción indicara que está sobrevalorado y viceversa.

Hay diferentes definiciones de valor accionarial utilizando el valor intrínseco, por diferentes autores:

Rappaport lo define como *“El valor total económico del patrimonio. Este valor de la compañía se conoce como valor corporativo mientras que el valor de una porción de patrimonio se conoce como valor accionarial”*

$$\text{Valor corporativo} = \text{Valor de la deuda} + \text{Valor accionarial}$$

El valor de la deuda representa el valor de mercado de la deuda, infundadas las obligaciones de pensiones y también el valor de mercado de otros reclamos como las participaciones preferentes. El valor corporativo es el valor total de una unidad de negocio o compañía y se calcula como la suma de los siguientes componentes:

- Valor presente de los flujos de caja de las operaciones durante el periodo previsto
- Valor residual, que representa el valor de un negocio atribuible a un periodo más allá del periodo previsto
- Valor actual de los valores negociables y otras inversiones que puedan convertirse en efectivo y no son esenciales para el funcionamiento del negocio.

El método anterior utilizado para llegar al valor accionarial de una compañía es también conocido como el método de los flujos de cajas descontados (DFC).

Otros autores definen valor accionarial como: “la diferencia entre el valor corporativo y deuda en la cual el valor corporativo es la suma de los flujos de efectivos futuros o libres descontados en el WACC”. Los flujos de efectivos libres están formados por los flujos de efectivos individuales para cada año de la duración del crecimiento o el periodo de ventaja competitiva o valor residual. De este modo, los flujos de cajas son denominados libres en el sentido de que pueden ser distribuidos a los accionistas. Las firmas de consultoría han intentado definir el valor accionarial como la suma de los valores descontados de todos los flujos de caja desde la compañía al dueño, incluyendo lo que es distribuido cuando la compañía es vendida o disuelta.

Debido a la necesidad de un parámetro comprensible para la medición y gestión del valor accionarial estos fueron divididos en:

- Economic Value Added (EVA): valor en exceso que un negocio aporta después de restar el resultado que genera el coste que supone financiar los activos afectos a dicho negocio.

$$\text{Valor económico añadido} = \text{NOPAT} - \text{Capital invertido} \times \text{WACC}$$

NOPAT = Beneficio operativo después de impuestos pero antes de intereses (BAIDT),

WACC = coste de capital invertido

Capital invertido = El capital económico invertido en un negocio incluido patrimonio y deuda pero no incluye los intereses del pasivo corriente.

$$\text{WACC} = \text{Coste de capital propio} \times \text{Proporción de capital propio sobre el capital total} + \text{coste de la deuda} \times \text{proporción de deuda sobre el capital total} \times (1 \text{ tipo impositivo})$$

El beneficio económico es el beneficio que la compañía debe generar para satisfacer a los accionistas y prestamistas.

- Cash Flow Return on investment (CFROI): se basa en la suposición de que una compañía puede ser modelada como un proyecto que genera efectivo por encima de la vida útil de sus activos subyacentes e inversiones.
Bajo esta estructura, CFROI es la rentabilidad implícita de esos flujos de caja, o lo que es lo mismo la tasa de descuento implícita en los modelos de flujo de caja descontados en los cuales:
 - El desembolso inicial es la cantidad requerida para reproducir la base de activos (los amortizables y los que no) de la compañía
 - El flujo de caja final incluye el valor de liquidación de los activos no amortizables de la empresa
- Shareholder Value added (SVA): Es similar al DCF. La diferencia está que el método de DCF llega a un valor económico resultante de un escenario previsto mientras que el SVA mide el cambio en el valor después del periodo previsto. Se calcula (Rappaport,2001):

$$\begin{aligned} SVA = & VP \text{ acumulado de los flujos de caja} \\ & + VP \text{ del valor de liquidacion al final del periodo previsto} \\ & - \text{Valor de liquidacion actual} \end{aligned}$$

8.4.- PROCESO DE MEJORA DEL VALOR ACCIONARAL:

Incluye los siguientes pasos:

- Elección de una medida de rentabilidad y de valor intrínseco para el control y planificación de la compañía
- Identificar los mayores factores que están directamente conectados con el valor intrínseco
- Gestionar los factores que afectan al valor de esta manera mejorara el valor accionarial.

Este proceso puede ser seguido por una compañía para la mejora del valor de sus accionistas. Las medidas usadas para la medición del valor accionarial son MVA y EVA.

CAPÍTULO III: EL CASO INDRA.

1.- INDRA

Indra es una empresa que se dedica a diversas actividades y ofrece una amplia gama de servicios avanzados que cubren toda la cadena de valor de las empresas. Desde la consultoría, desarrollo de proyectos a la integración de soluciones tecnológicas pasando por los procesos de negocio y la externalización de sistemas de información.

Se crea en el año 1992 después de la fusión de cuatro de las empresas españolas más importantes del sector de la informática, electrónica, comunicaciones e informática. (Inisel, Ceselsa, Eritel y Disel).

Entre la estructura accionarial de la empresa encontramos a la SEPI (perteneciente al Estado español), con un 20,1%, y a Corporación Financiera Alba, que pertenece a la familia mallorquina March, con un 12.5%.

Recientemente, Telefónica compró el 6% del capital de la compañía, hecho que tiene relación con la destitución de Javier Monzón, anterior presidente de Indra, ya que su sustituto, Fernando Abril-Matorell, entra coincidiendo con la suscripción de opciones de otro 3% y la posibilidad de seguir incrementando su participación paulatinamente hasta un 14% mientras que el SEPI acabaría quedándose en el 12%.

Su sede se encuentra en Alcobendas, en la capital de España. Y su actividad se desarrolla entre 138 países de cinco continentes a través de aproximadamente 43.000 empleados. Una cifra inexacta ya que, por las dificultades que atraviesa, la compañía está en medio de un ERE con el que espera amortiguar el impacto de sus recientes resultados.

Tabla 1. Personal de Indra

	2015			2014		
	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres	Total
Miembros del Consejo	11	2	13	11	3	14
Altos directivos	12	3	15	8	1	9
Dirección	429	69	498	412	72	484
Titulados y personal alta cualific.	21.590	9.816	31.406	21.317	9.724	31.041
Administrativos	1.382	2.310	3.692	1.301	2.190	3.491
Operarios	1.341	1.668	3.009	1.818	1.669	3.487
Otros	30	8	38	22	13	35
Total	24.795	13.876	38.671	24.889	13.672	38.561

Por precisar de entre todas las actividades que vamos a pasar a describir inmediatamente, Indra destaca en los sectores de:

1- Seguridad y Defensa

- Implantación de tecnología en los submarinos de la Armada de Indonesia (sistemas radar de última generación).
- Formación a empresas civiles y Fuerzas Armadas de todo el mundo en el Centro de Supervivencia y Seguridad en el Mar que tiene la Armada Española en la base de Rota.
- Implantación de un sistema avanzado de vigilancia y defensa aérea en el Sultanato de Omán

Principales clientes: Agencia Espacial Europea, Eurofighter Typhoon, Fuerzas Armadas de España, Reino Unido, Indonesia, Omán, Estados Unidos, Alemania, Italia, entre otras.

2- Administraciones Públicas y Sanidad

- Tecnología de referencia mundial en la gestión de procesos electorales: en 2014 gestionó ocho procesos electorales de ámbito nacional en tres países (Colombia, El Salvador y España). En 2013 se adjudicó el proceso electoral de Irak por 130 millones de euros.
- El hospital más importante de Filipinas eligió el sistema de salud de Indra para la sanidad: una solución completa de información y gestión hospitalaria dirigida a las necesidades críticas de hospitales privados.

Principales clientes: Gobierno de España, Comunidad de Madrid, Generalitat de Cataluña, Reino de Baréin, Gobierno de Brasil, etc.

3- Transporte y Tráfico

- Soluciones líderes de Indra para el control del tráfico en Argelia.
- El principal aeropuerto de Nairobi (Kenya), que cuenta con la mayor afluencia de pasajeros del centro de África, utiliza los sistemas de Indra.

Principales clientes: Metro de Shangai, Metro de Bombay, Ferrocarriles de Arabia Saudí, Adif, Aena, Renfe, Eurocontrol (Organización europea para la seguridad de la navegación aérea), Nats (proveedor de servicios de tráfico aéreo del Reino Unido), etc.

4- Telecom y Media

- Liderazgo del proyecto de I+D+i “Immersive TV” que ha hecho posible el desarrollo de tecnologías de producción de contenidos digitales inmersivos para promover la sensación de integración del espectador con la televisión, mucho más allá de las actuales técnicas 3D.
- Telefónica Germany: unificación y convergencia de inventario de Red para líneas de negocio fijo y móvil.

Principales clientes: Telefónica, Orange, Telecom Italia y Portugal Telecom.

5- Energía e Industria

- Implantación de la plataforma de gestión empresarial de la distribuidora de electricidad de Brasilia.
- Firma de un contrato con Electricidade de Mozambique y Electricity Company of Ghana, las principales compañías eléctricas de ambos países, para implantar sus sistemas de apoyo a los procesos de negocio técnicos y comerciales.
- Apuesta por impulsar la industria de la alimentación y bebidas: la Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas incorporó a Indra como colaborador estratégico para apoyar con su tecnología al sector alimentario español.

Principales clientes: además de los mencionados en los ejemplos destacan Inditex, Red Eléctrica de España, Iberia, ThyssenKrupp, Enel, Cobega y Petrobras.

6- Servicios financieros

- Socio tecnológico del mayor banco público de Latinoamérica (Caixa Económica Federal).
- Firma de un acuerdo con CaixaBank para la prestación de servicios tecnológicos de back-office para todo el grupo financiero. Mediante esta alianza Indra asume las tareas de edición, impresión y acabado de los documentos que la entidad envía a sus clientes.

Principales clientes: además de los dos citados destacan BBVA, Banco Santander, Mapfre, Banco de Brasil y Zurich.

2.- EL SECTOR Y LOS COMPETIDORES

El sector tecnológico es especialmente competitivo, ya que está ligado al progreso que se haga en el I+D de las empresas del mismo, que por otro lado, suele tener bajas diferencias, ya que al encontrarnos en un mundo globalizado, los tiempos en los que las empresas sacan provecho de las nuevas tecnologías de los rivales es muy bajo. Lo demuestran también los estrechos márgenes del sector, que es inferior al 10% y que en los recientes años, ha registrado una tendencia decreciente. Aunque ha podido ser críticamente condicionada por la crisis económica, en la que los grandes perjudicados, han sido los presupuestos para investigación y desarrollo.

En nuestro país, Indra es indiscutiblemente la empresa líder en la materia, pues ninguna otra puede discutir el tamaño en el sector. No obstante, cuando la firma española sale al marco internacional a competir, se encuentra con la dureza de la competencia mundial. No sólo los países desarrollados por antonomasia albergan grandes instituciones que eclipsan el tamaño de Indra. En los países emergentes como India, empiezan a forjarse nuevas firmas que habrá que tener en cuenta en el futuro.

De entre la oferta tecnológica que, como hemos visto anteriormente, abarca Indra, hay algunos competidores especializados en sólo uno o dos subsectores, que sacan partido de su especialización. Y otros, con un tamaño mucho mayor, que intervienen en los seis subsectores en los que Indra participa, y en algunos más.

En Francia podemos encontrar empresas que multiplican por tres el tamaño de Indra empresa por facturación: Cap Gemini, Atos e incluso Sopra Steria. Además, Thales, Safran, Dassault Systèmes, Airbus Defence se especializan en el área de Defensa, y la gigante Alstom en Tráfico y Transporte.

En Alemania, copan el ranking SAP y T- Systems. Pero no podemos dejar de mencionar otras corporaciones como Allgeier, Cor&FJA, Software AG, Realtech y Rheinmetall o, en el sector de Tráfico y Transporte, Siemens.

En Reino Unido encontramos otras dos empresas punteras como son BAE Systems y SAGE Group en una posición más destacada y justo por detrás, Ultra Electronics, Cobham y ComputaCenter.

Por acabar con el resto de firmas que podemos encontrarnos en Europa, tenemos en Irlanda a Accenture, de un tamaño muy parecido a Indra. En Holanda a Phillips y Gestronics, en Suiza a Temenos., en Finlandia a Tieto, en Italia a Finmeccanica y en Polonia a Asseco.

Más allá del continente europeo, en EEUU, hay que destacar a cuatro gigantes puntocom CSC, IBM, HP, Dell, Oracle, Unysis, y Cognizant. Y como no podía ser de otra manera, en el área de Seguridad y Defensa destacan Lockheed Martin, Northrop Grumman, Boeing y L3.

Canadá, es el país del gigante CGI y de otra más modesta aunque igualmente digna de mención como Constellation Software.

En Japón, otros dos colosos. NTT Data y Fujitsu.

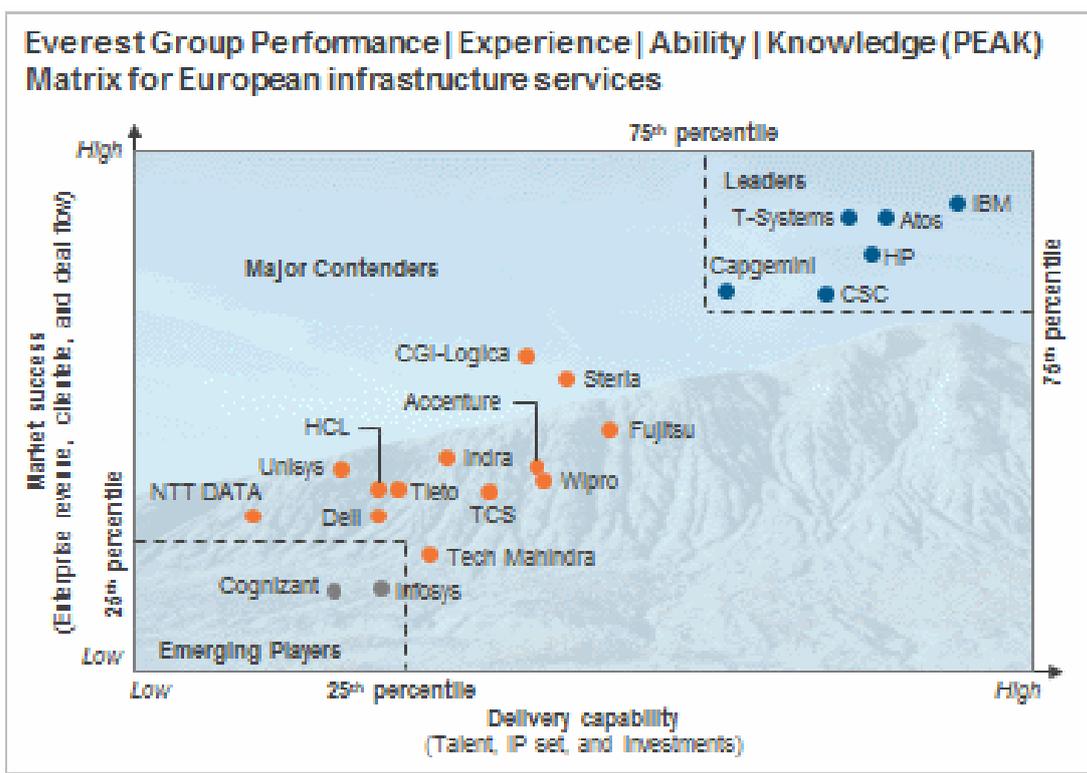
Y en el continente Iberoamericano, no podemos dejar pasar a la mejicana Softek, la brasileña Totvs, y la chilena Sonda.

