



Valoración de Iberdrola por el método del descuento de flujos

Trabajo Fin de Máster

Enrique Sarmiento Sobrino

30/08/2014

Máster Universitario en Finanzas 2014

Director: Ignacio Magro



Resumen

En el presente trabajo se realiza una breve exposición sobre el estado actual de la investigación sobre la valoración de empresas por el método del descuento de flujos de caja (DFC) y por el método de los múltiplos. También se resumen diversas teorías sobre las diferentes magnitudes que aparecen en la valoración por estos métodos: el coste de los recursos propios, beta y demás magnitudes implicadas. Posteriormente, se realiza una aplicación práctica de dicho marco conceptual a un caso real, Iberdrola, para poder obtener una recomendación sobre si el precio de las acciones muestran el valor real de la compañía, es decir, si están sobrevaloradas, infravaloradas o si por el contrario, están bien valoradas.

Palabras Clave: Iberdrola, Descuento de flujos de caja libre, múltiplos, CAPM, beta.

Abstract

In this paper, it is exposed a brief description about the recent investigation in Company Valuation with the discounted free cash flow (DCF) and multiples. In addition, various theories of the different magnitudes that appear in these methods are summarized: Cost of Capital, beta and any other magnitude implicated. Later, a practical approach will be applied to a real case, Iberdrola, in order to obtain a recommendation about the price of its shares: if it is overvalued, undervalued or if it is well valued by the market.

Key Words: Iberdrola, Discounted Free Cash Flow, multiples, CAPM, beta.

Índice

1. Introducción	5
2. Objetivos	6
3. Metodología	7
4. Limitaciones de la investigación del proyecto	8
5. Marco Teórico y Estado de la Cuestión	9
5.1. Método del descuento de Flujos de Caja.....	9
5.1.1 Coste medio ponderado de capital (wacc).....	11
5.1.2 Coste de los recursos propios (Ke).....	12
5.1.4 Beta (B)	16
5.1.5 Flujos de Caja y Valor Residual.....	18
5.2. Múltiplos	20
6. Iberdrola: Valor de Mercado y Estimación según el DFC	24
6.1. Historia.....	24
6.2. Líneas de negocio, análisis DAFO y Plan estratégico 2014-2016	26
6.3. Valoración por el Descuento de flujos de Caja Libre.....	31
6.3.1. Coste Medio Ponderado de Capital	31
6.3.2. Flujos de caja libre y Valor Residual	35
6.3.3. Análisis de sensibilidades.....	39
6.3.4. Contrastación de resultados.....	40
7. Conclusiones/Recomendación	48
8. Futuras líneas de Investigación	50
9. Bibliografía	51
Anexos	53



1. Introducción

En el presente trabajo se realizará una valoración de Iberdrola para poner en práctica los conocimientos adquiridos durante la realización del Máster Universitario en Finanzas y durante la carrera. La elección de dicha compañía ha sido principalmente por: (1) su gran diversificación internacional – 40 países con más de 30.000 empleados- y (2) por la obtención de flujos de caja libres positivos (estimación a primera vista a través del Ebitda) durante los últimos ejercicios, lo que permitirá una aplicación adecuada del descuento de flujos de caja. Este método no es el único que existe y que se aplica, sino que hay una gran diversidad de métodos que se clasifican a continuación:

- Balance (Valor contable, Valor contable ajustado ...)
- Cuenta de Resultados (Múltiplos)
- Mixtos o Goodwill (Clásicos, Unión de Expertos....)
- Descuento de flujos (Flujo de caja libre, flujo de caja para el accionista...)
- Creación de valor (EVA, Beneficio económico ...)
- Opciones (Black&Scholes, opción de invertir...)

Hay que tener en cuenta que el método del descuento de flujos de caja no es perfecto, dado que hay que hacer multitud de hipótesis que pueden alterar tanto los resultados como las conclusiones sustraídas de dichos resultados. Sin embargo, tiene en cuenta aspectos muy importantes en su análisis: los fondos futuros de la empresa, el riesgo de la empresa y el momento en el que se obtienen dichos flujos (valor del dinero en el tiempo). Cuando dichos fondos futuros conllevan una incertidumbre elevada y se requiere una estimación del valor de la empresa mucho más rápida o simplemente se quiere contrastar el valor obtenido por el método del descuento de flujos de caja, se suelen utilizar el método de los múltiplos, que suele ser una aproximación adecuada. Dicho método se aplicará a Iberdrola, que es un grupo empresarial dedicado a la producción, distribución y comercialización energética, principalmente electricidad.

Por último, la obtención de la valoración de la empresa por el método del descuento de flujos de cajas nos permitirá conocer si la acción de Iberdrola en este momento, se encuentra sobrevalorada, infravalorada o bien, si su precio objetivo se ajusta al valor de mercado de las acciones. Además, de poder compararlos con aquellos precios objetivos obtenidos a través del método de los múltiplos.

2. Objetivos

El objetivo principal del trabajo es la obtención del valor de Iberdrola mediante la utilización del descuento de flujos de caja (DFC) para determinar cómo se encuentra actualmente la acción de Iberdrola (infravalorada, sobrevalorada o bien valorada por el mercado).

Para el cumplimiento del objetivo principal será necesario estimar los flujos de caja futuros con la información disponible de Iberdrola a día de hoy. Además, se tendrá que estimar el Valor residual, lo que conlleva una dificultad asociada al tener que estimar la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) de la compañía.

También será necesario estimar el coeficiente al que serán descontados los flujos de caja y el valor residual para calcular el valor de la acción. Dicho coeficiente es conocido como Coste medio ponderado de capital ($wacc$) en el que se pondera un coste (coste de la deuda) y una rentabilidad (rentabilidad exigida por los accionistas). Este último lleva incorporado cierto grado de complejidad, al tener que elegir entre diferentes métodos para su cálculo.

En este análisis se utilizará el CAPM cuyo inconveniente radica en el coeficiente del riesgo sistemático (Beta). En este trabajo, se utilizará la beta histórica con el fin de facilitar el análisis.

El trabajo no se conformará con estimar el valor de la acción por el DFC y asumir que el resultado que se obtenga es válido, sino que se realizará una contrastación de dicho resultado con diferentes herramientas:

- Un análisis de sensibilidad

En este caso se llevará a cabo un análisis de cómo varía el precio de la acción de Iberdrola en función de variaciones en la estimación de dos magnitudes en las que influyen las estimaciones que se decidan: $wacc$ y g . Y en función de otras variables como la deuda financiera neta (DFN) y los gastos de capital (CAPEX del inglés capital expenditures).

- Método de los múltiplos

Este método consiste en la utilización de múltiplos históricos de Iberdrola y de empresas comparables de Iberdrola. En este trabajo, se considerarán como comparables Endesa y Gas Natural, empresas que cotizan en el mismo mercado que Iberdrola (Ibex-35) y tienen una cifra de negocio y actividad similar a las de Iberdrola.

La elección de este método para contrastar radica en la sencillez y rapidez para la valoración por estos múltiplos (PER, EV/EBITDA, EV/SALES, P/BV)

3. Metodología

En el presente trabajo se realizará un estudio del estado de la cuestión de los métodos de valoración para posteriormente, desarrollar una investigación empírica del valor actual de Iberdrola. El estudio del estado de la cuestión se centrará en saber cuáles son los métodos de valoración, cómo surgieron y para qué sirven.

Para la realización de dicho trabajo, es necesario apoyarse en diferentes fuentes de información, que se describen a continuación:

- **Distintas bases de datos documentales**

Para la realización del marco conceptual se ha tenido que recurrir a cierta cantidad de artículos de revistas, tanto en español como inglés, de diversos autores con gran prestigio dentro de su ámbito.

De aquí se ha recogido información sobre los diferentes métodos de valoraciones y de los distintos componentes que son necesarios para realizar dichas valoraciones.

- **Web Corporativa de Iberdrola**

Para la obtención de los datos necesarios para realizar la valoración de Iberdrola, ha sido necesario utilizar la información en la web corporativa de Iberdrola. Principalmente, centrándose en las cuentas anuales consolidadas, pero también, ha sido necesario utilizar el informe integrado y los informes de sostenibilidad.

De esas fuentes, se obtendrán los datos necesarios para la estimación del coste de la Deuda, proporciones de Deuda y Equity, el Capital Expenditures y demás variables necesarias para la realización de Descuento de flujos de caja, con la única salvedad del coste de los recursos propios.

- **Otras fuentes para el cálculo del Ke**

Para la estimación del Ke, ha sido necesario obtener una parte de los datos de la web corporativa de Iberdrola. La otra parte, se ha obtenido de la bolsa a través de www.invertia.es: la evolución del Ibex-35 y de Iberdrola desde 2002.

4. Limitaciones de la investigación del proyecto

En el desarrollo de esta investigación se han encontrado una serie de obstáculos/limitaciones que requieren un apunte al respecto:

- La principal limitación de esta investigación ha sido el tiempo disponible y la necesidad de acotar el tema de dicha investigación. El tema de investigación que se ha escogido “Valoración por el Descuento de flujos de caja y múltiplos” conlleva un marco conceptual amplio. Sin embargo, por temas de espacio y de tiempo, hay algunas partes de dicho marco conceptual que por unos motivos u otros no se han podido desarrollar todo lo que se quisiera. Ejemplos de esto son:
 - El CAPM: sobre el CAPM se ha expuesto las ideas y resúmenes de diferentes autores, críticas y diferentes modelos posteriores, sin embargo, cada una de estas partes podría ser en sí misma una investigación.
 - Beta: La Beta al igual que el CAPM ha sido estudiado por multitud de autores y con diferentes perspectivas, sin embargo, sólo se ha expuesto por temas de tiempo y espacio una breve síntesis de lo que podría ser.
- La información para la realización de la parte empírica de la investigación conlleva una limitación inherente. Debido a que dicha información es sustraída principalmente de la información que proporciona dicha empresa, ya sea mediante la memoria, que ha tenido que ser auditada, o por diferentes documentos que proporcionan en su web corporativa.

5. Marco Teórico y Estado de la Cuestión

5.1. Método del descuento de Flujos de Caja

El Método del descuento de flujos de caja consiste en descontar unos flujos de caja estimados futuros a una tasa de descuento. Es aquí, donde aparecen una variedad de metodologías distintas para su cálculo, sin embargo, independientemente de la metodología empleada el resultado deberá ser el mismo si se han utilizado las mismas hipótesis de partida. **Fernández (2013)**¹ expone diez metodologías distintas para su cálculo:

1. “Partir de los flujos de caja para el accionista y de la rentabilidad exigida a las acciones: en dicho caso el valor de las acciones será el valor actual de los flujos de caja para el accionista actualizados a la rentabilidad exigida para las acciones; y el valor de la deuda es igual a los flujos de caja esperados de la deuda descontados a la rentabilidad exigida a la deuda.
2. Utilizando el flujo de caja libre y el Wacc: El valor de la deuda más el del capital es igual al valor actual de los flujos de caja libre esperados que generará la empresa, descontados al coste medio ponderado de capital.
3. A partir del flujo de caja de capital y el wacc antes de impuestos: el valor de la deuda y el capital es igual a los flujos de caja de capital esperados descontados al coste ponderado de la deuda y los recursos propios antes de impuesto.
4. Valor actual ajustado: El valor de la deuda más el de capital de la empresa apalancada es igual al valor de capital sin apalancar más el valor actual del ahorro de impuestos debido al pago de intereses. Donde el valor del capital sin apalancar es el valor actual de los flujos de caja libres descontados a la rentabilidad exigida al capital sin deuda.
5. Flujo de caja libre ajustado al riesgo y la rentabilidad exigida a los activos: La deuda más el capital será igual al valor actual de los flujos de caja libre ajustados al riesgo del negocio esperados descontados a la rentabilidad exigida a los activos.
6. Flujo de caja de capital ajustado al riesgo de negocio y la rentabilidad exigida a los activos: La deuda más el capital será igual al valor actual de los flujos de caja de capital ajustados al riesgo del negocio esperados descontados a la rentabilidad exigida a los activos.
7. A partir del beneficio económico y rentabilidad exigida al capital: el capital es el valor contable de las acciones más el valor actual de los beneficios económicos esperados descontados a la rentabilidad exigida a las acciones. Donde el beneficio económico será el

¹ Traducción libre de Fernández, P. (2013). Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories

beneficio neto menos el valor contable de las acciones multiplicado por la rentabilidad exigida a las acciones.