Además, si hablábamos anteriormente de India, debemos mencionar alguna de sus más destacadas firmas. Ni más ni menos que ocho: Tata Consultancy Services, Wipro, Infosys, Tech Mahindra, HCL, Mindtree, NIIT Technologies y L&T Infotech.

Cualquiera podría pensar que entre tanta competencia, Indra no tendría ninguna opción de destacar en algún campo. Sin embargo, a pesar de lo complicado de sacar productos adelante frente a tanto competidos, hay que destacar la estrategia de Indra, que ha logrado encontrar varios nichos de mercado, que por su especialización no han interesado al resto de las empresas: sistemas de voto electrónico, sistemas de control ferroviario, simuladores, radares, defensa electrónica, soluciones para centrales nucleares y tecnología para submarinos.

Según un estudio del grupo de consultoría Everest Group, las distintas empresas del sector se encontrarían distribuidas como se muestra en el cuadro, con una posición intermedia para Indra, y con seis líderes destacados del resto de participantes: Atos, CapGemini, CSC, IBM y HP.

Figura 4. Benchmark del sector



Si antes decíamos que la tendencia de los márgenes de beneficios del sector se podían ver condicionados por la actual crisis financiera es por un motivo sencillo. Y es que se trata de un sector pro cíclico, que en época de bonanza puede permitirse el lujo de destinar partidas más abultadas al I+D, pero que se resiente en época de vacas flacas ya que los gobiernos y las empresas clientes, suelen reducir su inversión en tecnología y los contratos con las tecnológicas se reducen. De hecho, quizá España sea el ejemplo más claro de la reducción de presupuesto en I+D en la crisis.

Indra refleja en sus Memorias de 2015, esto que estamos comentando, tanto en reducción de subvenciones, como de contratos, así como otra característica que ha estado ahogando a Indra este último año más que nunca: Los plazos de pago de sus servicios, que han mermado su nivel de Tesorería.

Si alejamos el zoom de los últimos años, y contemplamos los últimos veinte años, nos daremos cuenta de que éste es un sector que también ha experimentado un crecimiento muy notable durante las últimas dos décadas, sobretodo coincidiendo con el final de los noventa y el principio de milenio. Cuando vimos crecer los ingresos de Indra desde los 513 millones de € a una cifra cercana a los 3.000 millones de €. Lo que significa multiplicar por seis su volumen de ingresos en apenas 15 años. Tendencia, que por otro lado encontraríamos en la mayoría de las empresas del sector.

No obstante, y como es lógico, hay una característica que cumplen todos los mercados y otro que particular del mercado tecnológico y que coinciden con el efecto crisis convirtiéndose en un multiplicador de los perjuicios. Primero, el sector de la tecnología atraviesa el periodo de madurez por el que todos los mercados pasan tarde o temprano. Y

coyunturalmente, nos encontramos ante una etapa en la que la tecnología necesita otro enfoque, pues en muchos ámbitos, se está llegando al límite de mejora de la tecnología, en la que la línea de crecimiento tiende hacia una asíntota horizontal que resulta insalvable. Los explicamos con éstas gráficas que encontrarán en la página siguiente, cortesía del Doctor Emilio Álvarez Suescun en material para la clase de Dirección de la Tecnología y la Innovación.

En éste sentido, cabría destacar también el ambicioso plan de expansión que ha seguido Indra a través de importantes adquisiciones realizadas a lo largo de la última década: : Europraxis, BMB, InterScan, Azertia, Soluziona, Politec (Brasil), Galyleo (Italia), Park Air Systems (Noruega), PC-IS (Portugal), etc.

Figura 5. Gráfica de relación Rendimiento/Esfuerzo en Innovación

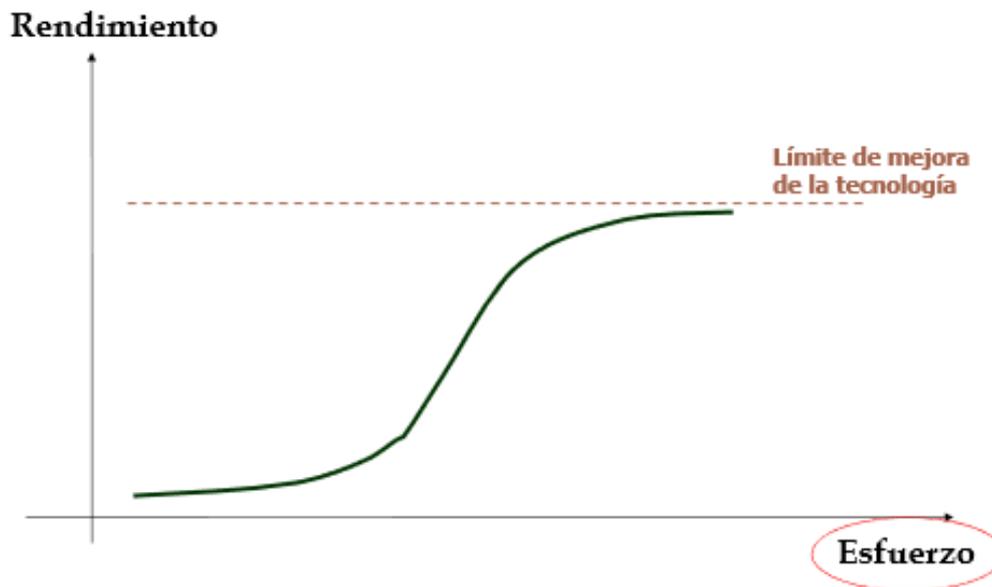
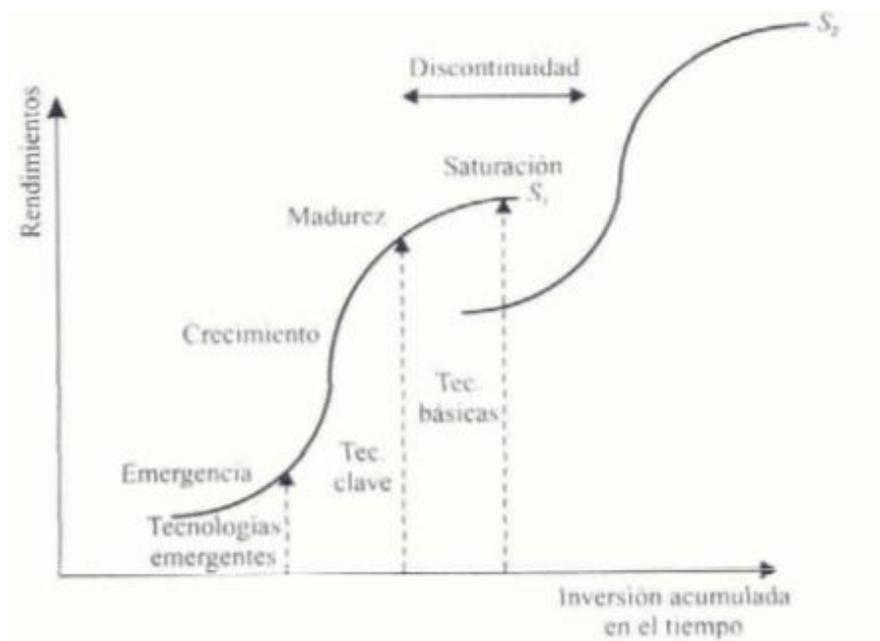


Figura 6. Etapas de los Mercados



2.1.- BENCHMARK

Después de recopilar toda la información referente a los Estados Financieros, no sólo de Indra, sino también de sus competidores, he podido obtener toda clase de ratios para establecer comparaciones entre todas las empresas, he comprobado algo que sospechaba desde un principio.

Al iniciar el tercer capítulo ya decíamos que aunque el sector englobe a todas estas empresas, hay una amplia variedad en las actividades a las que se pueden dedicar todas ellas. También marcábamos las seis principales actividades a las que Indra se dedicaba, y aclarábamos que los competidores, aun siendo piezas del mismo tablero, no tienen por qué compartir la misma ruta.

Esto provoca inconvenientes a la hora de hacer las comparaciones de las que hablamos a través de múltiplos y KPI's. No es posible homogeneizar las tablas de datos para contrastar los datos de manera ideal. No sólo por el hecho de que las actividades no sean las mismas, sino porque el criterio que establecen bases de datos de proveedores de información, como Bloomberg, o Morning Star, no concuerda para establecer las ratios del sector con las que se compara cada una de las empresas sea el mismo.

En resumen, empresas que en teoría se integran en un mismo sector, comparten solamente algunos de los ratios de sector con los que se comparan, y esos ratios, pueden variar de unas empresas a otras. Esto es, la empresa A comparte diez ratios con la empresa B, solamente 4 con la empresa C, pero la C y la B sólo comparten 2.

Esto demuestra lo complicado que resulta establecer un criterio único para encarrilar el análisis de las empresas dentro de este sector.

Por si fuera poco, y como ya avanzábamos anteriormente, la diferencia de tamaño también resulta otro escollo en el análisis entre las compañías por la disparidad de su tamaño. Ésta vez no tanto entre los ratios, al tratarse de porcentajes, pero sí a nivel de Balance o de la Cuenta de pérdidas y ganancias.

Teniendo en cuenta esto, he resuelto comparar los multiplicadores y los ratios de Indra en el documento Excel contra varias de las empresas líderes según el gráfico que se mostraba en el punto anterior: CapGemini, IBM, HP, y contra otras dos firmas más parejas al tamaño de la española.

3.- BUSINESS MODEL DE INDRA

Ahora que hemos indagado en la situación del mercado, sector y competidores con los que se relaciona Indra, y que anteriormente hemos tenido una primera toma de contacto con la empresa, conociendo sus orígenes, a qué se dedica y como se relaciona con el entorno, tenemos un feedback suficiente como para capturar una fotografía de todo el conjunto, de manera que nos sea más sencillo tener en cuenta todos los elementos que lo componen y utilizarlo como primer escalón hacia la visión hacia la que queremos proyectar la empresa y poder trazar de manera más certera, la línea que seguirá el Plan Estratégico.

Ahora que disponemos de una imagen clara de las características de todos los participantes de la cadena de valor de nuestra compañía analizada, va a ser mucho más sencillo contextualizar cada movimiento de la empresa, y a entender la situación de cada uno de los elementos de los Estados Financieros.

Entre la información que ofrece Indra, se encontraba este modelo de negocio diseñado por la propia empresa en su Informe Anual de 2012.

Y en la página siguiente, se ha dispuesto uno acorde con el diseño descrito en la parte teórica del trabajo.

Figura 7. Relación de elementos según Indra

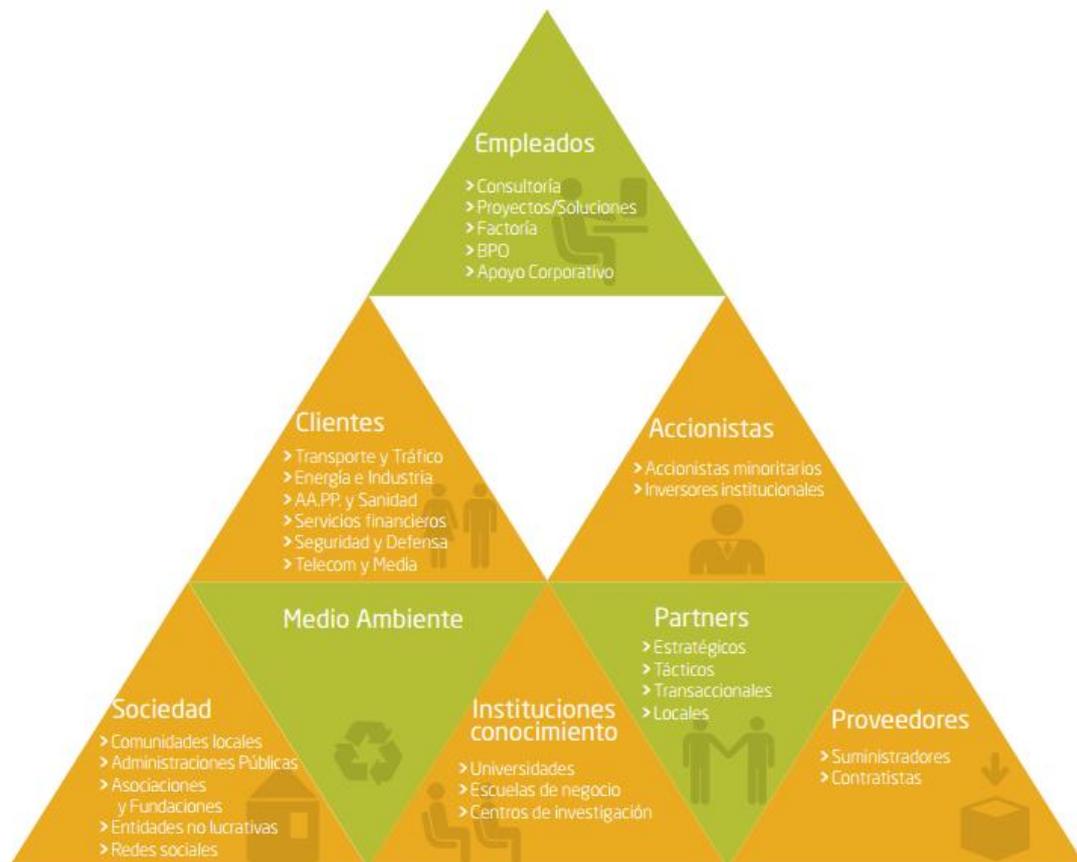


Tabla 2. Modelo Canvas aplicado a Indra

MODELO DE NEGOCIO DE INDRA			
<p><u>PARTNERS CLAVE</u></p> <ul style="list-style-type: none"> -Empresas de subcontratación que ahorren costes a Indra ya que no está especializada en todos los eslabones de todas las actividades que abarca. - Empresas competidoras, que proporcionan estímulo de innovación así como nueva tecnología. 	<p><u>ACTIVIDADES CLAVE</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Seguridad y Defensa - Administraciones Públicas y Sanidad - Transporte y Tráfico - Telecom y Media - Energía e Industria - Servicios financieros <p><u>RECURSOS CLAVE</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Personal altamente cualificado. - I+D+i - Patentes 	<p><u>PROPUESTA DE VALOR</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Solución flexible para la creación de Marketplaces que se adapta a las necesidades especiales de nuestros clientes - Eficiencia Tecnológica - Optimización de rendimientos. 	<p><u>RELACIONES CON LOS CLIENTES</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Nuevos objetivos en su cartera de clientes - Se necesita mayor Reducir los plazos de cobro de los productos y servicios. <p><u>CANALES DISTRIBUCIÓN</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Gestión de Campañas adaptado a los micromercados - Movilidad de agentes - Programas de fidelización
<p><u>ESTRUCTURA DE COSTES</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Costes de producción y distribución - Externalización de determinados procesos - Inversiones en I+D (Patente) 		<p><u>FLUJO DE INGRESOS</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Precios fijos por producto y modelo - Clientes pagan por la innovación y la especialización - Presión por reducir precios - Expectativas de crecimiento en Defensa y Seguridad y en Tráfico y Transporte 	
		<p><u>SEGMENTOS DE CLIENTES</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Gobiernos y Ejércitos - Grandes empresas - Nuevas empresas tecnológicas 	

4- EL DIAGNÓSTICO DE INDRA

4.1.- EL HISTORIAL DE INDRA.

En este punto, vamos a hacer una recapitulación de los hechos más relevantes que han sucedido en la historia reciente de Indra, así como los posibles movimientos en sus cuentas y balances a fin de detectar los posibles puntos conflictivos cuando pasemos a consultar más a fondo los Estados Financieros, a fin de tener nociones de lo que ha podido pasar, o para tener feedback y poder justificarlo.

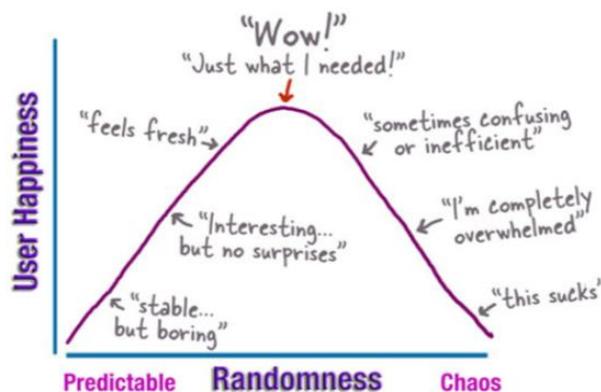
Según la información disponible en la memoria de Indra, las áreas de negocio se reparten los siguientes porcentajes de nivel de ingresos.

- 1- Seguridad y Defensa. **19,03%**
- 2- Administraciones Públicas y Sanidad. **9,58%**
- 3- Transportes y Tráfico. **15,33%**
- 4- Telecomunicaciones y Media. **17,45%**
- 5- Energía e Industria. **22,20%**
- 6- Servicios Financieros. **16,41%**

En ésta tabla podemos ver cómo se cumple precisamente el cambio de ponderaciones en relación al porcentaje de negocios que se ha visto forzado a hacer la compañía.

Antes hablábamos de lo importante que resulta para este tipo de empresas los contratos con el Estado, y que en épocas de crisis, suelen recortar sus partidas a I+D. Esta es una consecuencia que en España se agrava más si cabe, ya que en nuestro país no existe la tradición ni la conciencia de lo importante que es la creación de valor, y lejos de potenciar el desarrollo, es en éste apartado en lo primero que se recorta el presupuesto.

Figura 8. Serendipity Curve



Fuente: <http://headrush.typepad.com/photos/uncategorized/serendipitycurve.jpg>

Tabla 3. Actividad por negocios

1. MERCADOS

	2012 M€	2013 M€	2014 M€	2015 M€	Distribución %
Transporte y Tráfico	667,1	479,5	473	437	15,33%
Telecom y Media	369,0	470,1	485	497	17,45%
AA.PP. y Sanidad	516,9	355,3	322	273	9,58%
Servicios Financieros	464,4	503,3	529	468	16,41%
Energía e Industria	460,4	611,1	620	633	22,20%
Seguridad y Defensa	463,2	494,8	509	542	19,03%
TOTAL	2.941,0	2.914,1	2.938	2.850	

Así, se aprecia cómo ha cambiado la tendencia en el volumen de ingresos de dos áreas en particular. Que dependen en gran medida de los contratos con el Estado. Transporte y Tráfico y Administraciones Públicas y Sanidad. Éste último reduciendo su valor en casi un 50% desde 2012 a 2015.

Si pasamos a hablar a la evolución de ventas en función a la geografía, lo haremos a partir de la siguiente tabla.

Tabla 4. Actividad por Áreas Geográficas

2. AREAS GEOGRÁFICAS

	2012 M€	2013 M€	2014 M€	2015 M€	Distribución %
España	448,0	1.124,9	1.147	1.223	42,90%
Latinoamérica	745,0	830,7	804	734	25,74%
Europa y Norteamérica	481,9	577,3	612	558	19,59%
Asia, Oriente Medio & África	414,1	381,1	375	335	11,76%
TOTAL VENTAS	2.941	2.914	2.938	2.850	

A pesar de toda la problemática que uno puede descubrir en el mercado español, éste sigue representado casi la mitad del total de su negocio.

Además, está reconduciendo el mercado hacia Iberoamérica, sin duda alguna es un mercado atractivo con buenas expectativas de crecimiento, no obstante, la crisis ha llegado allí posteriormente y puede ocurrir que se estanque a corto plazo.

Europa y Norteamérica son los mercados más maduros, y es por ello que sólo representa un 20% del total de ingresos, pues la competencia es feroz.

Por último, y representando un 11,76%, Asia, Oriente Medio y África.

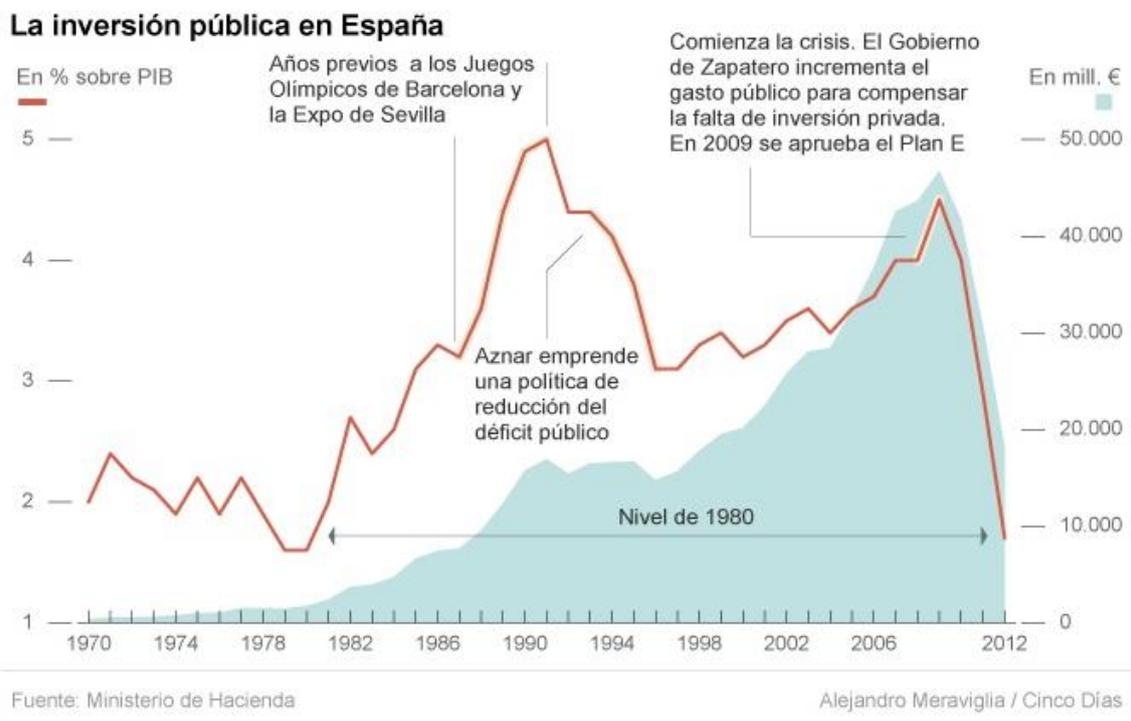
Hay que reconocer a Indra el esfuerzo que ha hecho en los últimos años, ya que antes de la crisis, y como es normal ya que el Estado sí invertía en I+D, porque en el año 2007, el porcentaje de España sobre las ventas, ascendía a un 68% frente a un 32% del exterior.

Hoy por hoy, las cifras se han invertido, asumiendo España un porcentaje, como decíamos, del 42,9%, y 57,1% el exterior.

Este dato demuestra el notable proceso de internacionalización que han llevado a cabo a nivel estratégico en respuesta a la caída del mercado español, a causa de la reducción de inversión en el Sector Público, que de hecho, sumaba un total del 40% antes de iniciarse la crisis, mientras que en la actualidad sólo alcanza un 15%.

Si hablamos de términos absolutos, el volumen de ventas en el Sector Público español, ha caído un 50%, pasando de 864 millones en 2007 a 433 en 2014. Reflejo sin duda del deterioro de las cuentas públicas españolas y por ende, en la inversión pública

Figura 9. Evolución de la inversión Pública en España



Por suerte para Indra, el sector privado español, ha resistido mejor la embestida del ciclo económico que atravesamos. Y ha aumentado el volumen de ventas desde los 604 millones en 2007 a casi 700 millones en 2015.

En conjunto, el mercado español, ha caído en una media de -4.3% en los últimos nueve años. Hemos pasado de 1468 millones a 1125 millones.

El sector exterior ha compensado la caída como introducíamos anteriormente con un incremento de en torno a los 18 puntos porcentuales.

Si bien es cierto que es un frenazo a la tendencia que se llevaba registrando durante los anteriores 15 años, en los que habíamos pasado de unas ventas de 513.8 millones en 1998 a 3000 millones en 2013.

Aun así, después de realizar una profunda investigación, seríamos capaces de aportar otra serie de justificaciones en lo referente a la situación coyuntural que explicarían el porqué del estancamiento de los ingresos. Más allá de un descenso del número de contratos, que afectaría más a la rama del operativa ligada al Sector Público.

Estos motivos serían:

- La depreciación que han experimentado las divisas en Latinoamérica. Introducirse en un mercado con las divisas devaluadas, supone una ventaja a la hora de introducirse en esos mercados. Ahora bien, a la hora de vender, ese efecto se vuelve en nuestra contra puesto que al realizar la conversión a otra moneda más consolidada, nuestro poder adquisitivo se resiente.

Si las ventas en este continente suponen un 25% del total, esto supone un duro revés para los ingresos de la firma.

- La competencia ha aumentado. Cualquiera podría pensar que el marco circunstancial en el que nos encontramos, no es el caldo de cultivo idóneo ni de lejos para la aparición de nuevas empresas. Pero en India, el abaratamiento de los procesos, y el capital económico y humano han hecho posible la puesta en marcha de otras empresas que han entrado en el sector.

Si el trabajo escasea, y entran más jugadores a repartirse las presas, con precios competitivos, no queda otra que asumir que asumir una presión bajista sobre los precios.

- Se tiende a decir casi por defecto, que la rama de negocio de la tecnología no para de crecer (por su evidente valor añadido). Pero es la de los servicios la que está adquiriendo un mayor peso en la ponderación de los ingresos.

Esto no es bueno para el negocio porque si la IT ofrece mayor valor añadido, ofrece más ventaja competitiva y consecuentemente, mayores ingresos y márgenes.

Está ocurriendo que cliente de los países desarrollados están prefiriendo contratar proyectos que mejoren la eficiencia en lugar del crecimiento aumentando la demanda de servicios.

Esto obedece sin duda a que las empresas quieren salvar los muebles en este ciclo y maquillar lo más posible las cuentas de resultados. Y en esa visión cortoplacista, no incluyen la inversión en I+D, que además, es más cara.

Figura 10. Innovaciones Disruptivas vs Sostenidas



Fuente: Christensen, C.M. (1999). *El dilema de los innovadores*, Granica, Buenos Aires

- Al hilo de lo anterior, las últimas adquisiciones de la compañía, la brasileña Politec y la italiana Galileo, se especializan más en las soluciones tecnológicas. Y precisamente, Iberoamérica, que es hacia donde más está creciendo Indra, es una región más proclive a la contratación de servicios que a soluciones tecnológicas.

Por lo tanto, el porcentaje de soluciones ha caído en torno al 10%, pasando del 73.6% anterior a la crisis al 63% en 2015.

4.2.- ANÁLISIS Y CONSULTORÍA DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

4.2.1.- BALANCE DE SITUACIÓN

Si algo nos ha quedado claro de lo que llevamos de trabajo, es que la situación que atraviesa Indra, no es muy boyante. Se ha visto arrastrada por la vorágine de la crisis y se enfrenta a un verdadero reto para remontar las pérdidas registradas en el último año.

Sin embargo, cuando nos fijamos en su Balance de Situación, parece que el nivel de su Activo, en el año 2015, está por encima de lo que cabría esperar después de semejante revés.

Aquí vamos a pasar a realizar una de las partes más interesantes del análisis que nos ocupa. Y es que vamos a detectar, los posibles movimientos de Balance que Indra ha podido realizar para ocultar en cierta medida la delicada situación que están atravesando.

Para una empresa resulta clave, no sólo gozar de salud financiera, sino aparentar tenerla. Esto es porque para atraer capital, clientes y financiación, es vital parecer solvente y capaz.

TABLA 5. Activo No Corriente

	2012	2013	2014	2015
Inmovilizado material	163.139,00	140.778,00	127.348,00	136.927,00
Inversiones inmobiliarias	3.363,00	3.250,00		
Fondo de comercio	645.291,00	605.943,00	583.285,00	470.408,00
Otros activos intangibles	280.325,00	285.926,00	289.833,00	289.213,00
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	7.925,00	7.925,00	5.664,00	8.943,00
Activos financieros no corrientes	58.525,00	71.534,00	83.883,00	41.185,00

En primer lugar, vemos que en 2014, se frenan las inversiones inmobiliarias en 2014, pero el inmovilizado material, aumenta rompiendo la tendencia de los dos últimos años.

Además, los activos intangibles, quizá la cuenta del balance más difícilmente valorable por una auditoría externa, ha ido aumentando de valor en los últimos años. Y en 2015, aumentan las inversiones contabilizadas con el método de participación.