8. A partir del EVA y el Wacc: la deuda más el capital será el valor contable de las acciones y de la deuda más el valor actual de los EVA esperados, descontados al wacc. Donde el EVA es el NOPAT (Beneficio operativo neto después de impuestos) menos el valor contable de la empresa multiplicado por el Wacc.
9. Flujo de caja libre ajustado a la tasa sin riesgo y de la tasa libre de riesgo: La deuda más el capital será el valor actual de los flujos de caja libre ajustados a la tasa libre de riesgo, esperados descontados a la tasa libre de riesgo.
10. Flujo de caja de capital ajustado a la tasa sin riesgo y de la tasa libre de riesgo: La deuda más el capital será el valor actual de los flujos de caja de capital ajustados a la tasa libre de riesgo, descontados a la tasa libre de riesgo.”

Normalmente, las diferencias en las valoraciones utilizando este modelo aparecen en el cálculo de lo que se conoce como “tax shield”, que no es más que el ahorro fiscal que existe por el pago de intereses. Para el cálculo de este “tax shield”, **Fernández (2013)**² en su artículo agrupa diferentes teorías al respecto:

1. “Fernández (2007) asume que la empresa tendrá un ratio D/E constante contablemente. Bajo este supuesto, el riesgo de incrementar la deuda es igual al riesgo del flujo de caja libre.
2. Miles&Ezzel (1980) asumen que la empresa tendrá un ratio D/E constante en el mercado: en este caso el correcto ratio del descuento de impuesto será por el coste de la deuda el primer año y la rentabilidad exigida a los activos para los siguientes.
3. Modigliani&Miller (1963) asume que la cantidad de deuda futura es conocida a día de hoy y el descuento de los impuestos debido al pago de la deuda será a través de la tasa libre de riesgo.
4. Myers (1974) establece hipótesis parecidas al anterior, con la única salvedad de que los descontará al coste de la deuda.
5. Miller (1977) concluye que el valor del escudo fiscal es cero.
6. Harris&Pringle (1985) & Ruback (1995) descuentan el escudo fiscal con la rentabilidad exigida a los activos.
7. Damodaran (1994) Establece una relación entre la beta apalancada y no apalancada igual a
$$B_l = B_u + D * (1 - t) * B_u/E$$

² Traducción libre y resumen de Fernández, P. (2013). Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories

8. Método de los prácticos, asume que la relación es $B_l = B_u + D * B_u/E$
9. Con el coste de la deuda. Esta teoría asume que el coste de la deuda es el valor actual de los intereses que la empresa paga por encima de la tasa libre de riesgo”

Además, para el cálculo del descuento de flujo de caja será necesario estimar y valorar diversos conceptos:

- Coste medio ponderado de capital (WACC)
- Coste de los recursos propios (K_e)
- Beta (B)
- Flujos de caja (FCL & VR)

5.1.1 Coste medio ponderado de capital (wacc)

Una magnitud importante de estimar a la hora de realizar una valoración por el método del descuento de flujos de caja es el Wacc (Weighted Average Cost Capital), que no es más que el coste medio de los recursos de los que dispone la empresa. Estos recursos pueden ser de la propia empresa (Capital) y recursos ajenos a la empresa (Deuda a corto y a largo plazo).

Cada uno de los tipos de recursos tiene un coste diferente, por tanto aparecen dos magnitudes nuevas, K_e que es la rentabilidad que le exige el accionista a la empresa y K_d que es el coste que tiene la deuda de la empresa. Por tanto, el Wacc se calcularía por la ponderación de ambas magnitudes:

$$Wacc = a * K_e + b * K_d * (1 - t)$$

De donde se sacará que las ponderaciones son iguales a: $a = \frac{E}{E+D}$ y $b = \frac{D}{E+D}$, dichas ponderaciones pueden ser calculadas con datos históricos, o asumiendo que la empresa tenga una estructura óptima de capital y que los gerentes de la compañía tenderán a ese óptimo. Hay que tener en cuenta que tanto el Equity (Capital) como la deuda tendrán que ser valorados a valor de mercado siempre que sea posible. El capital en las empresas cotizadas, como es en este caso (Iberdrola) será la capitalización bursátil de la empresa “Nº acciones x Precio de la acción”. Este wacc es el que se utilizará para descontar los flujos de caja y el valor residual obteniendo el valor total de la empresa.

5.1.2 Coste de los recursos propios (Ke)

Como mencionamos en el apartado anterior, en el cálculo del Wacc, aparecen dos magnitudes a considerar, el coste de los recursos propios (Ke) y el coste de la deuda (Kd) que es el coste de los recursos ajenos por los cuales la empresa paga unos intereses, estos pueden ser: Bonos, Préstamos a LP/CP, etc....

Por otro lado, el coste de los recursos propios o rentabilidad exigida por los accionistas tiene diferentes formas de ser calculados:

- Modelo de descuento de dividendos
- El CAPM
- Modelos Posteriores al CAPM

Modelo de descuento de dividendos (Gordon Shapiro)

En dicho modelo, se explica el precio de la acción en bolsa como el valor de los dividendos futuros descontados al coste de los recursos propios:

$$\text{Precio} = \frac{\text{Div1}}{(1 + ke)^1} + \frac{\text{Div2}}{(1 + ke)^2} + \dots + \frac{\text{Divn}}{(1 + ke)^n}$$

El modelo posteriormente establece la hipótesis de modelo de crecimiento constante, lo que significa que el modelo asume que los dividendos van a crecer a una tasa constante igual todos los años. De este modo, el precio de la acción sería una renta con crecimiento constante a perpetuidad:

$$\text{Precio} = \frac{\text{Div1}}{ke - g}$$

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

El modelo CAPM a pesar de recibir numerosas críticas a lo largo de los años, es el método que principalmente se usa a la hora de calcular el coste de los recursos propios de grandes empresas. Este modelo nace de la teoría de la cartera de Markowich y fue desarrollado posteriormente por William Sharpe, Jan Mossin y John Litner. Los supuestos en los que se basa este modelo son los siguientes, los cuales están descritos en **Martínez, et al. (2013)**³:

³ Carlos E. Martínez, Juan S. Ledesma y Alfredo O. Russo (2013). Particularidades del Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital (CAPM) en Mercados Emergentes. Revista Análisis Financiero.

1. “Los rendimientos de las acciones que componen el mercado siguen una distribución normal.
2. Los inversores tienen expectativas homogéneas en cuanto a las rentabilidades futuras de sus inversiones.
3. Los activos del mercado son perfectamente divisibles y comercializables, sin limitaciones a la cantidad a invertir en activos.
4. No existen costes de transacción.
5. Mercados de capitales perfectos, la oferta y la demanda están siempre en equilibrio
6. No existen costes para acceder a la información del mercado.
7. Mercado compuesto por una gran variedad de pequeños compradores cuyo comportamiento individual no tiene efectos sobre el mercado.
8. Existe una cantidad ilimitada de dinero para pedir prestado a una tasa libre de riesgo.
9. No existen los impuestos a la renta, ni la inflación”.

A raíz de estos supuestos nacen numerosas críticas. A continuación se exponen algunas de las más relevantes como las desarrolladas por **Hope (2002)**, estableciendo algunas debilidades del modelo como puede ser la relacionada con el supuesto 7. En el que se establece que una tasa libre de riesgo a la que se puede pedir una cantidad ilimitada. Lo más parecido que existe en la realidad es la renta fija de los países, sin embargo, la curva de tipos de dicha renta fija es cambiante y se puede ver afectada por numerosos factores entre ellos la inflación, que es una violación del supuesto 9, en el que se establece que no existe inflación. Además, en la realidad no existe una cantidad ilimitada de dinero a la que se pueda pedir prestada a la tasa libre de riesgo, esa cantidad vendrá limitada por la deuda pública emitida por el país.

Otra de las críticas que realiza Hope es con respecto a la prima de mercado, destacando que los mercados de capitales no son perfectos y que la demanda y la oferta de las acciones no están siempre en equilibrio, por lo que vulnera el supuesto 5. Posteriormente, también hace referencias a la beta, ya que como explicaremos en el apartado 5.1.4. la beta no es constante y depende de diversos factores.

Otras críticas hacen referencia a las limitaciones del CAPM, como es el caso de **Fama & French (1996)**, en el que establecen que este modelo dista de ser eficaz en el cálculo de la rentabilidad para pequeñas empresas y para empresas que cotizan en las Bolsas de valores en las

que tengan una cotización baja, dado que la rentabilidades que finalmente se suelen pedir a estas empresas suelen ser más elevadas.

Por otra parte, **Roll (1977)** critica al CAPM por incorporar solamente en su análisis los activos financieros con riesgo (las acciones), sin tener en cuenta el resto de activos que poseen riesgo en el mercado, como pueden ser: bienes, capital humano y otro tipo de activos con riesgo.

A pesar de todos los inconvenientes que presentan estas hipótesis, a día de hoy no existe un método mejor para calcular el coste de los recursos propios, dado que el método anteriormente expuesto del descuento de dividendos, presenta unos inconvenientes aún mayores, el tener que estimar los dividendos a futuro y “suponer” que estos serán crecientes a una tasa constante. Por este motivo, se utilizará el CAPM, para cuyo cálculo utilizaremos:

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

En dicha fórmula, aparecen diferentes magnitudes que requieren aclaración, “ r_f ” es la rentabilidad libre de riesgo, que normalmente se suele tomar como la renta fija del país a diez años donde se analiza el activo. La Beta y la prima de mercado ($r_m - r_f$) serán tratadas en apartados posteriores.

Modelos Posteriores al CAPM

Han aparecido multitud de modelos posteriores que intentan desarrollar y corregir algunos de los fallos del CAPM, estas correcciones principalmente hacen referencia a alguno de los supuestos que se describieron con anterioridad. Sin embargo, ninguno de estos modelos ha tenido una amplia aceptación ni han conseguido sustituir al CAPM por uno u otros motivos.

- **D-CAPM (Downside beta CAPM)**

Este modelo considera al igual que el CAPM el rendimiento en dos componentes: el rendimiento libre de riesgo y la prima de riesgo, sin embargo, se centra en el riesgo asociado a las pérdidas medido principalmente con la semi-desviación de los rendimientos con respecto a la media. La fórmula base descrita en **Estrada (2001)**:

$$K_{ei} = r_f + (r_w - r_f) * r_{Mi}$$

Este modelo fue desarrollado para aplicar el CAPM en mercados emergentes, dado que éste no proporciona los resultados deseados en mercados emergentes al igual que en los países

desarrollados. Sin embargo, aún no se ha demostrado por completo la utilidad de este modelo, aunque sí empiezan a dar evidencia de que podría estar bien encaminado.

- **The consumption-Oriented CAPM (CCAPM)**

Este modelo permite calcular el coste de los recursos propios (k_e) partiendo de la base que los agentes tienen una utilidad y su objetivo es maximizar dicha utilidad descontada al presente. La fórmula se describe en **Chen (2003)**:

$$K_e = \frac{(1 + v_{t+1})}{v_t} \exp(x_{t+1})$$

En su análisis, al igual que el realizado por **Mankiw & Shapiro (1987)** llegaron a la conclusión que aunque teóricamente el CCAPM tiene unas bases más sólidas que el CAPM, empíricamente no consigue estimar adecuadamente el coste de los recursos propios.

5.1.3. La Prima de Mercado ($r_m - r_f$)

Para el cálculo de la prima de mercado ($r_m - r_f$), **Fernández (2013)** establece que esta prima de mercado puede ser “Histórica”, “Esperada”, “Exigida” e “Implícita” dependiendo de lo que se esté hablando y a qué haga referencia. A continuación, se exponen los diferentes métodos que existen para su cálculo:

- Si se calcula estableciendo la diferencia entre la rentabilidad histórica del mercado de capitales y la rentabilidad de la renta fija estaríamos hablando de Prima de Mercado Histórica. Este método es uno de los más usados debido a su gran sencillez y rapidez de cálculo.
- Hay otros métodos que usan fórmulas para el cálculo de esta prima de mercado, como pueden ser la ecuación de Gordon y Shapiro en la que se establece que el precio de la acción es igual a los dividendos descontados a la K_e mitigado por la tasa de crecimiento a perpetuidad (g). Otro método derivado de la ecuación de Gordon y Shapiro es el que descuenta a los dividendos a la tasa interna de rendimiento (TiR). El principal problema de estos métodos radica en la estimación de los dividendos a futuro.
- Por otro lado, tenemos otro método que posiblemente sea el mejor y más correcto, el utilizar como prima de mercado el consenso de lo que los analistas e inversores consideran que debería de ser. Sin embargo, esto puede ser bastante complicado de conseguir, dado que muchos de los analistas no están dispuestos a divulgar cuáles son sus estimaciones debido a que perderían su ventaja competitiva.