Tabla 6. Intangibles

Inversiones:	2012	2013	2014	2015
Propiedad industrial	42.977,0	39.200,0	39.306,0	39.279,0
Aplicaciones informáticas	61.626,0	116.666,0	179.059,0	325.571,0
Gastos de desarrollo	259.152,0	256.417,0	248.447,0	139.693,0
Otros intangibles	33.381,0	24.293,0	23.858,0	21.028,0
	397.136,0	436.576,0	490.670,0	525.571,0

Incluso, las provisiones por deterioros, experimentan una subida considerable:

Tabla 7. Provisiones

	2013	2014	2015
Deterioro inm. Mat	30.361,0	81.144,0	173.940

Parece que la empresa ha tratado de aumentar la valoración de su inmovilizado, fin de, primero suavizar la pérdida de valor de sus activos y segundo, para lograr una mayor cuota de amortización para beneficiarse de las ventajas fiscales que puede obtener con ello. Algo demostrable de hecho, si entramos en el detalle del activo.

Tabla 8. Amortizaciones Inmovilizado Material

Amortizaciones Inmovilizado Material:	2012	2013	2014	2015
Construcciones	(18.076,0)	(19.080,0)	(20.653,0)	(21.959,0)
Inst.técnicas, maq. y otras inst.	(153.825,0)	(144.091,0)	(140.575,0)	(144.393,0)
Mobiliario	(24.330,0)	(24.227,0)	(26.141,0)	(29.094,0)
Elementos de transporte	(1.975,0)	(1.825,0)	(1.493,0)	(1.417,0)
Equipos para proceso de inf.	(59.340,0)	(56.944,0)	(58.186,0)	(62.273,0)
Otro inmovilizado material	(7.169,0)	(6.850,0)	(6.585,0)	(6.150,0)
	(264.715,0)	(253.017,0)	(253.633,0)	(265.286,0)

Tabla 9. Amortizaciones Inmovilizado Intangible

Amortizaciones Inmovilizado Intangible:	2012	2013	2014	2015
Propiedad industrial	(8.879,0)	(10.035,0)	(11.388,0)	(11.634,0)
Aplicaciones informáticas	(31.446,0)	(45.101,0)	(77.155,0)	(131.949,0)
Gastos de desarrollo	(6.478,0)	(7.645,0)	(8.914,0)	(9.988,0)
Otros intangibles	(11.727,0)	(12.193,0)	(13.746,0)	(13.024,0)
	(58.530,0)	(74.974,0)	(111.203,0)	(166.595,0)

Y si volviésemos a la primera tabla del activo, nos daríamos cuenta, de que a pesar de que las cuotas de amortización hayan subido, podemos comprobar, como según las cuentas de

inmovilizado material han bajado. Un movimiento contrario al que cabe esperar cuando el total del activo se ha rebajado. Según he podido leer en diversos documentos, el motivo de ese descenso de valor, sería la venta de algunos de sus elementos patrimoniales que sirvió para maquillar los resultados de la compañía.

Por finalizar con el Activo fijo, sería interesante saber de dónde ha sacado Indra el dinero para realizar una inversión que justificase el incremento de valor de las partidas de intangible, teniendo en cuenta que en su último ejercicio, Indra ha tenido un resultado negativo de 641,2 M€.

Lo único que se puede concluir a este respecto, es que Indra se ha aprovechado de que activos como los programas informáticos, son difíciles de medir y valorar, y a la empresa le interesa que su valor de los activos sea el mayor posible para dar imagen de solvencia y aparentar poder soportar más deudas en su pasivo. Pero esto es algo que veremos más adelante.

Tabla 10. Activo Corriente

Activo Corriente	2012	2013	2014	2015
Activos no corrientes mantenidos para la venta	9.082,0	7.572,0	7.656,0	1.655,0
Existencias	417.191,0	416.460,0	231.149,0	70.167,0
Otros activos financieros	97.665,0	97.582,0	76.237,0	72.806,0
Derivados			777,0	1.701,0
Activos por impuesto corriente	54.871,0	39.930,0	50.057,0	28.341,0
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.782.646,0	1.649.742,0	1.615.490,0	1.401.382,0
Tesorería y otros activos líquidos equivalentes	69.829,0	363.071,0	293.850,0	341.554,0
Total activos corrientes	2.431.284	2.574.357	2.275.216	1.917.606

Si pasamos a analizar el activo circulante, lo primero en lo que nos debemos fijar es en algo que llama mucho la atención. De todo el activo circulante, la cuenta de clientes representa en los últimos cuatro años, más del 50%.

Esto supone que por muy voluminoso que parezca el activo de Indra, condiciona seriamente el margen de maniobra que puede tener la compañía a la hora de acometer las diferentes estrategias que planifique a fin de expandir sus mercados. Porque por mucho que sobre el papel diga que ese dinero pertenece a la misma, que de hecho es cierto, Indra no dispone de él. Ni siquiera le sirve de garantía para cancelar deuda con los bancos.

A su vez, esto supone que el Working Capital pasará a ser positivo, luego la empresa necesitará financiación. Algo todavía más llamativo, ya que Indra está financiando una gran cantidad de dinero a sus clientes.

La cuestión es, ¿por qué Indra financia a sus clientes si su Working Capital es positivo?

La respuesta es tan sencilla como lógica.

Indra ofrece productos y servicios muy caros, que sólo están al alcance de grandes compañías y de Estados. Cuando el cliente tiene semejante tamaño, tiene un gran poder de negociación. Si a ello le añadimos, primero que la situación coyuntural es la que es y que es la única manera de obtener ingresos. Y segundo, que nuevas empresas del sector, así como las grandes del mismo, disponen de margen para robarle el contrato a nuestra compañía, no queda más remedio que aceptar.

Como consecuencia, y agravado por el hecho de que el tipo de proyectos que se llevan a cabo se extienden a lo largo del tiempo, así también lo hacen los pagos. Efectos, que todavía puede llegar a ser más evidente en caso de que el cliente sea un Estado. No sólo por el hecho de que desde esa parte se pueda abusar del poder de su posición, sino que si la empresa quiere garantizar que para futuros proyectos será de nuevo el proveedor de los siguientes contratos, deberá permanecer sin moverse del sitio y sin reclamar la aceleración del pago de las cuotas.

Por ello, podríamos decir, que a este respecto, Indra está atada de pies y manos y lo único que puede hacer, es buscar clientes con menor poder de negociación. Por supuesto, asumiendo un par de inconvenientes. Primero que los proyectos serán menos ambiciosos y por ende, menos rentables. Y segundo, que organizaciones como el Commitment Aerospace Investment in South America, no parecen ni de lejos, tan fiables como los clientes que tanto tardan en pagar.

De este modo, podríamos asegurar que en esta etapa económica, Indra se encuentra entre la espada y la pared. O se arriesga vendiendo contratos a empresas que pagarán antes asumiendo riesgo de impago, o contrata con los grades a sabiendas de que no podrá disponer del dinero en los ejercicios próximos.

Sólo le queda, compensar esta cadena de infortunios comportándose de la misma manera frente a sus acreedores. Cuenta del pasivo que ha engrosado en los últimos años, ya que era la única alternativa teniendo en cuenta la tendencia de sus resultados (sobre todo del último) para evitar que el nivel del Working Capital se convirtiera en algo insostenible y mortal para la empresa.

¿Y por qué una afirmación tan rotunda?

Porque si nos fijamos en el nivel de Tesorería del Activo Circulante, comprobaremos que apenas aporta un margen suficiente para que la empresa pueda hacer frente a sus obligaciones más inmediatas.

Y por último, si nos fijamos en el nivel de Existencias, que es el otro elemento del activo con el que se determina el nivel de Working Capital, hay que mencionar que ha sufrido una drástica reducción debido a tres motivos. Primero y más evidente, su consumo. Segundo, a que se ha vendido para reducir costes de Stock. Y tercero que, según se registra en la Memoria, su valor se ha visto rebajado según las cuentas de deterioro de mercaderías.

Ahora bien, si agudizamos nuestra capacidad analítica, no pasaremos por alto que, de 2014 a 2015, con las pérdidas que ha habido, la empresa ha sido capaz de aumentar la cuenta de Tesorería.Cuál es la única manera con la que, habiendo tenido pérdidas, y sin que las partidas del pasivo aumenten, suba la Tesorería.

Según parece, Indra ha llevado a cabo un buy-back, de manera que a costa de comprar acciones propias, registra una entrada de caja que de aire a su situación. Y consigue de paso matar dos pájaros de un tiro, puesto que evita salida de caja a posteriori, con el pago de dividendos, que, dicho sea de paso, es muy alto.

Tabla 11. Acciones Totales de Indra

	2014	2015
Acciones propias	(202.199,0)	(257.550,0)
Total acciones disponibles	163.930.340,0	163.874.989,0

Y con la siguiente reflexión y habiendo hablado de la cuenta de acreedores y del Capital Social, vamos introduciéndonos en la parte de análisis del pasivo.

Es sospechoso que una empresa pague dividendos por encima de la media del sector. Esto sólo puede significar una cosa. Que la empresa necesita dinero con relativa urgencia y que sobre recompensa a quien compre las acciones. ¿Por qué? Por una regla que se cumple bajo cualquier circunstancia en el mundo de las Finanzas. A mayor riesgo, mayor rentabilidad.

Tabla 12. Patrimonio Neto

Patrimonio Neto	2012 M€	2013 M€	2014 M€	2015 M€
Capital suscrito	32.826,0	32.826,0	32.826,0	32.826,0
Prima de emisión	375.955,0	375.955,0	375.955,0	375.955,0
Reservas	3.116,0	4.465,0	1.949,0	(1.464,0)
Otros instrumentos de patrimonio propio		16.999,0	17.046,0	17.259,0
Coberturas de flujos de efectivo	(3.898,0)	3.777,0	(19.866,0)	(30.409,0)
Acciones propias	(111,0)	(1.258,0)	(1.642,0)	(3.081,0)
Diferencias de conversión	4.671,0	(40.024,0)	(48.263,0)	(42.224,0)
Ganancias / (Pérdidas) acumuladas	676.322,0	731.242,0	582.894,0	(54.823,0)
Patrimonio neto atribuido a los propietarios de la sociedad dominante	1.088.881,0	1.123.982,0	940.899,0	294.039,0

Es muy llamativo ver cómo ha bajado el volumen total de Patrimonio neto.

Este movimiento obedece fundamentalmente a la bajada del resultado del ejercicio. No obstante, la empresa ha realizado modificaciones paralelas en el resto de sus cuentas.

Es cierto que el Capital Social no ha sufrido modificaciones, pero se puede ver cómo varían las coberturas de flujos de efectivos y las acciones propias. En éste último caso, por el pay out que comentábamos en la página anterior.

Tabla 13. Pasivo a Largo Plazo

Pasivo a largo plazo	2012	2013	2014	2015
Pasivos financieros por emisión de obligaciones y otros valores negociables		263.913,00	229.686,00	237.543,00
Deudas con entidades de crédito	398.116,00	525.944,00	596.044,00	724.372,00
Otros pasivos financieros no corrientes	100.261,00	28.068,00	30.984,00	32.383,00
Subvenciones oficiales	29.356,00	15.969,00	12.958,00	5.994,00
Provisiones para riesgos y gastos	74.953,00	99.338,00	40.394,00	103.371,00
Pasivos por impuestos diferidos	97.729,00	104.094,00	1.821,00	3.330,00
Total pasivos no corrientes	700.415,00	1.037.326,00	911.887,00	1.106.993,00

De manera casi automática, se puede ver, como desde que Indra empieza a tener problemas con la disponibilidad de su caja, que repercute de manera directa en su Working Capital, la sociedad se ha ido apalancando y su pasivo se ha incrementado.

Mención especial para el diferimiento de impuestos, que también han aumentado en los últimos años, gracias a los acuerdos que está teniendo con Hacienda, seguramente en deferencia a posibles retrasos en los pagos que tenga algún Ministerio pendiente con Indra. Aunque esto es sólo una conjetura basada en indicios que no he podido respaldar con ninguna información de noticias o en la memoria, por más que haya indagado.

Tabla 14. Impuesto Diferidos

	2013 M€	2014 M€	2015 M€
Activos por Impuesto diferido	175.045,0	205.195,0	259.027,0

Ahora bien, la supervivencia de Indra pasa por la manera en cómo gestione el delicado equilibrio que mantiene entre su escasa capacidad de respuesta frente a la deuda exigible.

Siempre que pueda, Indra debe actuar con sus acreedores de la misma manera que sus deudores actúan con ella. Demorando lo máximo posible los pagos, y tratando por todos los medios, que el mayor porcentaje de deuda posible se convierta en pasivo fijo a través de la renegociación con sus entidades y proveedores.

En este sentido no se le podría reprochar nada a Indra, puesto que como comentábamos al hablar del Working Capital en la parte de análisis de activo, la compañía debía tensar todo lo posible la financiación gratuita de sus proveedores, y lo está consiguiendo, aunque todavía tenga margen de mejora.

Si hubiera que ponerle un pero, es que en la partida de Otros Pasivos, ha dejado que aumente en 80.000 M€ de un año para otro, pero entendemos que no queda más remedio teniendo en cuenta el gran hándicap que ha soportado el último año.

Tabla 15. Pasivo Corriente

	2012	2013	2014	2015
Pasivos mantenidos para la venta				1.302,00
Pasivos financieros por emisión de obligaciones y otros valores negociables			38.891,00	729
Deudas con entidades de crédito corrientes	304.988,00	195.674,00	91.971,00	78.648,00
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.326.645,00	1.180.397,00	1.175.343,00	1.173.181,00
Pasivo por impuesto corriente	18.333,00	18.277,00	17.340,00	11.678,00
Otros pasivos	295.946,00	298.535,00	273.770,00	353.186,00
Derivados			18.493,00	30.936,00
Total pasivos corrientes	1.945.912,00	1.692.883,00	1.615.808,00	1.649.660,00

Aun así, hay quien puede pensar, que, si el principal fuego que tiene Indra es su exigibilidad, debería inflar su Capital Social. Pero no deben olvidar, que para cuadrar sus cuentas, debe lograr el equilibrio entre el coste de la financiación y su exigibilidad, porque tal y como indicábamos, un incremento del capital social supondría más gasto ya que la K_e es mayor que la K_d , y debemos pretender que el Wacc sea el más bajo posible.

4.2.2.- RESULTADO DE EXPLOTACIÓN

Pasamos a comentar los principales problemas que hemos encontrado en nuestro análisis sobre la cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Entre 2008 y 2013, el crecimiento de los ingresos había sido en términos porcentuales del 21,4%, mientras que los gastos de personal habían aumentado en torno al 51%. En términos de ingresos, esto significa que los gastos de personal pasan de representar un tercio del total del volumen de ingresos, a aumentar hasta más del 50% en 2015.

Hoy por hoy, la compañía pretende aplacar esa nueva relación porcentual con la puesta en marcha de un ERE que ya está en proceso. Dicho lo cual, a corto plazo, Indra no recortará mucho los gastos de personal, puesto que tendrá que hacer frente a las indemnizaciones derivadas de los despidos. A dos indemnizaciones en concreto que han aumentado este año las pérdidas más de lo normal. Y es que tanto el ex presidente Javier Monzón, como su consejero delegado Javier de Andrés, se van con un finiquito de 16 millones de la empresa y el pago del 75% de sus salarios durante los dos próximos años, en los que se le ha prohibido fichar por

Los gastos por consumo de suministros, aprovisionamiento y otros servicios (ya sean consumo de materiales o externalización de servicios) además de los gastos inherentes a la explotación de la actividad (arrendamientos, viajes, servicios bancarios...) han crecido, pero de manera inferior a los ingresos. En torno al 16%, lo que hace que la relación

disminuya y que la empresa gane un poco de margen. El problema en lo referente a este punto actualmente es que el gasto operativo sigue los mismos niveles que hace diez años, pero los ingresos, desde luego no.

Sin embargo, la relación entre ingresos y gastos de personal, ha deteriorado mucho los márgenes de los resultados en el EBITDA, que ha pasado de un 13% en 2008 a un 4,5% en 2015.

Y llegamos a la gran quimera de empresas como Indra. Obligadas a seguir invirtiendo en CAPEX a fin de mantener su eficiencia y competitividad en un mercado en el que dejar de lado el desarrollo y la investigación supone quedarse fuera de juego. No hablamos exclusivamente de adquisiciones externas, sino también al desarrollo intranegocio en todas las áreas de actividad.

Lo bueno de esto, es lo que avanzábamos en el análisis del activo, permite inflar el valor de los activos fijos, y las partidas de las amortizaciones aumentan. Recuerdo que aunque contablemente se registren como un gasto, y además supongan el decremento de los beneficios, es toda una victoria para la empresa puesto que al reducir los beneficios, no se paga el porcentaje fiscal proporcional, y aun siendo gasto no representa una salida de caja. Lo que supone la clave para que con los niveles tan bajos de tesorería que maneja Indra, se disponga de margen de maniobra para afrontar los exigibles a corto plazo. Quizá sea ese el motivo de que la inversión en CAPEX sea mayor de lo que en un principio cabría esperar en una empresa con tantas dificultades (un 40% de crecimiento en los últimos cinco años).

Evidentemente todo lo ahora mencionado repercute negativamente en el volumen de resultado y EBIT, habiendo pasado éste del 11,4% en 2008 a un -22.5% en 2015.

La situación es desde luego preocupante, pero no debemos olvidar, que aunque el golpe este año ha sido muy duro, ha tenido músculo financiero suficiente para encajarlo, y las expectativas para el año que viene no son tan malas.

De hecho, si comparamos nuevamente a Indra con el Sector a este respecto, veríamos que se encuentra en una posición intermedia en cuanto a ingresos y márgenes. Lo que nos da una idea de cuánto está sufriendo el sector con el ciclo económico que atravesamos.

El estancamiento en los ingresos en una tendencia común entre las empresas sobre las que se ha realizado el benchmark, y la caída de los márgenes derivada de ello es un denominador común a nivel estructural.

4.2.3.- SÍNTESIS DE ANÁLISIS Y REPERCUSIÓN EN CASH FLOWS

- 1- Importante reducción de los ingresos, y del EBITDA
- 2- Aumento del PMC que engrosa la cuenta de Clientes
- 3- Aumento del CAPEX

- 4- Resultado financiero negativo derivado del aumento de la deuda
- 5- Elevada retribución al accionista, aunque en 2011 ya dispusieron rebajar del 60% al 45% el dividendo.

De entre estos cinco factores que se destacan de todo el análisis realizado en el punto 4 del tercer capítulo, unido al resto de elementos que se han descrito, han provocado que los flujos de caja de la empresa arrojasen resultados negativos durante el periodo de crisis.

Esto significa que se ha tenido que autofinanciar con su actividad, y por lo tanto, se ha visto forzada a la búsqueda de financiación en el mercado por un valor superior a los 750 millones de €.

Y aquí es donde se va a ver claramente el aumento del pasivo. Aproximadamente, el 65% de esa financiación se ha conseguido con financiación ajena a través de préstamos bonos etc. Y la parte restante se ha obtenido mediante la emisión de bonos (deuda) convertible en acciones. Esto último supone una jugada maestra, puesto que si un bono se convierte en una acción, se elimina la salida de caja que resultaría de la devolución del nominal, y además, hasta que el bono venza, la recompensa que tenga que pagar Indra, no será ni mucho menos del coste del dividendo de una acción durante el periodo en el que tiene que resolver su situación de crisis. En definitiva, esto es una financiación propia, y como tal, podría incluso contar como ampliación de capital aplazada al ser convertibles los bonos en acciones.

En el Flujo de Caja Libre, que es la caja que ha generado la compañía y por tanto está disponible para liquidar la deuda o sus intereses y sus obligaciones con los accionistas, ha resultado negativo el último año. Y si es negativo, o sólo escasamente positivo como lleva ocurriendo estos últimos cinco años, como es lógico Indra no puede hacer frente a todas las obligaciones que tiene pendientes, y encontramos el motivo definitivo que obliga a endeudarse a la empresa, o bien a ampliar su capital.

Como consecuencias adicionales del endeudamiento, el gasto financiero recién comentado, aumenta, lo que vuelca esos datos negativos en los ratios que hemos visto en nuestro documento Excel. El ratio de Deuda Financiera/EBITDA, ha pasado de ser inferior a la unidad en a 2,6 en 2015.

Que los gastos financieros sean tan elevados, no preocuparía a empresas en mercados monopolísticos ya que su proporción de EBIT supera el 30%. Pero en el caso de Indra, en un mercado competitivo, con un margen muy estrecho, es muy relevante que los gastos financieros inunden un 10% de proporción de ingresos.

El caso que tenemos entre manos es sumamente delicado, puesto que el EBIT se ha deteriorado hasta tal punto que en 2015 es de -641.5 millones. Para sobrevivir, se necesita esa financiación, pero este último año, sólo se ha conseguido con la deuda, agravar los números a costa de poder hacer frente a lo más urgente, esperando que ese impulso, logre evitar que el año que viene se repita la hecatombe del actual.

Por suerte para Indra, los tipos de interés han bajado al 0% el último año, y se garantiza que la situación en cuanto a los gastos financieros sean estáticos de un año para otro. Y

quizá se replanteen si apalancar la empresa en un porcentaje mayor aprovechando la coyuntura, ya que apenas repercutiría en el EBIT.

En cuanto al tema fiscal, Indra debe restar el porcentaje correspondiente al Impuesto de Sociedades. No obstante, este año, sólo debe preocuparse del pago de la deuda con Hacienda pendientes, ya que al tener pérdidas, no tributará, quizá pueda compensar alguna ventaja fiscal con los resultados de años anteriores. Es más, éste año, las cuentas con Hacienda salen a devolver. En concreto 64,1 millones de €.

El beneficio actual de Indra es de -641.2 millones de €

Por mencionar otros dos datos que pueden resultar interesantes, el beneficio por acción ha aumentado desde los 0,1771 €/acción a los 0,7 en 2013, lo que supone un aumento del 10,38%.

Por último, el ROE ha pasado de tener unos niveles del 20% en 2007 a -8,9% en 2014 y -103,84 éste último año.

5.- ANÁLISIS DE LA ACCIÓN

5.1.- LOS MULTIPLICADORES

De entre todos los ratios recogidos en el Benchmark de los competidores de Indra, hemos buscado el PER, EV/EBITDA, Precio/valor contable, Rentabilidad por dividendo y comparativa con el sector, de algunas empresas más para tener todavía más feedback a la hora de establecer la relación entre unas.

5.1.1- EL PER

Este ratio nos dice cuánto está dispuesto a pagar la demanda por una de sus acciones. Ocurre que no es representativo del todo. Pues bonifica a empresas con un alto Activo Fijo.

Hay quien puede pensar que este razonamiento es muy rebuscado, pero obedece a simples conclusiones matemáticas, pero para llegar a la conclusión que voy a exponer hay que tener muy clara la relación entre Balance de Situación, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y la fórmula del PER (Precio Acción/ Beneficio Neto).

El PER para éste sector es poco representativo. ¿Por qué?

Éste ratio infla el valor del multiplicación por la relación entre numerador y denominador. Y en el caso de las empresas con un activo fijo muy alto, tenemos que tener en cuenta que el volumen de amortización va a ser muy elevado, con lo cual, a la hora de calcular el beneficio neto, será restado del total, provocando que el denominador sea menor del que

en realidad debería ser. Por ello, numerado cabe más veces en el denominador y el resultado final es mayor.

Sabiendo esto, el beneficio por acción para 2015 ha sido de 0,7 €, siendo la cotización a inicios de año de entre 7,6 y 9 €/acción.

Ahora vamos a comprar el PER de Indra con el del resto de las empresas, ya que si lo utilizamos para comparar, al ser la fórmula idéntica para todos, no habría problema alguno al tratarse de un método homogeneizado.

Tabla 16. Ratio PER

Indra	Atos	CapGemini	SopraSteria	Alten
11,56	21,5	19,7	15	14,9
Safran	Software AG	Dassault Systèmes	BAE Systems	Tieto
21,5	16,4	39,3	17,1	31,7

La media de las diez empresas que hemos incluido en la tabla alcanza los 20,89, siendo el PER de Indra muy inferior al resto de sus competidores, sin duda, por el bajo precio al que se encuentran actualmente sus acciones.

Su cotización histórica alcanza los 14,5€, (se obtiene multiplicando el BPA por la media del sector) pero su valor real se encontraba en el primer trimestre de 2015 entre valores de 8 y 9, lo que significaría que está infravalorada en torno al 80%.

5.1.2.- EV/ EBITDA

El objetivo de este ratio es conocer el valor de la empresa estableciendo una relación entre la capitalización bursátil y la deuda neta.

Tabla 17. Ratio EV/EBITDA

Indra	Atos	CapGemini	SopraSteria	Alten
7,13	6,2	8,5	9,21	8,33
Safran	Software AG	Dassault Systèmes	BAE Systems	Tieto
10,1	8,86	17,5	8,91	9,11

Al contrario de lo que ocurría en el PER, se puede observar que los datos que arroja este ratio sobre Indra, están alineados con los de la competencia.

Aun así, la media de las diez empresas alcanza los 9,38, por lo que nuestra empresa vuelve a quedarse ligeramente por debajo del resto.

Si sabemos que el EBITDA en 2015 es de 130,7 millones de €, y lo multiplicamos por la media del sector, obtenemos valor teórico de Indra. Al dividirlo por el número de acciones obtendríamos un valor de 7,48 €/ acción. Por lo que nuevamente estaría infravalorada.

5.1.3.- PRECIO/ VALOR CONTABLE

Como se puede intuir fácilmente, aquí se compara el precio de la empresa con su valor contable, de modo que en la fórmula se sitúa en el numerador el Patrimonio Neto, y en el denominador, el número total de acciones.

Tabla 18. Ratio Precio/Valor Contable

Indra	Atos	CapGemini	SopraSteria	Alten
1,26	6,2	40,21	9,21	8,33
Safran	Software AG	Dassault Systèmes	BAE Systems	Tieto
10,1	15,26	4,84	8,91	9,11

El promedio es 11,43 (8,13 sin CapGemini que altera mucho la media).

Nuevamente el ratio de Indra sería inferior al del sector y por ende, nuevamente estaría infravalorada

5.1.4.- RENTABILIDAD POR DIVIDENDO

Suponiendo que Indra reparte en 2015 el mismo dividendo que el año anterior (0,34 €/ acción), lo dividimos entre 2,57% que es la media del sector, y obtenemos que la cotización teórica alcanza los 13,22 €/ acción.

Indra vuelve a estar infravalorada según este marcador.

Tabla 19. Ratio Rentabilidad/Dividendo

Indra	Atos	CapGemini	SopraSteria	Alten
4,35	1,04	1,88	2,39	2,77
Safran	Software AG	Dassault Systèmes	BAE Systems	Tieto
2,01	2,00	0,94	4,02	4,36

Figura 11. Análisis Chartista de Indra

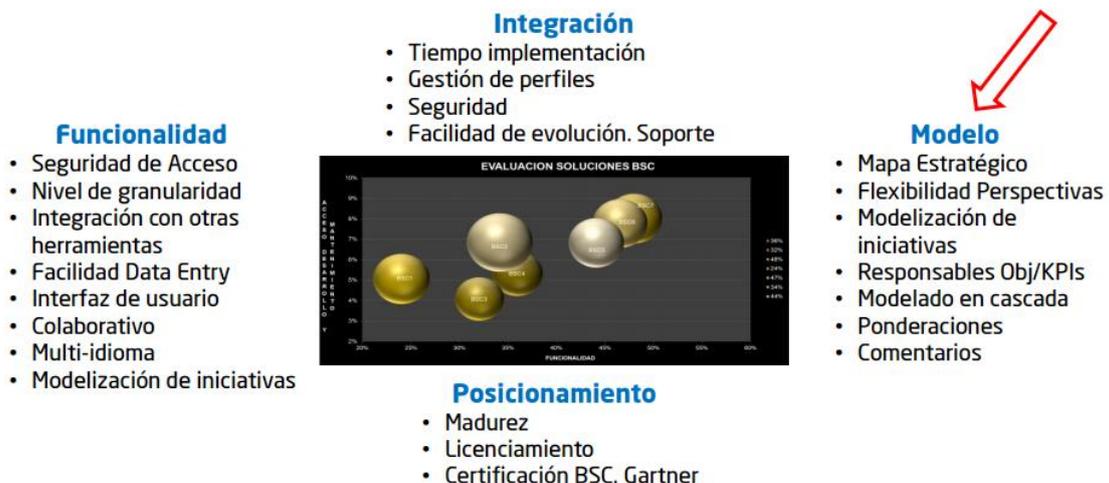


6.- MODELO ESTRATÉGICO

6.1.- MAPA ESTRATÉGICO

Indra organiza de manera metódica el modelo estratégico que debe seguir la compañía y lo plasma de la manera más gráfica posible en un mapa estratégico de manera que los objetivos y la ruta a seguir queden lo más claro posible.