Otro de los autores que hablan de la importancia de la prima de mercado es **Damodaran (2011)**, que llega a la conclusión que dependiendo del método que se utilice se obtendrán valores diferentes. Además, establece como otro factor importante la determinación del tiempo para el cual se quiere obtener dicha predicción. Pero la principal aportación de su artículo es el desglose de lo que puede ser el riesgo de mercado al que hace referencia la prima de mercado.

Considera la aversión al riesgo como el factor más importante a la hora de fijar esta prima de mercado, y expone que aunque se tome como referencia la media del mercado, esta aversión al riesgo varía de uno a otro principalmente por dos factores:

- La edad: se considera que a mayor edad del inversor, mayor aversión al riesgo existirá.
- Preferencia por el consumo presente: a mayor preferencia por el consumo presente, mayor será la aversión al riesgo.

Otros de los factores puede ser las expectativas que se tienen sobre la economía en el futuro (riesgo económico), la información de la que se dispone sobre el activo, la facilidad con la que se pueda hacer efectivo el activo del que estamos hablando (Liquidez) y por último, la posibilidad de que ocurran hechos que aunque no tengan nada que ver sobre la empresa puedan afectar al activo(riesgo de catástrofe), un ejemplo de este tipo de eventos, fue el ocurrido en Nueva York con el atentado contra las torres gemelas.

5.1.4 Beta (B)

La Beta es una medida que mide el riesgo sistemático de un activo y/o cartera. El cálculo del coste de un activo con el CAPM como ya se ha mencionado antes es: $K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$, por lo que se observa que este riesgo se considera que debe ser remunerado por el activo y variará en función de éste:

$$\beta = \frac{\text{cov}(\text{Rendimiento del activo}, \text{Rendimiento del mercado})}{\text{Varianza del Mercado}}$$

Dependiendo del valor que tome la beta, el significado será diferente:

- Si $\beta > 1$ cuando sube el mercado. el activo sube en mayor proporción que el mercado.
- Si $\beta = 1$ el activo se mueve igual que el mercado.
- Si $-1 < \beta < 1$ el activo se mueve en menor proporción que el mercado, en el caso de la beta negativa, se movería en dirección contraria al mercado pero en menor proporción.
- Si $\beta = -1$ se mueve inversamente al mercado en la misma proporción.
- Si $\beta < -1$ se mueve en sentido contrario al mercado en mayor proporción.

Hay que tener en cuenta que es poco frecuente que la Beta de un activo sea negativa, y si se diera el caso, no suele alargarse en el tiempo. En general suele darse en las commodities, como es el caso del oro.

La utilidad de la Beta radica en estimar su valor a futuro para ello **Marín & Rubio (2001)** realizan un estudio de la Beta en el tiempo y expone tres diferentes métodos para calcular el valor de la Beta:

- Mínimo cuadros ordinarios (MCO)
- Método de estimación de Blume
- Método de Vasicek

Antes de hablar de cada uno de los métodos es necesario hablar de cómo afecta la variable tiempo a la Beta, sobre este hecho se han realizado numerosos estudios, como puede ser el estudio realizado por **Blume (1971)** en el que se expone que ninguna variable económica ni siquiera la beta es constante a lo largo del tiempo. Sin embargo, si se observa en las diferentes series realizadas que la beta sigue una tendencia hacia la media.

Mínimos cuadrados ordinarios (MCO)

Si bien son tres métodos separados, los dos siguientes modelos utilizan este método para llevar a cabo su estimación. Dicho método ignora la conclusión que se mencionó con anterioridad, en la que se exponía que la beta tiende a la media. Este método realiza una regresión con los últimos 60 meses y supone que dicho resultado deberá permanecer constante durante los siguientes tres años.

Aunque se considera el método más simple e ignore la tendencia de la beta, es el más utilizado y preciso a la hora de realizar el cálculo de la beta.

Método de Estimación de Blume

Este método se fundamenta en **Blume (1971)** y **Blume (1975)**, entendiéndose que este modelo sigue una función lineal en el tiempo y en el que a partir de aplicar el método anteriormente descrito MCO a dos periodos de tiempo que no coinciden en el tiempo, trata de predecir la tendencia en el tiempo a la media de la que hablamos con anterioridad. Como resultado de su análisis se llega a la conclusión que como media, los parámetros de la función lineal en mercado bursátil español son $a = 0,3$ y $b = 0,7$.

Método de Vasicek

Al igual que Blume, Vasicek reconoce la tendencia que tiene la beta hacia la media, sin embargo esta tendencia no es igual para cada uno de los activos, sino que establece que cada uno de los activos en función de su riesgo.

Hay que tener en cuenta que para calcular la Beta todos estos métodos utilizan Betas históricas algo que **Fernández & Carabias (2013)**⁴ crítica seriamente dando una serie de razones que se exponen a continuación:

- “Las betas con datos históricos cambian considerablemente de un día para otro.
- Porque dependen de qué índice bursátil se tome como referencia.
- Depende del intervalo temporal que se tome como referencia (5 años, 3 años,...).
- Dependen del tipo de rentabilidad que se escoja (mensuales, diarias,...).
- Las betas calculadas tienen poca relación con la rentabilidad posterior del activo.
- Porque la correlación y la R cuadrado de las regresiones que se utilizan para calcular las betas son muy pequeñas”.

Adicionalmente, **Fernández (2013)**⁵ analiza la beta de un gran número de empresas por el MCO que se describió con anterioridad y llegó a la misma conclusión que con el artículo anterior, que las betas históricas son inútiles para los fines que se utiliza:

- “Calcular el coste de capital (K_e) de las compañías
- Para clasificar los activos en función del riesgo sistemático
- Para verificar el CAPM y la eficiencia media-varianza”

Sin embargo, independientemente de las razones descritas por Fernández, en la actualidad se siguen usando estas Betas con gran asiduidad, por su sencillez y su aproximación a la Beta real.

5.1.5 Flujos de Caja y Valor Residual

A continuación, se hablará del flujo de caja libre para el accionista (FCLA), del valor residual (VR) y de los pasos a seguir para su cálculo. El flujo de caja libre para accionista es el dinero

⁴ Traducción libre de Fernández, P., Carabias, JM. (2013). The Danger of Using Calculated Betas

⁵ Traducción libre de Fernández, P (2013). Are Calculated Betas Worth Anything?

que queda para retribuir al accionista después de hacer frente a las diferentes obligaciones que conllevan una salida de caja. Partiendo del Resultado neto será necesario realizar una serie de ajustes en función de:

- Amortización
- Capital Expenditure (CAPEX)
- Necesidades operativas de financiación (NOF)
- Fuentes de financiación

Amortizaciones

Las amortizaciones y depreciaciones se añaden al resultado neto, dado que aunque se introduce como gasto dentro del resultado, esto, no conlleva una salida de caja real.

Capital expenditure (CAPEX)

Las inversiones realizadas por la empresa, ya sean para el mantenimiento del inmovilizado que se dispone o para la compra de nuevo equipamiento, etc..., conllevan una salida de caja, por lo tanto, habrá que restársela al resultado neto. Por otro lado, las ventas de activos que ya no se utilicen o no sean necesarios ya, son una desinversión y conllevan una entrada de caja.

Necesidades operativas de financiación (NOF)

Las necesidades operativas de financiación hacen referencia a la parte del negocio/actividad de la empresa que es necesario financiar. El incremento de este NOF es lo que se resta del flujo de caja, este aumento puede ser debido al mayor número clientes que te dejen a deber con respecto al periodo anterior, por el incremento del inventario de la empresa este año o por la disminución del dinero atrasado a nuestros proveedores durante este periodo. En caso de que fuera una disminución del NOF, éste se le sumaría al resultado neto y sería por el caso contrario descrito.

Fuentes de Financiación

En este caso se tienen en cuenta las salidas y entradas de efectivo por parte de la financiación: nueva emisión de deuda y repago de deuda. El repago de deuda puede ser debido al pago de intereses y al repago de principal, dicho repago se le restaría al resultado neto y la nueva emisión de deuda se considera una entrada de efectivo.

Flujo de Caja Libre para el Accionista (FCL)

Para el cálculo del flujo de caja para el accionista se parte del flujo de caja libre que se considera el flujo de caja operativo del negocio +/- el Flujo de caja de inversión o lo que es lo mismo:

$$\text{FCL} = \text{Resultado Neto} + \text{Amortización} - \Delta\text{NOF} - \text{CAPEX}$$

A este FCL se le debe de introducir lo que se considera el flujo de caja de financiación o lo que es lo mismo las entradas/salidas de efectivo debido a la financiación:

$$\text{FCLA} = \text{FCL} + \text{Nueva Deuda} - \text{Repago de Deuda}$$

Valor Residual

En su libro, **Damodaran (2002)** establece la hipótesis de que: “si una empresa invierte cierta cantidad del dinero será para obtener unos rendimientos elevados”, pero “¿Por cuánto tiempo?”. Esta última pregunta es primordial para saber qué tasa de crecimiento a futuro se debe utilizar, también conocida como “g”. Tarde o temprano cualquier empresa terminará con un crecimiento igual o por debajo que la economía en su conjunto y cómo no es posible estimar flujos de caja hasta que se quiera, partimos de la base de que el valor residual de una empresa será el último flujo de caja que seamos capaces de estimar capitalizado por la “g” y dividido por el coste de los recursos (Wacc) mitigado por la “g”.

$$\text{VR} = \frac{\text{FCLn}(1 + g)}{\text{Wacc} - g}$$

La “g” jamás podrá estar por encima del ratio de crecimiento de la economía, sin embargo, sí que podrá ser inferior a éste. Si bien es cierto, el crecimiento tenderá en el largo plazo a la inflación, por lo que se tomará como “g” el valor previsto de la inflación.

5.2. Múltiplos

En este apartado se hablará de los múltiplos que se usan para la valoración de empresas, hay que tener en cuenta que los múltiplos requieren mucho menos cálculos y poseen una menor complejidad que el método desarrollado anteriormente del Descuento de Flujos de Caja. Los principales múltiplos se recogen en **Damodaran (2002)** y se describen a continuación:

- PER (Price Earnings Ratio)
- EV/Ebitda



- P/BV (Price to book value)
- EV/Sales

PER (Price Earnings Ratio)

El PER es el múltiplo más utilizado y cuya sencillez en el cálculo permite obtener el valor de la compañía de una empresa cotizada de una forma rápida. Dado que el PER se calcula como:

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

El principal problema y equivocación al usar este método es en la determinación de dicho beneficio por acción. Si suponemos que la firma tendrá un crecimiento estable y aplicando el método del descuento de dividendos podemos definir al PER como el payout (el % que se dedica a pagar dividendos) entre $(K_e - g)$.

Es muy común utilizar los PER históricos de la compañía o el PER del sector para juzgar si la empresa está sobrevalorada o infravalorada. Hay que tener en cuenta que si la empresa ha tenido resultados negativos, no se podrá usar este múltiplo para la valoración, dado que saldrá un valor de los recursos propios negativo.

EV/EBITDA

El múltiplo EV/EBITDA relaciona el valor total de la compañía (EV) y el EBITDA (resultado antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización). El valor total de la compañía vendrá determinado como la capitalización bursátil de la compañía (CB) mas la deuda financiera neta (DFN, Deuda financiera – efectivo y otros activos líquidos):

$$\frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{CB} + \text{DFN}}{\text{EBITDA}}$$

Si partimos de la fórmula del DFC (descuento de flujos de caja) y lo ponemos en función del EBITDA podemos sacar que el ratio EV/EBITDA es el siguiente:

$$\frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}} = \frac{(1 - t) - \frac{\text{DA}}{\text{EBITDA}} - \frac{\text{Reinvestment}}{\text{EBITDA}}}{\text{Wacc} - g}$$

De donde se puede concluir como bien expone **Damodaran (2002)**⁶ que el múltiplo EV/EBITDA viene condicionado por 5 factores:

1. “Impuestos: con el resto de factores invariables, compañías con un menor pago de intereses tienen un múltiplo mayor.
2. Depreciación y Amortización: con el resto de factores invariables, las compañías que dedican mayor margen del EBITDA en depreciación y amortización, tendrán un menor múltiplo.
3. Requisitos de Reinversión: con el resto de factores invariables, las compañías que dedican mayor margen del EBITDA a los requerimientos de inversión para obtener la g deseada, menor múltiplo tendrá.
4. Wacc: Con unos costes de capital menores, mayor múltiplo EV/EBITDA.
5. La tasa de crecimiento a eternidad (g): A mayor tasa de crecimiento mayor múltiplo tendrá la compañía”.