Figura 12. Esquema utilizado para BSC por Indra

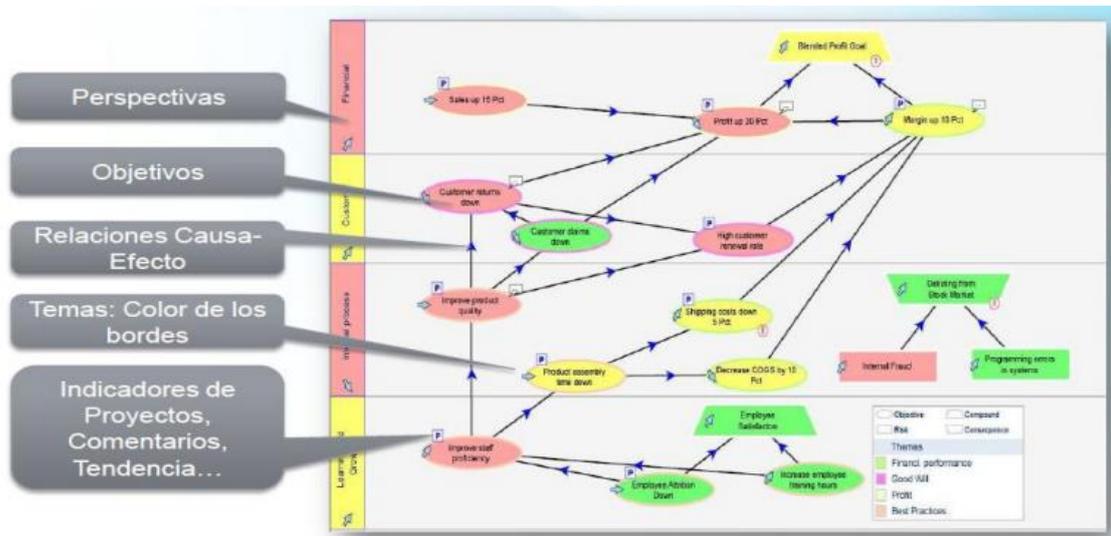


Para ello, la compañía realiza un primer paso analizando todos los elementos de su entorno así como los suyos propios para determinar en un DAFO, todo tipo de casuísticas

con las que se podría enfrentar la empresa, siendo consciente de sus puntos fuertes y las facetas a mejorar, con las que parte en desventaja. De cuya información dependerá el diseño, tanto del mapa estratégico como el BSC con el que controlará su cumplimiento.

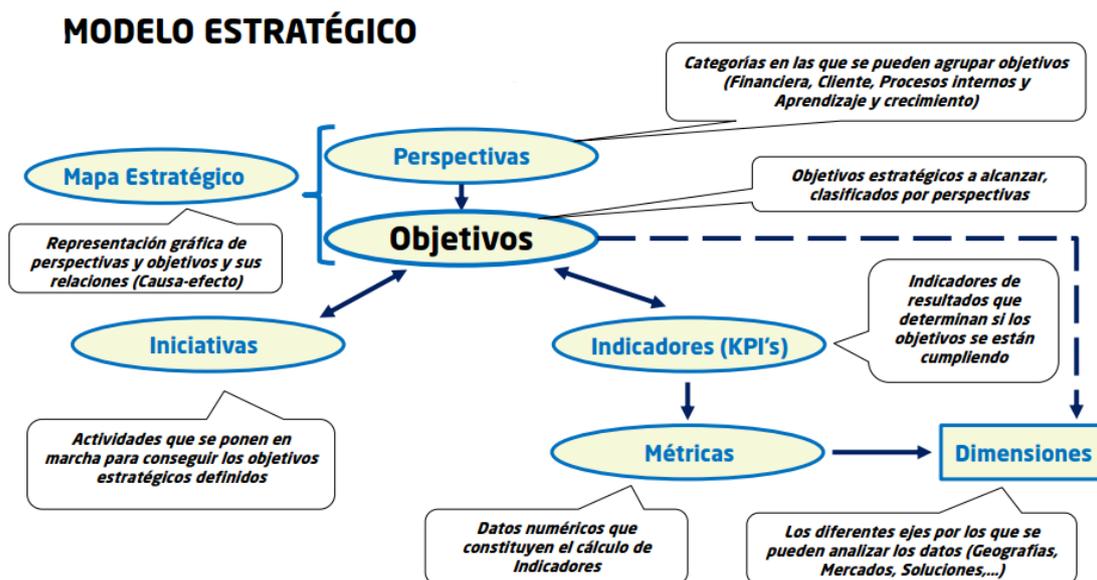
Desde la Dirección de Indra, representan la relación entre las perspectivas, objetivos, proyectos e indicadores asociados y las relaciones causa-efecto.

Figura 13. Matriz de Relaciones del Mapa Estratégico



Con las figuras que se exponen a continuación, se verá de forma más evidente el criterio que se ha seguido para construir el mapa estratégico:

Figura 14. Modelo Estratégico de Indra



A continuación, pasaremos a exponer los tres pilares conceptuales fundamentales sobre los que se apoya el mapa estratégico.

6.1.1.- FACTORES CRÍTICOS DE ÉXITO

Figura 15. Criterio de Construcción del Mapa Estratégico

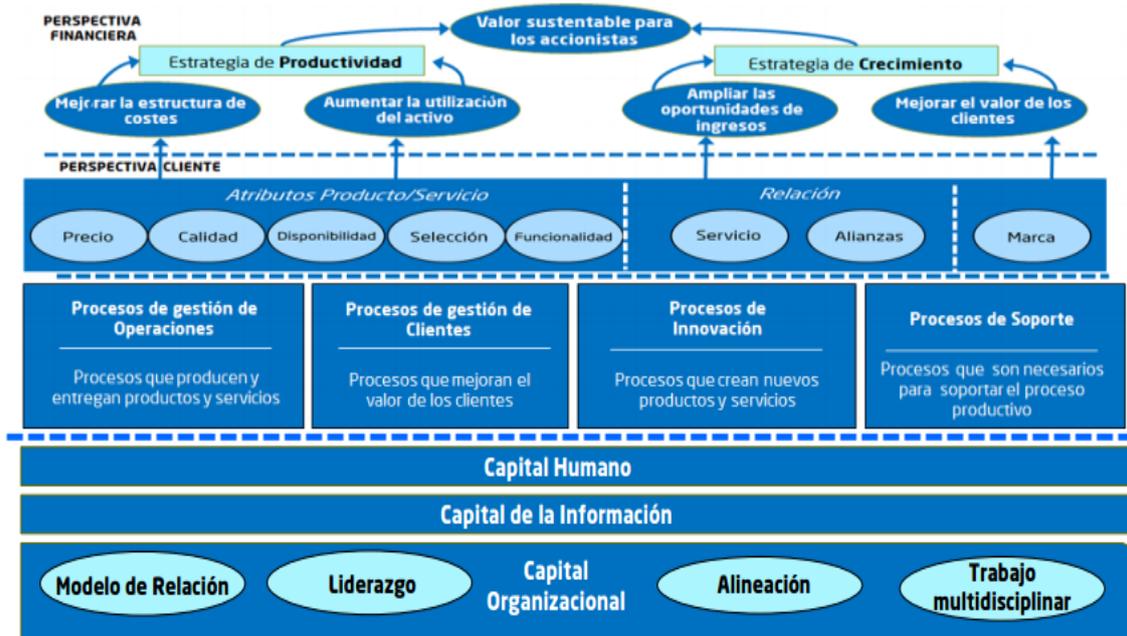
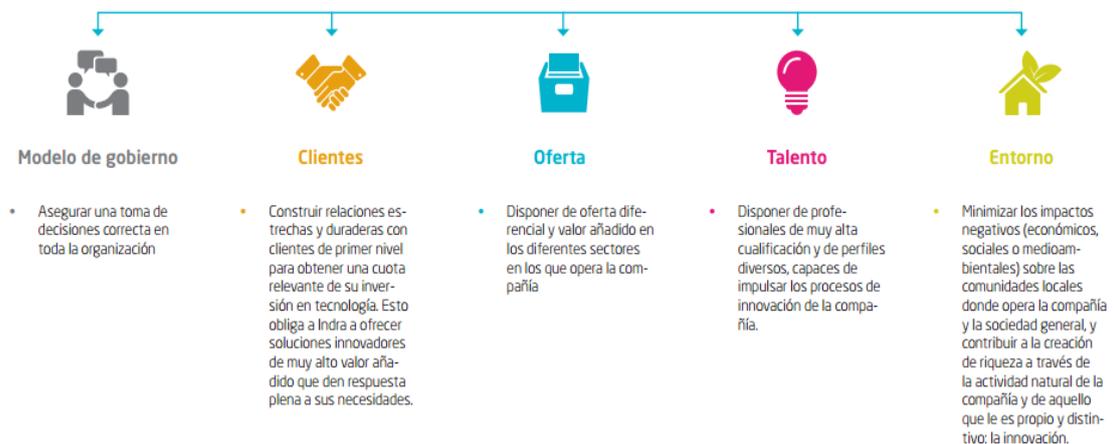


Figura 16. Factores Críticos de Éxito



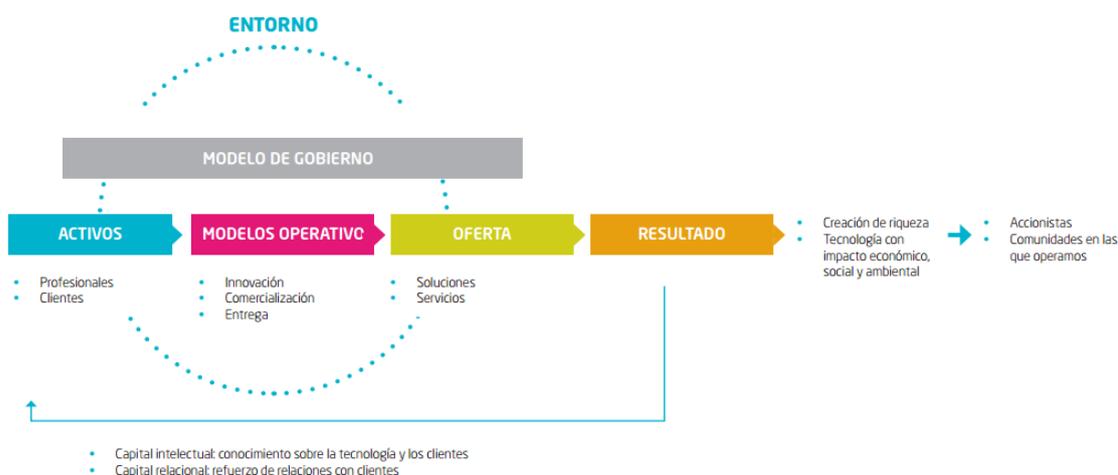
Aquí se muestran los objetivos que la empresa se ha planteado en relación a cinco elementos que ha extraído del Business Model que presentaban en su Informe Anual Integrado reconociendo el protagonismo de su papel dentro de la compañía y

estableciendo qué línea de tendencia han de seguir sus acciones en aras de la consecución de los objetivos marcados

6.1.2.- MODELO DE LOS SEIS CAPITALS

Si antes dábamos a conocer los actores principales de la escena, Indra muestra cómo funciona el tablero de juego.

Figura 17. Modelo de los seis Capitales



Y qué seis elementos lo condicionan: El entorno, Modelo de Gobierno, Activos, Modelos operativos, Oferta y Resultado.

Por supuesto, dentro del Informe Anual Integrado, viene un amplio detalle de su estructura así como de su funcionamiento, no obstante, se ha considerado adecuado, mostrar un esquema representativo de la configuración del esquema de que se sirven en la firma para trazar más manera clara su visión.

Además, también se puede comprobar, cómo destacan los KPIs que ejercen mayor influencia sobre cada uno de las piezas del puzle, que serán tenidas en cuenta para evaluar su impacto en ellos y, por supuesto, en su relación con cualquier regla de juego que venga impuesta desde el exterior, ya sea desde el mercado, o sobre la demanda, ya que es algo a lo que la compañía debe saber adaptarse.

En ésta tabla que se muestra justo debajo, que ejemplifica el trato que siguen los componentes de los que hablamos en éste epígrafe, se observa de manera aún más clara cada uno de los Factores críticos de éxito, el asunto al que se refieren, el procedimiento a seguir y cuáles son los órganos encargados de ejecutarlos y la medición del rendimiento que veremos más detalladamente cuando presentemos el BSC.

Figura 18. Tratamiento de los KPIs

Factor crítico de éxito	Asunto relevante	Qué hacemos al respecto	Medición del rendimiento
Modelo de gobierno	Transparencia en Gobierno Corporativo	Informe de Gobierno Corporativo que cumple con las recomendaciones de buenas prácticas de transparencia. Mantiene un alto nivel de asistencia a las reuniones del Consejo.	
	Código de Conducta e incumplimientos	Actualización continua del Programa de cumplimiento. Extensión del programa a nivel internacional, atendiendo a las exigencias legislativas en esta materia y características locales.	Nº comunicaciones recibidas por la Unidad de Cumplimiento
	Gestión de riesgos	Mapa de riesgos. Sistema de gestión de riesgos.	
Clientes	Clientes: Comunicación y resolución de incidencias	<ul style="list-style-type: none"> • Sistema de gestión de la calidad • Marco Metodológico. • Medición de la satisfacción de clientes • Procedimiento de tratamiento de las quejas y reclamaciones de clientes 	Resultados de las encuestas para medir la satisfacción del cliente
	Seguridad de la información	<ul style="list-style-type: none"> • Modelo Global de Gobierno de Seguridad. • Normativa de seguridad de la información • Servicios de seguridad gestionados a través del Sistema de Gestión de Servicios conforme a la UEN-ISO/IEC 20.000. • Formación y concienciación de empleados y usuarios • Monitorización, revisión y auditoría. 	Nº de reclamaciones fundamentadas sobre la violación de la privacidad y la fuga de datos de los clientes
	Políticas de comercialización de productos	• Programa de Cumplimiento de Indra, que incluye la política de comercio exterior de material de defensa y doble uso.	
Oferta	Gestión de la innovación: inversiones y desarrollo de productos	<ul style="list-style-type: none"> • Modelo de innovación • Participación en plataformas tecnológicas 	M€ en inversión y % sobre ventas
	Acuerdos con Instituciones del conocimiento para el desarrollo de proyectos	<ul style="list-style-type: none"> • Coordinador de Relaciones con las Universidades • Relaciones institucionales con las Instituciones del Conocimiento y la innovación. 	Nº de cátedras y acuerdos marco Nº de relaciones con instituciones del conocimiento

6.1.3.- CARACTERÍSTICAS QUE AFECTAN AL NEGOCIO

Indra es consciente de que entre factores externos e internos, la cantidad de variables que afectan en un sentido u otro tanto a la compañía como a su operativa son innumerables.