Al igual que con el PER, si los resultados antes de intereses, impuestos, amortización y depreciación son negativos, no se podrá considerar el EV/EBITDA.

P/BV (Price to Book Value)

Otro de los ratios que se suele utilizar es el Price to Book Value, cuyo cálculo es relativamente sencillo al igual que los anteriores múltiplos expuestos con anterioridad:

$$P/BV = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Valor contable de la acción}}$$

Este ratio acarrea serias críticas debido a que el valor contable de la acción puede variar en función de ciertas decisiones contables que se puedan hacer sobre las amortizaciones y otro tipo de partidas. Y, al igual que con los dos múltiplos anteriores, puede darse el caso que P/BV sea negativo si la empresa arrastra resultados negativos de ejercicios anteriores que sean superiores a la cantidad de recursos propios de la compañía.

⁶ Damodaran, A., 2002. In: Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. s.l.:John Wiley & Sons, Inc, pp. 662-685



EV/Sales

Si por los motivos anteriormente descritos no se puede aplicar ninguno de los múltiplos anteriores, la opción más sencilla para el cálculo del valor de la compañía sería a través del múltiplo EV/Sales, cuyo cálculo es muy sencillo y bastaría con dividir el valor total de la compañía (CB+DFN) entre las ventas del periodo.

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{CB + DFN}{Sales}$$

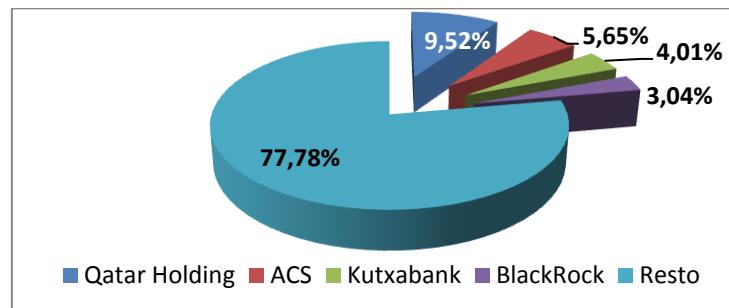
6. Iberdrola: Valor de Mercado y Estimación según el DFC

6.1. Historia

Iberdrola nace de la fusión de IBERDUERO e HIDROELÉCTRICA ESPAÑOLA en 1991, más tarde y siguiendo su expansión internacional se integraron SCOTTISHPOWER e IBERDROLA USA. En la actualidad, representa el mayor grupo energético español, además de ser una de las principales empresas en cuanto a capitalización bursátil dentro del Ibex-35.

Con la distribución de propiedad actual, ninguno de sus accionistas (650.000) cuenta con capacidad de control sobre la empresa, mostrándose en el siguiente gráfico los accionistas con mayor derecho a voto:

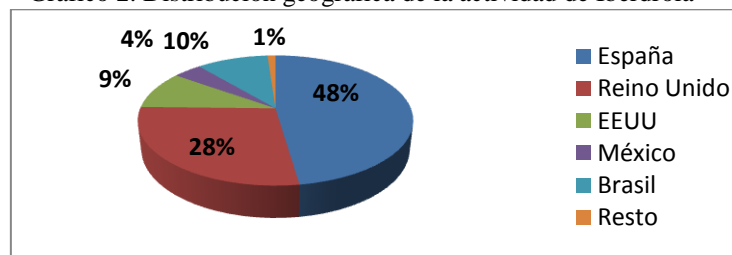
Gráfico 1. Distribución de los derechos de voto de Iberdrola



Fuente: Informe de sostenibilidad Iberdrola (2013) y elaboración propia

Iberdrola es una compañía cuyas principales funciones son: i) Producción de electricidad mediante fuentes renovables y convencionales, ii) compra/venta de electricidad y gas en los mercados mayoristas, iii) transporte y distribución de electricidad, iv) comercialización de electricidad, gas y servicios energéticos asociados, v) otras actividades ligadas al sector de la energía. Este conjunto de actividades las lleva a cabo en cerca de 40 países con el apoyo de un capital humano de alrededor de 28.000 empleados y con una cifra de clientes cercanos a 32 millones. De esos 40 países, su actividad en 2013 se concentraba principalmente en España (47,69%), Reino Unido (27,66%), Brasil (10,08%), EE.UU (9,49%) y México (3,97%), el resto de países se reparte apenas un 1% de las ventas de Iberdrola como muestra el gráfico número 2:

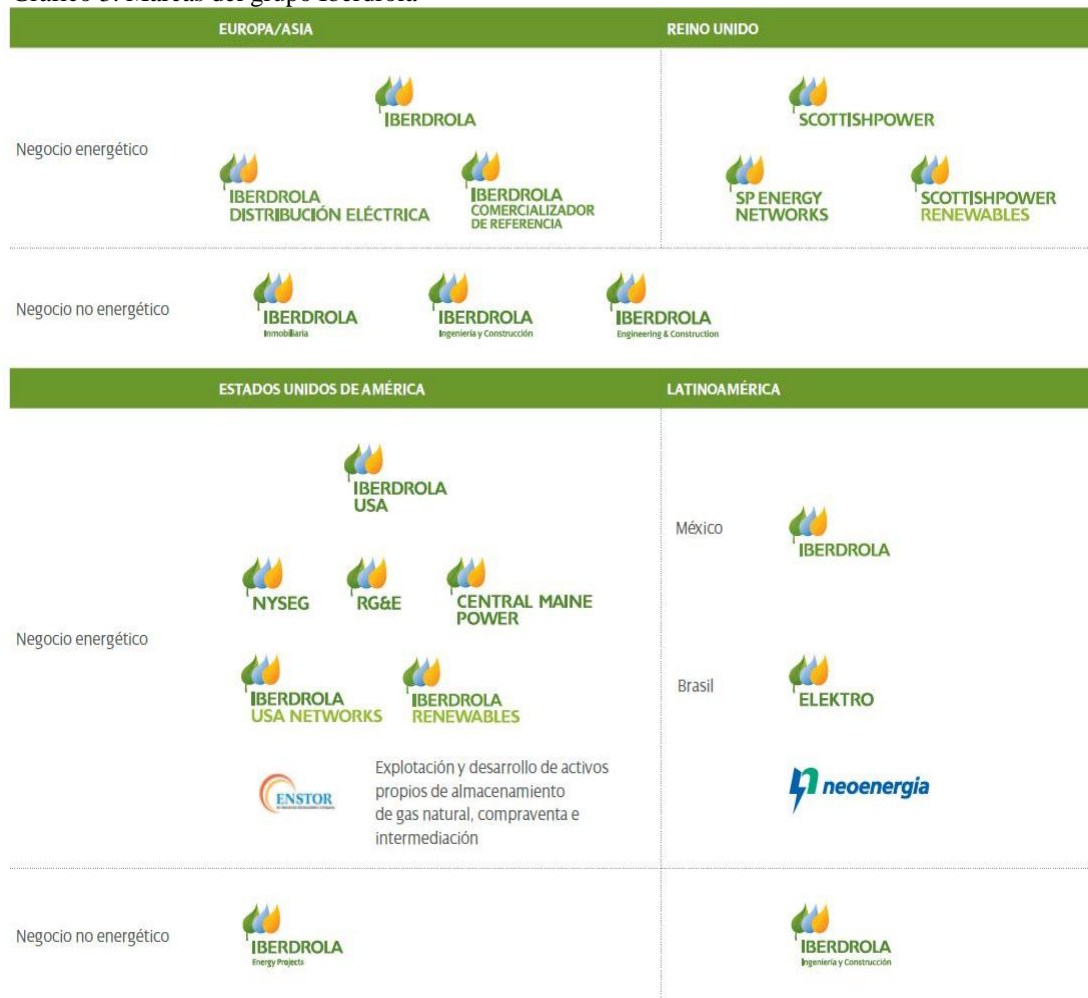
Gráfico 2. Distribución geográfica de la actividad de Iberdrola



Fuente: Informe integrado de Iberdrola (2013) y elaboración propia.

Con respecto al alcance y competitividad de Iberdrola, hay que tener en cuenta que es la 1ª Compañía energética en España; el principal productor de energía eólica y la tercera empresa de distribución de energía en el Reino Unido; el segundo productor más importante de energía eólica y el tercero en almacenamiento de gas en EE.UU; el mayor productor privado de electricidad en México y el mayor distribuidor en Brasil. Con este cartel, Iberdrola se presenta como una compañía internacional, a la que le gusta destacar en los países en los que entra y consagrarse como una de las mayores compañías energéticas del mundo. Para llegar a esa consagración Iberdrola cuenta con una multitud de marcas y filiales creadas en los diferentes países en los que muestra su principal actividad:

Gráfico 3. Marcas del grupo Iberdrola



Fuente: Informe de sostenibilidad de Iberdrola (2013)

6.2. Líneas de negocio, análisis DAFO y Plan estratégico 2014-2016

En éste apartado se detallará las principales líneas de negocio de Iberdrola, con una breve reseña del entorno regulatorio de cada país, sus objetivos y perspectivas de futuro. Por último, se expondrá los principales pilares en los que se basará el desarrollo de negocio de Iberdrola durante el periodo 2014-2016 y a posteriori. Las principales líneas de negocio son:

- Redes
- Generación y comercialización
- Renovables

Antes de hablar de cada una de las líneas de negocio, se expondrá una breve reseña del entorno regulatorio de cada uno de los países y posteriormente analizaremos particularmente el entorno para cada una de las líneas de negocio:

- En la **Unión Europea** se ha planteado la reducción de las emisiones de CO₂ un 40% mediante el uso principalmente de energías renovables y la mejora de las infraestructuras energéticas que fomentará el mercado interior y las conexiones entre países.
- **España** está inmersa en un profundo cambio regulatorio que afecta al modelo sectorial y a la forma de retribuir (también en las renovables) con el fin de eliminar el déficit tarifario. Además, se prevé futuras modificaciones en el mercado mayorista (por manipulaciones del precio en ese mercado, Iberdrola ha sido sancionada por la CNMC, Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, dicha información se encuentra en el artículo de www.ine.es (2014) y de gas.
- **Reino Unido** planea reformar el mercado, promoviendo la inversión de 110.000 millones de libras hasta 2020, desarrollando diferentes instrumentos: contratos por diferencias.... Estipulará la distribución retributiva para 2015-2023 y al igual que España se prevé una reforma de la regulación del mercado mayorista.
- En **Estados Unidos** se prevé un apoyo eficiente a las energías renovables, la puesta en marcha del modelo retributivo del Estado de Maine y una continuación del sistema de redes.
- En **México** se espera una implicación en la nueva reforma energética y un apoyo para la realización de nuevas inversiones en generación eléctrica.

- Por último, en **Brasil** se esperan cambios en las condiciones de precios y tarifas.

Redes

El negocio de redes se encarga de todas las actividades de transmisión y distribución de energía en los países en los que opera en este sentido (España, Reino Unido, Estados Unidos y Brasil):

- Desde 2013 en **España** se aplica un sistema retributivo predecible, estable y revisable cada 6 años. Actualmente, se aplica un sistema transitorio a expensas de que se concluya el marco regulatorio.
- En el **Reino Unido**, Iberdrola posee un acuerdo retributivo para la actividad de transporte de la subsidiaria ScottishPower durante el periodo 2013-2021, y se está negociando para el nuevo periodo regulatorio de distribución eléctrica 2015-2023. Es una regulación clara, estable y predecible.
- En **Estados Unidos** se encuentran negociando diversas tarifas para los subsiguientes periodos.
- **Brasil** dispone de sistemas retributivos ajustables anualmente hasta 2015.

Iberdrola tratará con una inversión del 57% del grupo, de aumentar la eficiencia de la operativa de redes, minimizar el número de accidentes, aumentar la calidad del suministro de energía mediante la renovación y ampliación de las redes respetando siempre los requisitos ambientales.

Generación y comercialización

El negocio de generación y comercialización se encarga de todas las actividades de creación y venta de energía por métodos convencionales en los países en los que opera en este sentido (España, Reino Unido, Europa y México):

- En **España** se ve afectado negativamente con los nuevos impuestos aprobados en 2013 con los cambios regulatorios.
- En el **Reino Unido** se avanza la reforma del mercado, con la introducción de un “carbón tax” que gravará las emisiones de CO₂, variación en los peajes y la obligatoriedad de que los generadores de energía sean creadores de mercado y negocien con pequeños suministradores a partir de 2014.
- En **Europa** entra en vigor la nueva regulación financiera EMIR y continúan con el proceso de integración de los mercados.