De modo que estructura toda esa cantidad de información en gráficos de burbujas como el que mostramos en la siguiente página, dispuestos en función de la relevancia externa e interna en referencia porcentual de influencia, de manera que cuanto más se alejan de los ejes, mayor importancia tienen.

O bien, organizados en una tabla como la que sigue, en la que se dispone de manera más telegráfica la información que afecta a cada uno de sus negocios.

Figura 19. Gráfico de Relevancia de Influencias

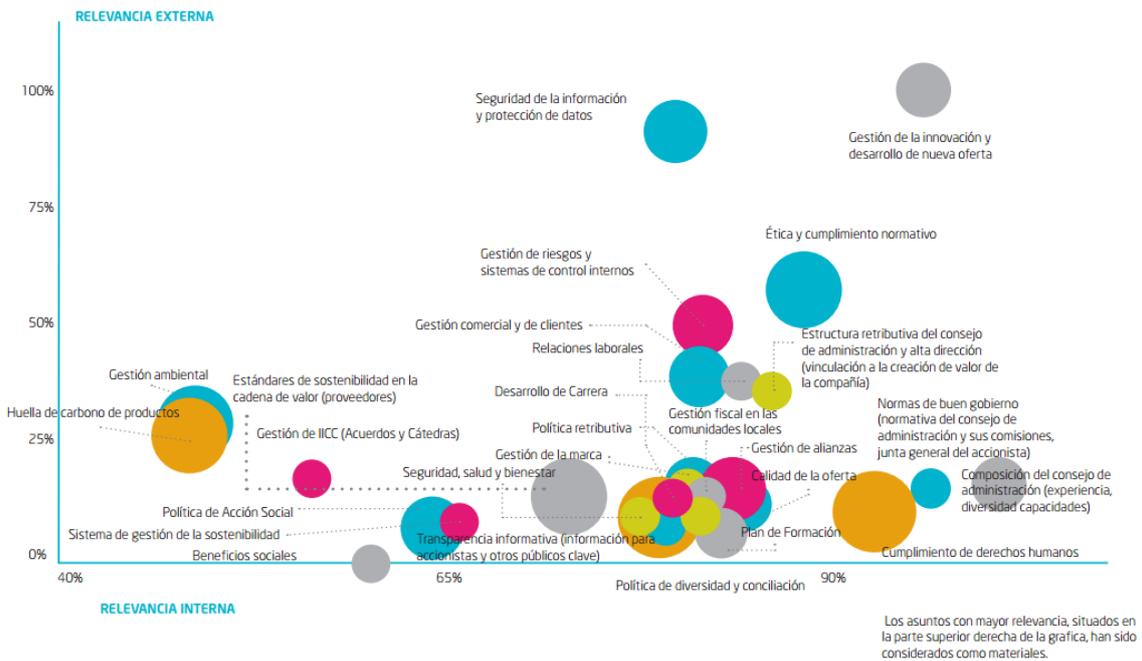


Figura 20. Impacto de los Negocios de Indra

Nuestros Negocios	Impacto económico	Impacto social	Impacto ambiental
Transporte y Tráfico	<ul style="list-style-type: none"> La tecnología propicia mayor eficiencia en las rutas de transporte y reduce los costes de gestión 	<ul style="list-style-type: none"> La movilidad de las personas es clave para la sostenibilidad Nuestras soluciones de ticketing "accesibles" permiten la movilidad de las personas con discapacidad 	<ul style="list-style-type: none"> La eficiencia en las rutas de transporte redundante en la reducción del impacto ambiental con el descenso del consumo de combustible y de emisiones CO2
Energía e Industria	<ul style="list-style-type: none"> Proporcionamos soluciones y servicios que permiten a las compañías de energía y de industria ser más eficientes 	<ul style="list-style-type: none"> Nuestra oferta de outsourcing de mantenimiento y soporte de plataformas tecnológicas para empresas de industria y consumo agiliza la atención de incidentes y peticiones de usuarios clientes 	<ul style="list-style-type: none"> La mayor eficiencia energética que proporcionan nuestras soluciones, contribuye a conservar los recursos naturales Nuestras soluciones para entornos medioambientales gestionan la protección de los ecosistemas
AA.PP. y Sanidad	<ul style="list-style-type: none"> Proporcionamos soluciones y servicios que permite a las AA.PP. ser más eficientes 	<ul style="list-style-type: none"> Proporcionamos soluciones en ámbitos de elevado impacto social como procesos electorales, sanidad, empleo, educación, dependencia... Facilitamos el acercamiento de la Administración al ciudadano 	<ul style="list-style-type: none"> Las soluciones de Administración Electrónica disminuyen el uso de papel y los desplazamientos de los ciudadanos gracias a las gestiones telemáticas
Servicios financieros	<ul style="list-style-type: none"> Proporcionamos soluciones y servicios que permiten a las compañías de servicios financieros ser más eficientes 	<ul style="list-style-type: none"> Colaboramos en proyectos con significado social: apoyo al empleo rural, microcréditos en Latam 	
Seguridad y Defensa	<ul style="list-style-type: none"> Nuestra oferta de simulación supone una significativa reducción de costes además de aumentar la seguridad 	<ul style="list-style-type: none"> Ofrecemos tecnología para la seguridad de las personas y de las infraestructuras Indra cumple la legislación española en cuanto a la exportación de material de defensa 	<ul style="list-style-type: none"> La actividad espacio ofrece una amplia variedad de soluciones y proyectos I+D que contribuyen a la mejora del medio ambiente
Telecom y media	<ul style="list-style-type: none"> Proporcionamos soluciones y servicios que permiten a las compañías de telecomunicaciones y media ser más eficientes 	<ul style="list-style-type: none"> La oferta de TDT de la compañía permite el acceso de los ciudadanos a la Administración Pública y a contenidos audiovisuales interactivos 	

Extracto del Plan Estratégico de Indra 2015 – 2018:

“La compañía presentó hoy su Plan Estratégico 2015-2018, que incluye un conjunto de líneas estratégicas que tienen como objetivo mejorar sus niveles de competitividad, crecimiento sostenible y rentabilidad.

Indra fija los siguientes objetivos financieros para el año 2018, tomando como base las cifras alcanzadas en 2014: un crecimiento de las ventas entre el 2,5% y el 4,5% en tasa anual acumulada compuesta; un Margen EBIT recurrente entre el 10% y el 11%; una generación de Free Cash Flow de alrededor de 200 millones de euros en 2018, lo que representa aproximadamente un 6% de las ventas esperadas en dicho año; y un ratio de deuda financiera neta / EBITDA de alrededor 1x en 2018.

El Plan Estratégico incluye, entre otros factores, soluciones para lograr mejoras de la cartera de productos y proyectos, estrategia comercial y modelo de suministro como base de un crecimiento sostenible y rentable; el desarrollo en nuevos negocios como acelerador del crecimiento; y un cambio cultural, para enfocar más la compañía hacia la rentabilidad y los resultados.

Adicionalmente y para conseguir dichos objetivos, Indra ha fijado un plan de ahorro de costes que se espera pueda suponer entre 180 a 200 millones de euros de ahorros, basado en cuatro palancas: reestructuración organizativa; costes de producción y otros relacionados; reducción de sobrecostes y pérdidas en proyectos; y optimización del modelo de entrega.”

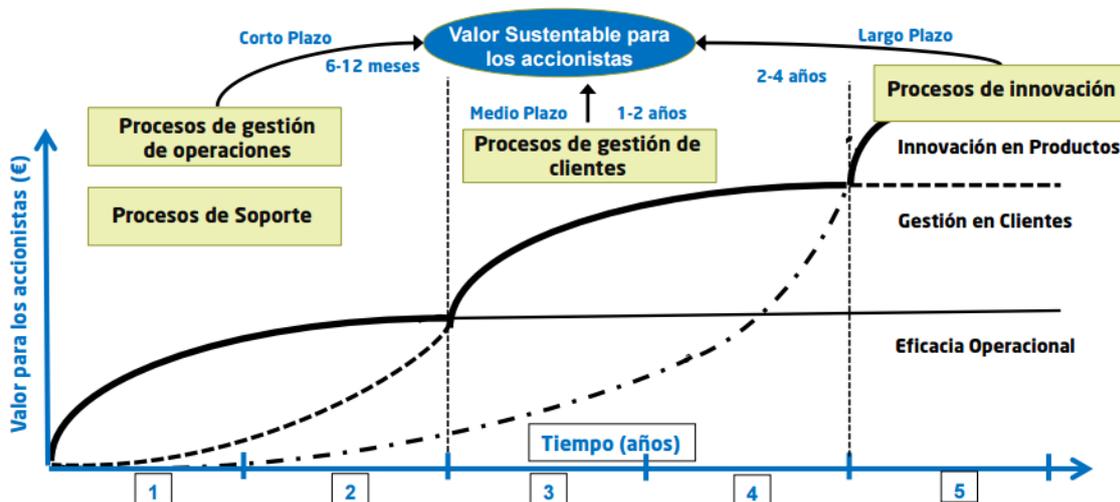
(Plan Estratégico de Indra, www.indracompany.com, 2015)

6.2.- EVALUACIÓN DEL DESEMPEÑO: BALANCE SCORE CARD DE INDRA

6.2.1- METODOLOGÍA PARA EL DISEÑO DEL BSC

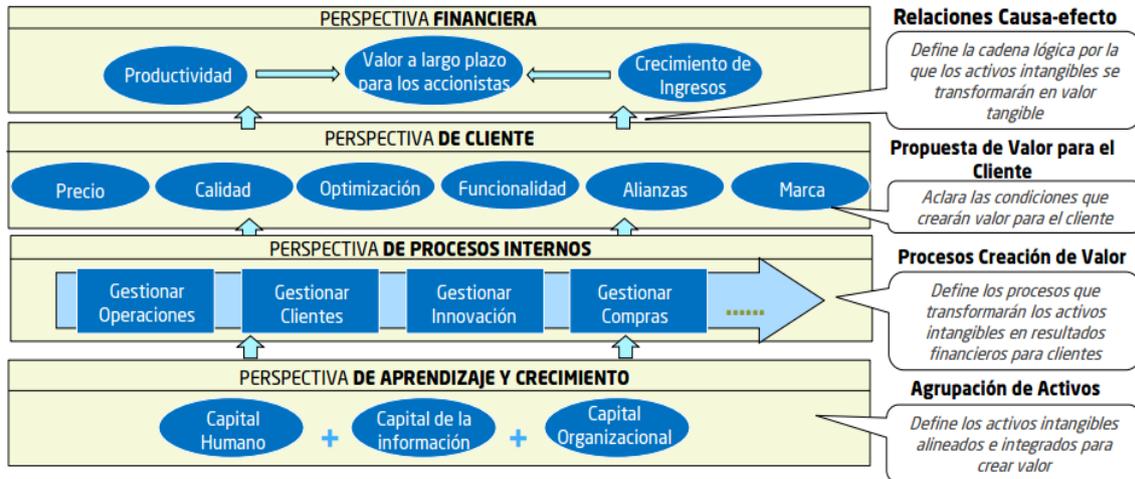
Si el Balance Score Card es un mecanismo de control, resulta de vital importancia conocer la relación que guardan las perspectivas con los procesos, y como es lógico el tiempo que va a llevar su ejecución, pues al fin y al cabo, aunque también ponderen criterios de evaluación de ejecución y evolución, es el tiempo el común denominador y referencia absoluta para determinar si los procesos son adecuados o no para las expectativas de éxito.

Figura 21. Vínculo entre elementos del BSC



Con todo ello, se puede afinar aún más el control al poder establecer relación entre las diferentes perspectivas y la creación de valor a través de los procesos.

Figura 22. Perspectivas en el BSC

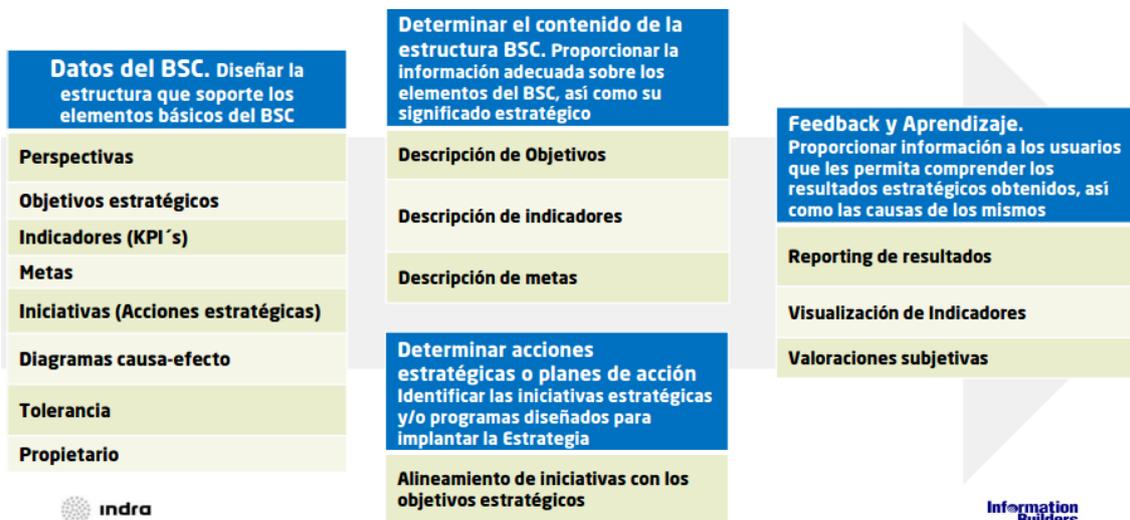


6.2.2- BSC FINAL

El resultado final es una herramienta de BSC a la altura de las exigencias que una compañía de esta magnitud y características necesita.

Englobado en un sencillo esquema de fácil comprensión y lectura que engloba todos los parámetros que hemos ido desgranando en los epígrafes anteriores, y en los que será fácil investigar desde este punto de partida si quisiéramos ir al detalle partiendo de cualquiera de las ramas que podemos encontrar en el BSC.

Figura 23. BSC de Indra



6.2.3- HERRAMIENTA DE ANÁLISIS Y CONTROL DE KPI'S

Para ejemplificar la facilidad con la que se puede profundizar el análisis de cualquier elemento del BSC, Indra muestra con la siguiente herramienta cómo realiza el control de los factores clave que intervienen en sus procesos de negocio

Figura 24. Herramienta de Análisis de KPIs de Indra



6.2.4- OTROS MECANISMOS DE EVALUACIÓN.

En una empresa tan grande, con tantas perspectivas como se estudia, existen otros mecanismos de control, que, si bien no atañen directamente al nivel estratégico, si pueden ayudar de manera indirecta para saber si, por ejemplificar, el personal se siente preparado, motivado, o contento.