- **México** está reformando el sector energético, si bien se centra en la actividad petrolera (Ajena al grupo), aunque podrían tocarse algunos aspectos del resto del sector eléctrico.

Al igual que en el negocio de redes, la comercialización y generación de energía se centrará en maximizar la eficiencia operativa, en aumentar la generación de energía en México con una inversión de alrededor de 1.200 millones de €. Además, se espera un crecimiento moderado debido a la liberalización del mercado minorista español.

Renovables

El negocio de renovables se encarga de todas las actividades de creación y venta de energía renovable en los países en los que opera en este sentido (España, Reino Unido, Estados Unidos, Brasil, México y en el resto):

- En **España** hay una modificación en la forma retributiva desde mediados de 2013, remunerándose a través de los ingresos de mercado y un complemento por potencia instalada. Además, con la nueva ley del sector energético desaparece el régimen especial y continúa el impuesto del 7% sobre los ingresos de la producción.
- En el **Reino Unido** con la nueva reforma se impulsa el desarrollo de las energías renovables, y en 2014 entró en vigor la normativa de los contratos por diferencias⁷ que intentarán atraer a la inversión hacia esta área.
- En **Estados Unidos** se fomentó toda inversión en energía eólica que comenzó antes de diciembre de 2013 y toda la referente a la energía solar antes de enero de 2017.
- En **Brasil** se prevee una estabilidad en las subastas de energía solar y eólica y se espera alguna reforma en los requisitos locales para las instalaciones.
- En **México** la reforma aún está desarrollándose, esperándose una mejora en el ámbito de las energías renovables.

Con una inversión de unos 2.300 millones de € en los tres próximos años en esta línea de negocio, se espera instalar el primer parque eólico marino, maximizar la eficiencia de los activos ya instalados, y construir nueva capacidad eólica terrestre en el Reino Unido, Estados Unidos y México, además de ampliar y desarrollar el proyecto de Brasil. Posteriormente a este

⁷ Los contratos por diferencias son acuerdos entre compradores y vendedores, en el que se estipula que intercambian la diferencia entre el precio actual de un activo (Electricidad en nuestro caso), y el precio del mismo activo cuando el contrato se cierre.

periodo, se espera una desaceleración de la inversión, principalmente porque las necesidades en Estados Unidos son a corto plazo.

Los cambios regulatorios en España han provocado una disminución del EBITDA > 50% en ésta línea de negocio durante el primer semestre de 2014, cantidad superior a la esperada por el consenso de analistas. Esta disminución no fue mayor gracias al record de la capacidad máxima en la energía eólica. Si bien, se espera un repunte durante el segundo semestre y las expectativas sobre esta línea de negocio no se modificarán.

Análisis DAFO

<p style="text-align: center;">Debilidades</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ratio DFN/EBITA > 4 veces (Endesa < 1 y Gas natural < 2,5) • Nivel de apalancamiento cercano al 60% 	<p style="text-align: center;">Fortalezas</p> <ul style="list-style-type: none"> • 75% del EBITDA de negocios regulados • Diversificación internacional (60% fuera de España) • Apuesta por las Energías limpias y competitivas
<p style="text-align: center;">Amenazas</p> <ul style="list-style-type: none"> • Riesgo regulatorio en los países en los que opera. • Aumento del Fraude (Redes) • Liberalización de los mercados minoristas (Generación) 	<p style="text-align: center;">Oportunidades</p> <ul style="list-style-type: none"> • Se estima que se necesitará el doble de energía para 2035 • Crecimiento del PIB en la zona en la que opera Iberdrola > 1,5%

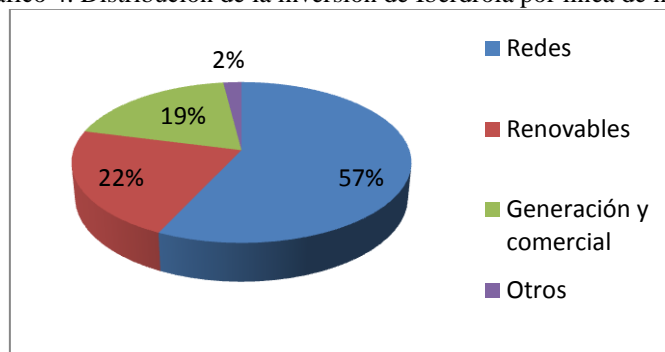
Plan estratégico 2014-2016

Antes de explicar en que se basa el plan estratégico hay que tener en cuenta, que dicho plan se ha llevado a cabo en base a unas previsiones que Iberdrola considera correctas. Primero que nada establece un crecimiento positivo aunque moderado a medio y largo plazo. Los tres pilares en los que se basa este plan estratégico son:

- **Perfil de Riesgo Equilibrado:** la actividad se centra en los países y negocios con regulaciones estables y atractivas (75% del Ebitda de Negocios Regulados). Los

Negocios Regulados se consideran: Redes, Generación Regulada y Renovables) En los que se destinará en los próximos 3 años prácticamente la totalidad de la inversión 98%.

Gráfico 4. Distribución de la inversión de Iberdrola por línea de negocio



Fuente: Informe integrado de Iberdrola (2013) y elaboración propia

- **Eficiencia Operativa:** Iberdrola implementará medidas para que sus costes de explotación no se eleven durante el periodo. Además de llevar a cabo un control exhaustivo en cada una de sus líneas de negocio, plantea medidas en torno al:
 - **Personal:** Pretende la reducción de la plantilla con antigüedad con una quita de unos 1.000 empleados en los negocios existentes. Además, quiere situar la cifra de empleados a finales de 2016 en torno a los 27.000 empleados, lo que significaría una reducción total de unos 3.600 empleados durante estos tres años.
 - **Servicios Externos:** con respecto a los servicios que subcontrata, intentará llevar un control de sus compras y procesos, intentando optimizar la estructura corporativa óptima.

Redes: el gasto operativo en el negocio de las redes pretende contenerlo al máximo en torno a los 1.300 millones de € en 2016. Tendrá que centrarse principalmente en Reino Unido, Estados Unidos y Brasil:

Tabla 1. Gasto operativo por país en el negocio Redes

	2014	2015	2016
España	400	395	400
Brasil	150	155	165
Reino Unido	200	210	220
Estados Unidos	510	530	530
Total	1.260	1.290	1.315

Fuente: Informe integrado de Iberdrola (2013) y elaboración propia

- **Solidez Financiera:** como ya se señaló en el análisis DAFO, las debilidades de Iberdrola vienen principalmente por su situación financiera con respecto a sus competidores. En el plan se establecen una serie de medidas y objetivos para este periodo:
 - Se pretende reducir la deuda financiera neta unos 1.800 millones de € para finales de 2016, gracias a los flujos de caja operativos del negocio que serán superiores a las inversiones realizadas en los diferentes años.
 - Además, se realizará una desinversión complementaria a la ya realizada en 2012 por valor de 500 millones de €.
 - Se intentará optimizar la posición de liquidez para poder hacer frente a más de 24 meses incluso con periodos de estrés.
 - Por último, se intentará mejorar los ratios financieros para 2016:
 - Apalancamiento próximo al 40%
 - DFN/EBITDA < 3,5 veces
 - Flujo de caja operativo/DFN >22%

Además, con las previsiones que realiza Iberdrola sitúan el crecimiento anual durante este periodo en el 4% (frente al 2% que se utilizará en este análisis) y una retribución fija anual de al menos 0,27€ por acción.

6.3. Valoración por el Descuento de flujos de Caja Libre

Para la realización de la valoración por el método de descuento de flujos de caja se seguirán las mismas pautas con las que se realizó el marco conceptual de esta investigación.

6.3.1. Coste Medio Ponderado de Capital

Para el cálculo del coste medio ponderado de capital es necesario estimar/valorar una serie de magnitudes que se describieron anteriormente y que se recordarán y calcularán en estos momentos:

$$Wacc = a * Ke + b * kd * (1 - t)$$

En primer lugar, para calcular las **ponderaciones** (a,b) es necesario acudir a diferentes fuentes, para el cálculo de los recursos propios de la compañía a valor mercado acudimos a la bolsa de

Madrid y se obtiene el dato del precio de una acción de Iberdrola a día 31/12/2013 (4,64) y se multiplica por el número de acciones (6.400 millones) obteniendo así la capitalización bursátil de Iberdrola :

Tabla 2. Capitalización Bursátil de Iberdrola

Precio	4,64€
Nº Acciones (Millones)	6.240
Recursos Propios(CB) (Millones)	28.953

Posteriormente, para el cálculo de los recursos ajenos se obtienen los datos de la memoria, tanto de las deudas de la compañía de corto plazo como la de largo plazo en las diversas monedas en las que opera:

Tabla 3. Deuda Financiera del grupo Iberdrola

Deuda (Millones)		
En euros	C/p	2.459
	L/p	16.505
En moneda extranjera	C/p	1.227
	L/p	9.076
		29.269

Fuente: Memoria de Iberdrola (2013)

Con estos datos, ya se puede calcular las ponderaciones dividiendo cada uno de los bloques de financiación entre la suma de ambas magnitudes, obteniendo como resultado que la cantidad de recursos propios representa un 49,7% del total de las fuentes de financiación, y los recursos ajenos un 50,27%.

Tabla 4. Proporciones de Recursos propios y Ajenos del grupo Iberdrola

Deuda	29.269
Recursos Propios(CB)	28.953
Total Recursos	58.222
A	50,27%
B	49,73%

Posteriormente, para el cálculo del **coste de la deuda (Kd)**, a través de la memoria se obtienen los gastos financieros de la empresa y la cantidad de recursos ajenos que tiene la empresa (Deuda que ya se utilizó con anterioridad), dividiendo estos gastos entre la deuda y multiplicándolo por (1-tasa impositiva), se obtiene el coste de la deuda después de impuestos. La tasa impositiva se ha escogido el 25% dado que en España se ha aprobado la reducción de este Impuesto que pagan las empresas del 30% al 25%.

$$Kd = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Deuda}}$$

Tabla 5. Cálculo del coste de la deuda de Iberdrola

Total Gasto Financiero (Millones)	2.120
Deuda	29.269
Kd	7,24%
Tasa impositiva	25,00%
Kd*(1-t)	5,43%

Para estimar el **coste de los recursos propios (Ke)** se utilizará el CAPM, para ello, previamente se tendrán que calcular las magnitudes que incluye dicho método:

Beta

Para el cálculo de la beta, se utilizarán los datos históricos de las cotizaciones diarias de Iberdrola y del Ibex-35, del periodo 2004-2014 y se calculan las variaciones diarias de dichas cotizaciones. Posteriormente se calcula la covarianza de las variaciones diarias de Iberdrola desde el 1 de enero de 2004 con respecto al Ibex-35 y se divide entre la varianza del Ibex-35.

$$Beta = \frac{Cov(Iberdrola, Ibex35)}{Var(Ibex35)}$$

Tabla 6. Cálculo de la beta de Iberdrola

Covarianza	0,000234
Varianza IBEX	0,000222
BETA	1,05

Con ello, se obtiene como resultado que ante variaciones en el Ibex-35, Iberdrola sufrirá las mismas bajadas y subidas, en una proporción un poco mayor.

Prima de Mercado

Para calcular la prima de mercado ($r_m - r_f$), se utiliza la rentabilidad media anual de los diez últimos años, calculada a través de la cotización a cierre de año del Ibex-35. Con esta rentabilidad que es la que se le ha exigido al Ibex-35, mercado que tomamos como referencia, y la rentabilidad que ofreció el bono español a 10 años el 31 de diciembre de 2013 calculamos la prima de mercado. Como resultado se obtiene que dado que la rentabilidad libre de riesgo es un 4,14% y que la rentabilidad de mercado es 7,54%, la prima de mercado es 3,4%:

Tabla 7. Cálculo de la rentabilidad de mercado

RM		
AÑO	COTIZACIÓN	Rentabilidad
2003	7.737	28,17%
2004	9.081	17,37%
2005	10.734	18,20%
2006	14.147	31,79%
2007	15.182	7,32%
2008	9.196	-39,43%
2009	11.940	29,84%
2010	9.859	-17,43%
2011	8.566	-13,11%
2012	7.421	-13,38%
2013	9.917	33,64%
Media		7,54%

Fuente: Bolsa de Madrid y elaboración propia.