Incluso a nivel sindical, con encuestas compuestas de preguntas como las de la siguiente figura.

Figura 25. Ejemplo de Encuesta a los Trabajadores



7.- CONCLUSIONES

Después de todo el trabajo, pasamos a enumerar las conclusiones que se han sacado y que Indra debería seguir para mejorar su actual situación.

1. Hay que salir del mercado Español. Es entendible que la empresa se refugie en el país que más apoyos da a la compañía por ser la líder del sector nacional. Pero las expectativas de crecimiento aquí, son más bajas de las que encontrará fuera. Para total de la actividad de Indra, jugarse la mitad del volumen de su negocio a una sola carta es peligroso, y condicionaría su recuperación, refiriéndonos en tiempo, a la del país. Y la situación es tan comprometida que requiere una mejora inmediata.
2. Aprovechar la agenda de contactos de Fernando Abril-Matorell para desatascar la situación tirante que atravesaba la empresa con el Ministerio de Defensa por los conflictos entre esta parte y el anterior presidente Javier Monzón.
3. Para Indra resultará fundamental mantener las previsiones de sus propios objetivos. Mantener para los próximos cinco años una inversión sostenida de 40 millones de €, esto le permitirá ejecutar planes de expansión así como aumentar la cuenta de amortizaciones para evitar la salida de caja.
4. Con el dinero en las arcas ahorrado por la amortización, Indra debe buscar la expansión a través de los mercados asiáticos. Su introducción en el mismo tiene un coste similar al que existe en Iberoamérica, pero las monedas no sufrirían los niveles de deflación que sufren allí. Además, pueden seguir los pasos del modelo de Prosegur, que ya abre camino con sus planes de IT.
5. Además, debe presionar más a sus clientes y a sus proveedores para mejorar sus niveles de Working Capital, objetivos para el cual, resulta vital acortar los PMC. Y aprovechar la venta de existencias para asumir un modelo Just in Time a fin de mantener sus niveles de coste de stock al nivel actual.
6. Con los márgenes que consiga en sus niveles de tesorería entre el objetivo del cambio de signo en el Working Capital y las amortizaciones debe invertir el orden en su priorización en el balance. Debe retrasar el pago de sus deudas así como la cancelación de las mismas en lo posible y realizar una operación de recompra de acciones. Aunque esto suele hacerse cuando las empresas tienen exceso de liquidez, una de las tareas de Indra es reducir la salida de dinero a través del pago de dividendos, que es excesivamente alto y dispara el coste del WACC.
7. Como consecuencia del punto anterior, y para garantizar el funcionamiento a nivel operacional como expansivo, Indra se tiene que apalancar aprovechando la situación coyuntural de tipos bajos. Con ello, conseguiríamos un intercambio de financiación Ke mucho más caro, a una financiación Kd mucho más barata, que supondría un balón de oxígeno a medio plazo. Pero no sólo eso, un aumento en el apalancamiento Indra, permitirá bonificaciones fiscales a través de lo que conocemos como Escudo Fiscal, que nuevamente lograría una reducción de salida de caja para disponer de flujos de caja más elevados con los que, en el futuro, atender las cuotas de amortización.

ANEXOS

BALANCE DE SITUACIÓN

Activo	2012 M€	2013 M€	2014 M€	2015 M€
Inmovilizado material	163.139,0	140.778,0	127.348,0	136.927,0
Inversiones inmobiliarias	3.363,0	3.250,0		
Fondo de comercio	645.291,0	605.943,0	583.285,0	470.408,0
Otros activos intangibles	280.325,0	285.926,0	289.833,0	289.213,0
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	7.925,0	7.925,0	5.664,0	8.943,0
Activos financieros no corrientes	58.525,0	71.534,0	83.883,0	41.185,0
Activos por impuestos diferidos	164.118,0	175.045,0	116.040,0	200.017,0
Total activos no corrientes	1.324.659,0	1.290.514,0	1.146.693,0	1.206.053,0
Activos no corrientes mantenidos para la venta	9.082,0	7.572,0	7.656,0	1.655,0
Existencias	417.191,0	416.460,0	231.149,0	70.167,0
Otros activos financieros	97.665,0	97.582,0	76.237,0	72.806,0
Derivados			777,0	1.701,0
Activos por impuesto corriente	54.871,0	39.930,0	50.057,0	28.341,0
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.782.646,0	1.649.742,0	1.615.490,0	1.401.382,0
Tesorería y otros activos líquidos equivalentes	69.829,0	363.071,0	293.850,0	341.554,0
Total activos corrientes	2.431.284,0	2.574.357,0	2.275.216,0	1.917.606,0
Total activo	3.755.943,0	3.864.871,0	3.481.269,0	3.064.299,0

Consultoría de Indra. Cómo recuperar al líder tecnológico español.

Patrimonio Neto y Pasivo	2012 M€	2013 M€	2014 M€	2015 M€
Capital suscrito	32.826,0	32.826,0	32.826,0	32.826,0
Prima de emisión	375.955,0	375.955,0	375.955,0	375.955,0
Reservas	3.116,0	4.465,0	1.949,0	(1.464,0)
Otros instrumentos de patrimonio propio		16.999,0	17.046,0	17.259,0
Coberturas de flujos de efectivo	(3.898,0)	3.777,0	(19.866,0)	(30.409,0)
Acciones propias	(111,0)	(1.258,0)	(1.642,0)	(3.081,0)
Diferencias de conversión	4.671,0	(40.024,0)	(48.263,0)	(42.224,0)
Ganacias / (Pérdidas) acumuladas	676.322,0	731.242,0	582.894,0	(54.823,0)
Patrimonio neto atribuido a los propietarios de la sociedad dominante	1.088.881,0	1.123.982,0	940.899,0	294.039,0
Participaciones no dominantes	20.735,0	10.680,0	12.675,0	13.607,0
Total patrimonio neto	1.109.616,0	1.134.662,0	953.574,0	307.646,0
Pasivos financieros por emisión de obligaciones y otros valores negociables		263.913,0	229.686,0	237.543,0
Deudas con entidades de crédito	398.116,0	525.944,0	596.044,0	724.372,0
Otros pasivos financieros no corrientes	100.261,0	28.068,0	30.984,0	32.383,0
Subvenciones oficiales	29.356,0	15.969,0	12.958,0	5.994,0
Provisiones para riesgos y gastos	74.953,0	99.338,0	40.394,0	103.371,0
Pasivos por impuestos diferidos	97.729,0	104.094,0	1.821,0	3.330,0
Total pasivos no corrientes	700.415,0	1.037.326,0	911.887,0	1.106.993,0
Pasivos mantenidos para venta			-	1.302,0
Pasivos financieros por emisión de obligaciones y otros valores negociables			38.891,0	729,0
Deudas con entidades de crédito corrientes	304.988,0	195.674,0	91.971,0	78.648,0
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.326.645,0	1.180.397,0	1.175.343,0	1.173.181,0
Pasivo por impuesto corriente	18.333,0	18.277,0	17.340,0	11.678,0
Otros pasivos	295.946,0	298.535,0	273.770,0	353.186,0
Derivados			18.493,0	30.936,0
Total pasivos corriente	1.945.912,0	1.692.883,0	1.615.808,0	1.649.660,0
Total patrimonio neto y pasivo	3.755.943,0	3.864.871,0	3.481.269,0	3.064.299,0

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2012	2013	2014	2015
	M€	M€	M€	M€
Ingresos ordinarios	2.941,0	2.914,1	2.937,9	2.850,4
Otros ingresos	83,2	75,1	93,3	86,4
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	(1.335,0)	(1.333,0)	(1.353,5)	(1.368,9)
Gastos de personal	(1.397,9)	(1.453,6)	(1.405,5)	(1.436,2)
Resultados procedentes del inmovilizado	8,6	75,5	(4,1)	(1,1)
Resultado Bruto de Explotación (EBITDA) recurrente	299,9	278,1	268,2	130,7
Amortizaciones	(51,2)	(51,9)	(64,2)	(85,5)
Resultado Operativo recurrente (EBIT a/ costes ext.)	248,8	226,2	203,9	45,2
Margen EBIT recurrente (a/ costes ext.)	8,5%	7,8%	6,9%	1,6%
Costes extraordinarios	(31,6)	(27,9)	(246,4)	(686,6)
Resultado Operativo (EBIT)	217,2	198,3	(42,5)	(641,5)
Margen EBIT	7,4%	6,8%	-1,4%	(22,5%)
Resultado Financiero	(53,8)	(64,0)	(54,3)	(56,2)
Resultados de empresas asociadas y otras participadas	(0,2)	12,4	(0,2)	(8,3)
Resultado antes de impuestos	163,3	146,7	(97,0)	(705,9)
Impuesto sobre sociedades	(35,7)	(30,0)	6,6	64,1
Resultado del ejercicio	127,6	116,7	(90,4)	(641,9)
Resultado atribuible a socios externos	5,1	(0,9)	(1,5)	0,7
Resultado neto	132,7	115,8	(91,9)	(641,2)

1. MERCADOS

	2012	2013	2014	2015	Distribución
	M€	M€	M€	M€	%
Transporte y Tráfico	667,1	479,5	473	437	15,33%
Telecom y Media	369,0	470,1	485	497	17,45%
AA.PP. y Sanidad	516,9	355,3	322	273	9,58%
Servicios Financieros	464,4	503,3	529	468	16,41%
Energía e Industria	460,4	611,1	620	633	22,20%
Seguridad y Defensa	463,2	494,8	509	542	19,03%
TOTAL	2.941,0	2.914,1	2.938	2.850	

2. AREAS GEOGRÁFICAS

	2012	2013	2014	2015	Distribución
	M€	M€	M€	M€	%
España	448,0	1.124,9	1.147	1.223	42,90%
Latinoamérica	745,0	830,7	804	734	25,74%
Europa y Norteamérica	481,9	577,3	612	558	19,59%
Asia, Oriente Medio & África	414,1	381,1	375	335	11,76%
TOTAL VENTAS	2.941	2.914	2.938	2.850	

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Informe Público Trimestral de Indra. Del año 2011 al 2015. www.indracompany.com
<http://www.indracompany.com/es/accionistas/informe-publico-trimestral>

Información sobre Gobierno Corporativo y Memoria de la empresa. CNMV
<http://www.cnmv.es/Portal/consultas/EE/InformacionGobCorp.aspx?nif=A-28599033>

Indra incrementará sus ingresos un 4,5% anual los próximos tres años.
<http://www.estrategiasdeinversion.com/>
<http://www.estrategiasdeinversion.com/invertir-corto/analisis/indra-preve-incrementar-hasta-4-5-ingresos-flujo-caja-libre-200-281610#ixzz4DIxO6f4r>

El flotador de Javier Monzón acabó pinchado. ED, Xavier Salvador
<http://www.economiadigital.es/es/notices/2015/01/el-flotador-de-javier-monzon-acabo-pinchado-65508.php>

Nuevo análisis Indra. Rankia.com
<http://www.rankia.com/blog/oraculo-omaha/2645044-nuevo-analisis-indra>

La UCO investiga al jefe informático de Madrid por 'generar dinero B'. www.elmundo.com
<http://www.elmundo.es/madrid/2014/10/30/54518393268e3efb258b456e.html>

Revolución en la cúpula y en el accionariado de Indra. Diario Expansión.
<http://www.expansion.com/2015/01/29/empresas/industria/1422514147.html>

Resultados encuesta satisfacción sobre la "Evaluación del desempeño" realizada por la sección sindical USO en Indra San Fernando.
<http://sanfernando.uso-indrametal.es/sf/images/documentos/201605-encuesta-satisfaccion-evaluacion.pdf>

Indra prepara un ajuste de plantilla de hasta 3.500 empleados para volver al beneficio
http://www.elconfidencial.com/empresas/2015-04-21/indra-prepara-un-ere-para-hasta-3-500-empleados-para-volver-al-beneficio_763105/

Balance Score Card. SEGUIMIENTO ESTRATÉGICO EN UN MODELO GLOBAL B
http://www.informationbuilders.es/sites/www.informationbuilders.com/files/intl/es/presentations/presentacion_bsc_vfinal_antonio_alocen_indra.pdf

EL PLAN ESTRATÉGICO DE INDRA 2015-2018
<http://www.indracompany.com/es/noticia/plan-estrategico-indra-2015-2018-preve-aumento-ingresos-25-45-medio-anual-generar-free-cash>

Christiansen, CM (1999). El dilema de los innovadores. Innovación Disruptiva vs sostenidas

La CNMV agrava la caída de Indra, que pierde más de un 20% en cuatro días, Diario Expansión.
<http://www.expansion.com/2014/11/04/mercados/1415095798.html>

Emilio Álvarez Suescun. Dirección de la Innovación y la Tecnología.

Cuentas Anuales de Prosegur.
<http://www.prosegur.com/corp/Accionistas-Inversores/Informacion-financiera/Informes-trimestrales/index.htm>

Bono español a 10 años.
<http://www.datosmacro.com/bono/espana>

Consultoría de Indra. Cómo recuperar al líder tecnológico español.

Cotización histórica Indra

<http://www.invertia.com/mercados/bolsa/empresas/indra/historico-rv011indra>

PORTER, M. (1982): Estrategia Competitiva

GUERRAS MARTÍN, L.A.; NAVAS LÓPEZ, J.E. (2014): "Casos de Dirección Estratégica de la Empresa"

DAMODARAN, A. (2002): Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset

Maria Luisa Garayalde. ICADE BS Company Valuation.

Miguel Arjona. Business and Financial Strategy.

http://sifo.comillas.edu/pluginfile.php/604878/mod_resource/content/0/BFS%201.%20Prof.%20Miguel%20Arjona.pdf

Ana Hernández. The Balance Sheet Analysis

http://sifo.comillas.edu/pluginfile.php/647708/mod_resource/content/1/Session%203%204%20Balance%20sheet%20analysis%20MUF%20ICADE%20BS%202015.pdf

Valoración de Instrumentos Financieros ICADE. Passive Management

Chart de cotizaciones Indra

www.stockpedia.com

Indra se adjudica contratos de Defensa por 200 millones. Cinco días

http://cincodias.com/cincodias/2016/01/12/empresas/1452627793_505658.html

Indra despliega su tecnología en los aeropuertos chinos. Cinco días

http://cincodias.com/cincodias/2015/12/18/tecnologia/1450466484_483105.html

European Infrastructure Services – Service Provider Landscape with PEAK Matrix™ Assessment 2014

<https://research.everestgrp.com/Product/EGR-2014-4-R-1049/European-Infrastructure-Services-Service-Provider-Landscape-wi>

Bases de Datos:

Morning Star.

Thompson Reuters.

Bloomberg

SABI