Tras el cálculo de las diferentes magnitudes que aparecen en el CAPM, se utilizará la fórmula del CAPM, obteniendo así que el coste de los recursos propios es un 7,72%:

$$Ke = rf + B * (r_m - r_f)$$

Tabla 8. Cálculo del coste de los recursos propios por el CAPM

Rf (bono 10 años español)	4,14%
BETA	1,050740
(rm-rf)	3,40%
Ke (CAPM)	7,72%

Por último, para calcular el coste ponderado de los recursos de capital (Wacc), se realiza una ponderación de los costes anteriormente calculados (Kd y Ke), con las proporciones calculadas al principio del presente apartado (a, b). Resultando un coste igual a 6,58%, si bien hay que decir, que dicho coste está condicionado por las hipótesis que se han mencionado para el cálculo de las magnitudes.

Tabla 9. Cálculo del coste ponderado de los recursos de capital

Ke (CAPM)	7,72%
Kd*(1-t)	5,43%
a	50,27%
b	49,73%
WaCC	6,58%

6.3.2. Flujos de caja libre y Valor Residual

Una vez se ha calculado la tasa a la que se va a descontar los flujos de caja, es necesario realizar una serie de estimaciones en base a las previsiones de mercado y el plan de acción de Iberdrola en el corto/medio plazo del que hablamos anteriormente “Plan estratégico 2014-2016”. Partiendo de esa base, se realizan unas previsiones y estimaciones de las magnitudes que afectan a los flujos de caja de los próximos años.

Para el cálculo del flujo de caja libre recordamos su fórmula a partir del EBIT (resultado antes de intereses e impuestos):

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

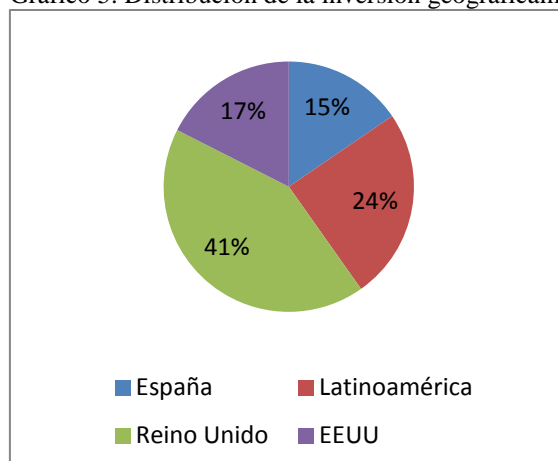
Por lo tanto, es necesario calcular los EBIT para cada uno de los años, el tipo impositivo al que se enfrenta la compañía, las amortizaciones, las variaciones en las necesidades operativas de financiación y el Capex que se realiza tanto para crecimiento como para mantenimiento.

En primer lugar, se estima un Capex de 9.600 millones de € para los próximos 3 años, de los cuales 4.400 millones serán destinados a crecimiento y el resto a mantenimiento y sustitución. Para llevar a cabo un análisis correcto, hay que considerar las inversiones diferenciadas entre los países en los que opera:

- **Reino Unido:** se destinará el 41% del total de la inversión para el crecimiento de los negocios de generación y distribución de energía, y de las renovables.
- **EE.UU:** otro 17% se destinará al crecimiento del negocio de redes y la creación de nuevos parques eólicos.
- **Latinoamérica:** se destinará el 24% principalmente para estimular el crecimiento hidráulico en Brasil y de generación en México.
- **España:** el 15% destinado en España se dedicará al mantenimiento y mejora de las instalaciones.

Esta distribución de la inversión se puede ver reflejada en el siguiente gráfico:

Gráfico 5. Distribución de la inversión geográficamente



Fuente: Informe Integrado de Iberdrola (2013) y elaboración propia.

A raíz de las previsiones de inversión para los próximos años, se ha estimado la tasa de crecimiento para las ventas de los diferentes países:

Tabla 10. Tasa de crecimiento geográficamente del grupo Iberdrola para el 2014-2016

	Tasa de crecimiento 2014-2016	
España	-2% (2014)	1%
Reino Unido		4%
EEUU		3%
México		3%
Brasil		3%
Resto		2%

Para España se ha considerado sólo un 1% (-2% en 2014) anual debido al incumplimiento de las expectativas por los cambios en el entorno regulatorio que se describieron con anterioridad en el apartado 6.2. Para EEUU, México y Brasil en los que se realizará una inversión moderada, se ha estimado una crecimiento del 3% anual. Por último, dada la elevada inversión en Reino Unido, se asocia un incremento de al menos un 4% anual. Con estos crecimientos, se calculan las ventas totales de Iberdrola en los próximos 3 años y su variación anual, dando como resultado un incremento de las ventas de alrededor de un 2% anual, dato inferior al estimado por Iberdrola (4%) principalmente por el mal comportamiento de las renovables en España.

Tabla 11. Evolución de las ventas de Iberdrola y su estimación para el periodo 2014-2016

	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Ventas (MM€)	34.201	32.807	33.110	33.897	34.709
Crecimiento			0,9%	2,3%	2,4%

Fuente: Memorias de Iberdrola y elaboración propia.

En siguiente lugar, dado que uno de los objetivos de Iberdrola es maximizar la eficiencia de sus instalaciones, y que es capaz de acceder en el mercado mayorista a precios competitivos, la estructura de costes de la compañía será aproximadamente la misma. Por lo tanto, el margen

EBITDA permanecerá constante a los niveles de 2013, Con este margen, se obtiene unos EBITDAS superiores a 7.000 millones de € para el periodo 2014-2016:

Tabla 12. Evolución y estimación del EBITDA para el periodo 2014-2016 y su margen con respecto a las ventas

	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Ebitda (Millones)	7.727	7.205	7.272	7.444	7.623
Ebitda/Ventas	0,23	0,22	0,22	0,22	0,22

En cuanto a la Amortización, debido a ese aumento de activos derivado de las inversiones del grupo, ésta, aumentará en torno a un 1% anual durante los próximos tres años. Si se le resta al EBITDA anteriormente cálculo esta amortización, obtenemos un EBIT de:

Tabla 13. Evolución y estimación del EBIT de Iberdrola para el periodo 2014-2016

	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Ebit (Millones)	4.711	4.470	4.509	4.654	4.805

Para la aplicación del impuesto, hay que tener en cuenta que como ya se dijo con anterioridad a la hora de calcular el coste de los recursos de capital, el impuesto sobre sociedades en España se va a reducir al 25%. Esta reducción se hará por etapas mostrándose en la tabla siguiente los tipos a aplicar a cada año:

Tabla 14. Tasa de impuestos aplicable a cada ejercicio

	2014	2015	2016
T	30,00%	28,00%	25,00%

Ya sólo faltaría estimar las variaciones de las necesidades operativas de financiación, sin embargo, si uno se fija en el NOF histórico de los últimos dos años, como resultado podrá ver que Iberdrola no tiene necesidades operativas de financiación o éstas, son iguales o cercanas a cero. Por lo tanto, ya se puede realizar la estimación de los flujos de caja con las estimaciones realizadas, dando como resultado:

Tabla 15. Estimación de los flujos de caja libre de Iberdrola para el periodo 2014-2016

	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Ebitda (Millones)	7.727	7.205	7.272	7.444	7.623
Amortización (Millones)	3.016	2.735	2.762	2.790	2.818
Ebit(Millones)	4.711	4.470	4.509	4.654	4.805
Ebit(1-t)	3.297	3.129	3.156	3.351	3.604
Amortización	3.016	2.735	2.762	2.790	2.818
Inc. de Nof (Millones)		1.467	-450	0	0
Capex (Millones)			3.200	3.200	3.200
FCL			3.168	2.941	3.221

Sólo faltaría calcular el valor residual de la compañía para poder aplicar el DFC, éste, se calcula a través del último flujo de caja que se puede estimar, en este caso, 3.221 millones de €. Posteriormente, se capitaliza a la tasa de crecimiento a perpetuidad (g), esta tasa de crecimiento, se ha estimado en un 1,5% debido a que se espera que hasta 2050, el crecimiento de la demanda de energía se incremente moderadamente. Una vez estimada esta g, se tienen todos los datos necesarios para calcular el Valor Residual, resultando este:

$$VR = \frac{FCL_{2016}(1 + g)}{Wacc - g}$$

Tabla 16. Estimación del Valor residual de la compañía Iberdrola

	2016
FCL	3.221
WaCC	6,58%
G	1,50%
VR	64.351

Para la obtención del valor de la compañía hace falta descontar los flujos de caja y el valor residual calculados con anterioridad al coste de los recursos de capital, de esta forma se obtiene un valor de la compañía de unos 61.374 millones de €:

$$Valor\ de\ la\ compañía = \frac{FCL1}{(1 + wacc)^1} + \frac{FCL2}{(1 + wacc)^2} + \frac{FCL3 + VR}{(1 + wacc)^3}$$

Para saber qué valor tendría una acción de Iberdrola, a ese valor de la compañía habría que deducirle la deuda financiera neta (28.053 millones de €) que tiene y las minorías (42 millones de €). De esta forma se obtiene que el valor de los recursos propios es 33.279 millones de €, por lo que sólo faltaría dividirlo entre el número de acciones (6.240 millones) para calcular el valor de cada una de ellas:

Tabla 17. Estimación del precio objetivo de Iberdrola por el DFC

Valor de la compañía	61.374
DFN	28.053
Minorías	42
Valor de los recursos propios	33.279
Precio objetivo	5,33

Por lo tanto, por el descuento de flujo de caja con las estimaciones que se han realizado, el precio objetivo de cada una de las acciones debería ser de 5,33€.

6.3.3. Análisis de sensibilidades

En este apartado, se realizará una contrastación del precio objetivo, obtenido en función de variaciones en diferentes magnitudes que afectan en el cálculo del DFC. En primer lugar, se ha realizado un estudio de las variaciones en el coste ponderado de los recursos de capital (wacc) y en la tasa de crecimiento a futuro (g). En este sentido, nos sale un precio objetivo, que si quisiéramos ser conservadores diríamos que oscila entre 4,48€ y 6,37€ por acción. Aunque si se utilizaran nuestras estimaciones sería de 5,33€ como resultara evidente:

Tabla 18. Análisis de sensibilidad del precio objetivo de Iberdrola con respecto al Wacc y la g

		G				
		1,10%	1,30%	1,50%	1,70%	1,90%
Wacc	5,98%	5,81	6,22	6,65	7,13	7,66
	6,28%	5,21	5,57	5,95	6,37	6,82
	6,58%	4,68	4,99	5,33	5,70	6,10
	6,88%	4,20	4,48	4,78	5,11	5,46
	7,18%	3,77	4,02	4,29	4,58	4,89

En siguiente lugar, y dado que Iberdrola prevé una disminución de la deuda financiera neta y las necesidades de inversión son muy elevadas para el periodo, se ha realizado una análisis de sensibilidad en función a estas variables, en el que, si las expectativas de Iberdrola son correctas y realmente reducen la deuda financiera neta en unos 3.000 millones de €, el valor de la acción de Iberdrola se situaría en 5,81€ ceteris paribus. Si bien como se realizó con el anterior, se podría decir que el precio de la acción se situará en torno a los 3,83€ y 6,84€ por acción. Aunque según el análisis se obtenga un 5,33€ y si tenemos en cuenta la posible reducción de la DFN podría estar en torno a los 5,8€ por acción.

Tabla 19. Análisis de sensibilidad del precio objetivo de Iberdrola con respecto al CAPEX y DFN

		CAPEX				
		11.600	10.600	9.600	8.600	7.600
DFN	22.053	4,25	5,27	6,29	7,32	8,34
	25.053	3,77	4,79	5,81	6,84	7,86
	28.053	3,29	4,31	5,33	6,36	7,38
	31.053	2,81	3,83	4,85	5,88	6,90
	34.053	2,33	3,35	4,37	5,39	6,42

6.3.4. Contrastación de resultados

En este apartado, se va a contrastar el valor obtenido por el DFC con los obtenidos por diferentes múltiplos históricos de Iberdrola y por los de las comparables (Gas Natural y Endesa). Dependiendo de los múltiplos es probable que se obtenga uno u otro resultado:

Histórico Iberdrola

Para el cálculo del precio objetivo mediante el método de los múltiplos históricos, se ha realizado un promedio del valor de dicho múltiplo para el periodo comprendido entre 2009 y 2013, posteriormente, con los datos actuales y despejando se obtiene dicho precio objetivo:

- **PER:** con los datos históricos de los PER, se obtiene que el PER medio de Iberdrola durante los últimos años ha sido de 12,2 veces, con esto y teniendo en cuenta que el beneficio por acción (BPA) de Iberdrola en 2013 es de 0,40 € por acción, se obtiene que según este método el precio de la acción de Iberdrola debería situarse en 4,8€, valor que es inferior al 5,33€ resultado del método del descuento de flujos de caja.

Tabla 20. PER histórico de Iberdrola para el periodo 2009-2013

PER					
2009	2010	2011	2012	2013	Promedio Histórico
12,35	11,10	14,77	10,56	11,98	12,2

Tabla 21. Precio Objetivo Iberdrola según el PER histórico

PER	12,2
BPA	0,40
P objetivo	4,8

- **EV/SALES:** con los datos históricos del EV/SALES, se obtiene que el EV/SALES medio de Iberdrola durante los últimos años ha sido de 1,98 veces, con esto y teniendo en cuenta que las ventas de Iberdrola en 2013 fueron 32.807 millones de €, se obtiene que según este método el valor de Iberdrola debería situarse en 64.894 millones de €. A dicho valor se le debe restar la deuda financiera neta y los minorities para obtener el valor de los recursos propios, para posteriormente dividir entre el número de acciones y se obtiene que el precio objetivo de la acción de Iberdrola según el múltiplo EV/SALES histórico debería ser 5,9€. Este valor, es superior al precio obtenido por el método del DFC (5,33€).

Tabla 22. EV/SALES histórico de Iberdrola para el periodo 2009-2013

EV/sales					
2009	2010	2011	2012	2013	Promedio Histórico
2,51	2,03	2,11	1,58	1,66	1,98

Tabla 23. Precio Objetivo Iberdrola según el EV/SALES histórico

Ev/sales	1,98
Sales (millones de €)	32.807
Ev (millones de €)	64.894
DFN (millones de €)	28.053
Minorities (millones de €)	42
Nº acciones (millones)	6.240
P objetivo	5,9

- EV/EBITDA:** con los datos históricos del EV/EBITDA, se obtiene que el EV/EBITDA medio de Iberdrola durante los últimos años ha sido de 8,3 veces, con esto y teniendo en cuenta que el EBITDA de Iberdrola en 2013 fue 7.205 millones de €, se obtiene que según este método el valor de Iberdrola debería situarse en 60.102 millones de €. A dicho valor se le debe restar la deuda financiera neta y los minorities para obtener el valor de los recursos propios, para posteriormente dividir entre el número de acciones y se obtiene que el precio objetivo de la acción de Iberdrola según el múltiplo EV/EBITDA histórico debería ser 5,1€. Este valor, es inferior al precio obtenido por el método del DFC (5,33€)

Tabla 24. EV/SALES histórico de Iberdrola para el periodo 2009-2013

Ev/Ebitda					
2009	2010	2011	2012	2013	Promedio Histórico
9,6	8,2	7,9	7,2	7,7	8,3

Tabla 25. Precio Objetivo Iberdrola según el EV/EBITDA histórico

Ev/EBITDA	8,3
EBITDA (millones de €)	7.205
Ev (millones de €)	60.102
DFN (millones de €)	28.053
Minorities (millones de €)	42
Nº acciones (millones)	6.240
P objetivo	5,1

- P/BV:** con los datos históricos del P/BV, se obtiene que el P/BV medio de Iberdrola durante los últimos años ha sido de 1 vez, con esto y teniendo en cuenta que el patrimonio neto de Iberdrola en 2013 es de 35.361 millones de €, se obtiene que según este método el precio de la acción de Iberdrola (se divide por el número de acciones) debería situarse en 5,7€, valor que es superior al 5,33€ resultado del método del descuento de flujos de caja.

Tabla 26. P/BV histórico de Iberdrola para el periodo 2009-2013

P/BV					
2009	2010	2011	2012	2013	Promedio Histórico
1,3	1,1	1,1	0,7	0,7	1,00

Tabla 27. Precio Objetivo Iberdrola según el P/BV histórico

P/BV	1,0
Patrimonio Neto (millones de €)	35.361
Valor de los recursos propios (millones de €)	35.418
Nº acciones (millones)	6.240
P Objetivo	5,7

Si se observan los resultados obtenidos por los múltiplos históricos de Iberdrola, el resultado medio de dichos múltiplos sería bastante cercano al obtenido por el DFC, 5,38 €/acción vs 5,33 €/acción. Si bien, el rango de los múltiplos oscila entre [4.8, 5.9], siendo prudentes, sería una buena estimación el precio objetivo del DFC de 5,33. Aunque, si se quisiera ser prudente se podría decir que el precio objetivo estará entre los 4,8 y los 5,9 €/acción.

Comparables (Gas Natural y Endesa)

Antes de calcular los ratios de las comparables, es necesario decidir que empresas van a ser estas comparables, en el caso de Iberdrola, se decide utilizar Gas Natural y Endesa debido a que la actividad a la que se dedican es considerablemente similar y porque tienen un volumen de actividad semejante como podemos ver a continuación:

Tabla 28. Ventas históricas (2009-2013) de Iberdrola y sus comparables.

	Ventas (millones de €)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Gas Natural	14.875	19.630	21.076	24.904	24.969
Iberdrola	25.892	30.431	31.648	34.201	32.808
Endesa	24.433	29.558	30.827	32.284	29.677

Posteriormente, analizaremos cada uno de los ratios por comparables por separado, para intentar detectar las razones de las desviaciones en los usos de los ratios:

- **PER:** este método es posiblemente el que más cuadre con la valoración por el DFC y por el de múltiplos históricos de Iberdrola. Debido a que tienen una relación entre el precio de la acción y del beneficio por acción entorno a las 13 veces las comparables y 12 veces Iberdrola, incluso en este sentido podríamos decir que Iberdrola está un poco infravalorada. Utilizando la media de los PER de las comparables (13,1) y con el beneficio por acción de Iberdrola de 2013 (0,40€/acción) obtenemos un precio objetivo

mediante el PER por comparables de 5,20€ por acción. Este valor, es inferior al obtenido por el DFC de 5,33€.

Tabla 29. Comparativa del PER de Iberdrola y sus comparables en 2013.

PER	2013
Iberdrola	12,0
Gas Natural	13,0
Endesa	13,2

Tabla 30. Precio objetivo Iberdrola según PER comparables

PER	13,1
BPA	0,40
P objetivo	5,2

- **P/BV**: : con los datos de las comparables en 2013 del P/BV, se obtiene que el P/BV medio de las comparables es de 1,02 vez, con esto y teniendo en cuenta que el patrimonio neto de Iberdrola en 2013 es de 35.361 millones de €, se obtiene que según este método el precio de la acción de Iberdrola (se divide por el número de acciones) debería situarse en 5,8€, valor que es superior al 5,33€ resultado del método del descuento de flujos de caja.

Tabla 31. P/BV de las comparables en 2013

P/BV	
Empresa	2013
Gas Natural	1,25
Endesa	0,79
Media	1,02

Tabla 32. Precio Objetivo Iberdrola según el P/BV comparables

P/BV	1,02
Patrimonio Neto	35.361
Valor de los recursos propios	36.071
Nº acciones	6.240
P Objetivo	5,8

Posteriormente, se ha realizado un estudio de la evolución del múltiplo de Iberdrola y sus comparables para el periodo 2009-2013, observándose una reducción de éste en el tiempo, debido principalmente por el aumento que ha sufrido el patrimonio neto en dicho periodo.

Tabla 33. Evolución histórica del múltiplo P/BV de Iberdrola y sus comparables.

	P/BV				
	2009	2010	2011	2012	2013
Gas Natural	1,1	0,8	0,9	0,9	1,2
Endesa	1,2	1,2	1,0	0,7	0,8
Iberdrola	1,3	1,1	1,1	0,7	0,7

Tabla 34. Evolución histórica de los recursos propios de Iberdrola y sus comparables.

	Recursos propios (millones de €)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Iberdrola	29.030	31.663	33.208	34.084	35.361
Gas Natural	12.177	12.974	14.441	14.879	15.010
Endesa	18.960	23.164	24.679	26.369	26.769

- **EV/EBITDA:** con los datos de las comparables del EV/EBITDA, se obtiene que el EV/EBITDA medio de las comparables en el 2013 ha sido de 5,43 veces, con esto y teniendo en cuenta que el EBITDA de Iberdrola en 2013 fue 7.205 millones de €, se obtiene que según este método el valor de Iberdrola debería situarse en 39.087 millones de €. A dicho valor se le debe de restar la deuda financiera neta y los minorities para obtener el valor de los recursos propios, para posteriormente dividir entre el número de acciones y se obtiene que el precio objetivo de la acción de Iberdrola según el múltiplo EV/EBITDA de las comparables debería ser 1,8€. Este valor, es muy inferior al precio obtenido por el método del DFC (5,33€).

Tabla 35. EV/EBITDA de las comparables en 2013

EV/EBITDA	
Empresa	2013
Gas Natural	6,53
Endesa	4,32
Media	5,43

Tabla 36. Precio Objetivo Iberdrola según el EV/EBITDA comparables

EV/EBITDA	5,4
EBITDA (millones de €)	7.205
EV (millones de €)	39.087
DFN (millones de €)	28.053
Minorities (millones de €)	42
Nº acciones (millones)	6.240
P objetivo	1,8

Esta discrepancia en el precio objetivo obtenido conlleva la necesidad de hacer un estudio histórico de este múltiplo, como resultado se observa que históricamente Iberdrola ha tenido un múltiplo superior al resto.

Tabla 37. Evolución histórica del múltiplo EV/EBITDA de Iberdrola y sus comparables.

	EV/EBITDA					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Gas Natural	5,3	8,8	6,6	6,6	5,8	6,5
Endesa	5,7	5,9	4,8	3,8	3,8	4,3
Iberdrola	9,5	9,6	8,2	7,9	7,2	7,7

Para averiguar a que es debido, estudiamos cada uno de los componentes del múltiplo. En primer lugar, el EBITDA de Iberdrola y Endesa es relativamente igual, mientras que el de Gas Natural es considerablemente inferior.

Tabla 38. Evolución histórica del EBITDA de Iberdrola y sus comparables.

	EBITDA (Millones de €)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Gas Natural	3.937	4.477	4.645	5.080	5.085
Iberdrola	6.815	7.528	7.651	7.727	7.205
Endesa	7.228	7.474	7.265	7.005	6.720

Por otro lado, el valor de la empresa se divide entre el valor de los Recursos Propios (Capitalización Bursátil) y la Deuda Financiera Neta, y como podemos ver en las siguientes tablas, tanto la Capitalización Bursátil y la Deuda Financiera Neta de Iberdrola es superior al de Gas Natural y Endesa. Por lo tanto, históricamente a Endesa con un EBITDA igual al de Iberdrola, ha cotizado con un valor inferior al de Iberdrola. Esto puede ser debido a las mejores expectativas futuras que pueden tener los inversores sobre Iberdrola que sobre Endesa. Lo mismo se puede extrapolar a Gas Natural en función de las proporciones.

Tabla 39. Evolución histórica de la capitalización bursátil de Iberdrola y sus comparables.

	CB (millones de €)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Iberdrola	35.033	31.631	28.465	25.753	28.922
Gas Natural	13.905	10.591	13.155	13.589	18.708
Endesa	22.276	28.910	23.797	18.051	21.250

Tabla 40. Evolución histórica de la deuda financiera neta de Iberdrola y sus comparables.

	DFN (millones de €)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Gas Natural	20.918	19.103	17.294	15.998	14.659
Iberdrola	28.513	29.460	31.705	30.324	28.053
Endesa	18.562	15.336	11.002	8.778	4.286

- **EV/SALES:** con los datos de las comparables del EV/SALES, se obtiene que el EV/SALES medio de las comparables en el 2013 ha sido de 1,49 veces, con esto y teniendo en cuenta que las ventas de Iberdrola en 2013 fueron 32.807 millones de €, se obtiene que según este método el valor de Iberdrola debería situarse en 48.892 millones de €. A dicho valor se le debe de restar la deuda financiera neta y los minorities para obtener el valor de los recursos propios, para posteriormente dividir entre el número de acciones y se obtiene que el precio objetivo de la acción de Iberdrola según el múltiplo EV/SALES de las comparables debería ser 3,3€. Este valor, es muy inferior al precio obtenido por el método del DFC (5,33€).

Tabla 41. EV/SALES de las comparables en 2013

EV/Sales	
Empresa	2013
Gas Natural	1,38
Endesa	1,60
Media	1,49

Tabla 42. Precio Objetivo Iberdrola según el EV/SALES comparables

EV/Sales	1,5
Sales (millones de €)	32.807
EV (millones de €)	48.882
DFN (millones de €)	28.053
Minorities (millones de €)	42
Nº acciones (millones)	6.240
P objetivo	3,3

Esta discrepancia en el precio objetivo obtenido, conlleva la necesidad de hacer un estudio histórico de este múltiplo, como resultado se observa que históricamente Iberdrola ha tenido un múltiplo superior al resto.

Tabla 43. Evolución histórica del múltiplo EV/Ventas de Iberdrola y sus comparables.

	EV/Ventas				
	2009	2010	2011	2012	2013
Gas Natural	1,8	1,2	1,3	1,1	1,4
Iberdrola	2,5	2,1	1,9	1,7	2,0
Endesa	1,7	1,8	1,6	1,4	1,6

Analizando las ventas de las empresas y de los recursos expuestos en el múltiplo EV/EBITDA obtenemos un resultado similar al del múltiplo EV/EBITDA que se ha analizado con anterioridad. Y es que Iberdrola está cotizando un valor superior a Endesa con unas ventas relativamente iguales, por lo que podría ser debido a que los inversores consideran que Iberdrola tiene mayores expectativas de crecimiento.

Tabla 44. Evolución histórica de las ventas de Iberdrola y sus comparables.

	Ventas				
	2009	2010	2011	2012	2013
Gas Natural	14.875	19.630	21.076	24.904	24.969
Iberdrola	25.892	30.431	31.648	34.201	32.808
Endesa	24.433	29.558	30.827	32.284	29.677

Para finalizar con la contrastación de resultados mediante el método de los múltiplos, se ha realizado un cuadro resumen en el que se recoge los diferentes precios objetivos teniendo en cuenta los diferentes múltiplos y diferenciados entre los múltiplos históricos y por comparables. A cada una de las secciones se le ha realizado una media en la que se puede ver que según los múltiplos históricos el resultado 5,38€ se acerca a aquel otorgado por el DFC 5,33€. Mientras que por el método de comparables el resultado es 4€ muy alejado al del DFC por lo mencionado en los apartados anteriores, en donde se concluye que Iberdrola puede ser vista por los inversores con un mayor potencial que sus comparables (Endesa y Gas Natural). Si se excluyen esos dos múltiplos que alteran el estudio (EV/EBITDA y EV/SALES) se obtiene un valor medio en torno a 5,5€ por acción, valor mucho más cercano al obtenido por el DFC.

Tabla 45. Resumen de los precios objetivos de Iberdrola según los múltiplos.

	Precio Objetivo	
	Comparables	Histórico
PER	5,2	4,8
EV/Sales	3,3	5,9
P/BV	5,8	5,7
Ev/EBITDA	1,8	5,1
Media	4,0	5,38

7. Conclusiones/Recomendación

En este apartado, vamos a realizar una breve síntesis de las conclusiones alcanzadas con el estudio de la compañía Iberdrola, para posteriormente realizar nuestra recomendación sobre el precio de la acción en el mercado. Hay que tener en cuenta que la actividad de Iberdrola se concentra en negocios regulados (75%) y que su diversificación internacional (60% fuera de España) le permite no depender de la situación

económica en la que se encuentre un solo país. Además, esta diversificación se realiza en diversos continentes minimizando el riesgo climático para el caso de la línea de negocio de las renovables. Sin embargo, Iberdrola depende de entornos regulatorios cambiantes que pueden afectar tanto positiva como negativamente a su resultado, siendo el más reciente el caso de las energías renovables en España, que ha causado estragos en la cuenta de resultados. Este cambio regulatorio, es una de las principales razones por las que creo conveniente mantener la acción, que aunque a corto plazo pueda tener un efecto negativo, al ser relativamente estables por un periodo de tiempo, el efecto de este cambio regulatorio se diluirá en el medio plazo.

Por otro lado, el cambio regulatorio en las energías renovables y redes en Reino Unido tendrán un impacto positivo que, además, incentivan las inversiones. Menos clara es la situación de la actividad de Iberdrola en Latinoamérica, en la que los cambios de la reforma aún no se saben si van a afectar al sector eléctrico y en qué medida lo harán.

Otro de los aspectos negativos de Iberdrola que me ha llevado a realizar esta recomendación de mantener las acciones de Iberdrola, es el hecho de que estén intentando solventar una de las pocas debilidades que se le pueden achacar, ésta es la situación financiera de la empresa. Y es que, comparado con sus competidores más próximos, posee un apalancamiento y una deuda financiera superior a éstos, que no se trasladan a mayores resultados de explotación. Sin embargo, el hecho de que quieran reducir la deuda financiera neta puede llevar a aumentar el precio objetivo de la acción aproximadamente un 7 % (5,8€), lo que permitiría obtener un potencial de crecimiento de un 2% con respecto al precio actual de la acción.

Mediante la valoración del DFC obtenemos un precio objetivo del 5,33€, un 5% inferior al precio actual de la acción. Sin embargo, hay que tener en cuenta que este precio objetivo lleva asociado una gran variedad de estimaciones que en este análisis, se han estimado a la baja con respecto a las propias estimaciones que había realizado la propia empresa sobre su futuro. Realizando un análisis de sensibilidad sobre las variables del coste ponderado de los recursos de capital y el crecimiento a eternidad de la empresa, obtenemos que el precio objetivo se

Mantener

Precio Objetivo: 5,33€

Último Precio (25/07/2014):
5,607€

Potencial Bajista: 5%



encuentra entre el rango de 4,5€ y 6,4€, rango en el que se encuentra el valor actual de la compañía.

Por otro lado, la contrastación realizada por el método de los múltiplos históricos de Iberdrola (5,4€) nos aporta una visión más clara de que el precio objetivo estimado por el DFC es el correcto. Además, utilizando los múltiplos de las comparables nos encontramos antes el mismo resultado, si bien, cabe destacar que se ha puesto de relevancia que tanto Gas Natural como Endesa parecen tener peores expectativas que Iberdrola, dado que por los múltiplos EV/EBITDA y EV/SALES obtienen unos múltiplos inferiores.

Otros aspectos macroeconómicos para pensar que Iberdrola puede crecer en un futuro son las necesidades de generación eléctrica que serán necesarios en los próximos 20 años, estas necesidades se duplicarán, necesitando una inversión considerable durante esos años, en torno a las 4,5 billones de €. Por lo que, Iberdrola se enfrenta a una etapa de crecimiento que hace creer que su valor vaya a subir. Además, los países en los que centra su actividad tienen una previsión de su Producto Interior Bruto superiores al 2% anual para los próximos 35 años:

- España: 1,9%
- Estados Unidos: 2,4%
- Reino Unido: 2,2%
- Brasil: 4,3%
- México: 4,8%

Por todas las razones anteriormente mencionadas, aunque el precio objetivo por el método del DFC de la acción se encuentra un 5% por debajo del precio actual, recomendamos mantener la acción dado que Iberdrola estima que al menos, retribuirá a las acciones con 0,27€ por acción, lo que a día de hoy sería de en torno al 5% de rentabilidad, rentabilidad muy difícil de encontrar en el mercado. Además, como ya mencionamos anteriormente hemos realizado estimaciones a la baja por los malos resultados obtenidos por la división de renovables en España, si bien el consenso de analistas del mercado estima que esta situación mejorará.

8. Futuras líneas de Investigación

Este trabajo deja abierta la puerta a futuras investigaciones, dado que como se expuso con anterioridad, en el desarrollo del marco conceptual se resumen las investigaciones en ciertos ámbitos. Por lo tanto, se podrían hacer diversos trabajos de investigación posteriores tanto a nivel descriptivo como a nivel empírico:

- **Trabajos de Investigación Descriptivos**: entre los trabajos de este ámbito podrían encontrarse en los temas que se expusieron cuando se habló de las limitaciones a las que se enfrenta esta investigación:
 - **CAPM**: se podrían hacer estudios sobre el propio CAPM o sobre todos aquellos modelos que son posteriores al CAPM: CCAPM, DCAPM, etc....
 - Otros trabajos podrían centrarse en el estudio de la **Beta**
- **Trabajos de Investigación Empírica**: en cambio en los trabajos empíricos, se podría comprobar si los mercados de valores reflejan en el valor de la acción los fundamentos de ésta, o si por otro lado, la bolsa tiene un comportamiento histórico y emocional como establece el chartismo.

9. Bibliografía

- Blume, M. E., 1971. On The Assessment of Risk. *The Journal of Finance*.
- Blume, M. E., 1975. Betas and Their Regression Tendencies. *The Journal of Finance*, 30(3), pp. 785-795.
- Bolsa de Madrid, 2013. *Bolsa de Madrid*. [Online]
Acceso a la web: <http://www.bolsamadrid.es/>
[Accedido el 14 julio 2014].
- Chen, M-H., 2003. Risk and return: CAPM and CCAPM. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, pp. 369-393.
- Damodaran, A., 2002. In: *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. s.l.:John Wiley & Sons, Inc, pp. 487-532.
- Damodaran, A., 2002. In: *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. s.l.:s.n., pp. 425-449.
- Damodaran, A., 2002. In: *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. s.l.:John Wiley & Sons, Inc, pp. 662-685.
- Damodaran, A., 2011. Equity Risk Premium: Determinants, Estimation and Implications. *Unpublished working paper*.
- Endesa, 2013. *Memoria y Cuentas anuales consolidadas*
- Estrada, J., 2001. The Cost of Equity in Emerging Markets: A Downside Risk Approach. *Unpublished Working Paper*.
- Fama, E. & French, K., 1996. Multifactor Explanation of Asset Pricing Anomalies. *Journal Of Finance*, Issue 51, pp. 55-84.
- Fernández, P., 2008. Métodos de Valoración de Empresas. *Unpublished working paper*, pp. 1-5.
- Fernández, P., 2011. Wacc: Definition and Errors. *Unpublished working paper*.
- Fernández, P., 2013. Are Calculated Betas Worth for Anything. *Unpublished working paper*.
- Fernández, P., 2013. La prima de Riesgo Del Mercado: Histórica, esperada, exigida e implícita. *Unpublished working paper*.
- Fernández, P., 2013. Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories. *Unpublished working paper*.
- Fernández, P. & Carabias, J. M., 2013. The Danger of Using Calculated Betas. *Unpublished working paper*.
- Gas Natural, 2013. *Memoria y Cuentas anuales consolidadas*



Hope, C. A., 2002. Finding a Realistic Cost of Capital. *Bank Accounting & Finance*, Volume 16, p. 27.

Iberdrola, 2013. *Memoria y Cuentas anuales consolidadas*

Iberdrola, 2014. *www.iberdrola.com*. [Online]

Acceso a la web: <http://www.iberdrola.com>

[Accedido julio 2014].

Instituto Nacional de Estadística, 2014. *www.ine.es*. [Online]

Acceso a la web: <http://www.ine.es/economia/2014/06/17/cnmc-abre-expediente-iberdrola-manipular/1601772.html>

[Accedido el 17 Junio 2014].

Invertia, 2014. *www.invertia.es*. [Online]

Acceso a la web: <http://www.invertia.es>

[Accedido en julio 2014].

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

Marín, J. M. & Rubio, G., 2001. In: *Economía Financiera*. s.l.:Antoni Bosch, pp. 389-412.

Markowitz, H., 1952. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, pp. 77-91.

Martínez, C. E., Ledesma, J. S. & Russo, A. O., 2013. Particularidades del Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital (CAPM) en Mercados Emergentes. *Análisis Financiero*.

Roll, R., 1977. A critique of the Assets Pricing Theory Test: On Past and Potential Testability of the Theory. *Journal of Financial Economics*, Issue 4, pp. 130-175.

Rubio, F., 1987. Capital Asset Pricing Model (CAPM) y Arbitrage Pricing Theory (APT): una nota técnica. *Unpublished working paper*

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

Anexos

Anexo I. Balance de situación de Iberdrola 2013

ACTIVO	Nota	Miles de euros		
		31 de diciembre de 2013	31 de diciembre de 2012 Re-expresado (Notas 2.a y 2.c) (*)	1 de enero de 2012 Re-expresado (Notas 2.a y 2.c) (*)
ACTIVOS NO CORRIENTES:				
Activo intangible	8	17.177.385	19.403.188	20.272.579
Fondo de comercio		7.803.982	8.308.917	8.272.894
Otros activos intangibles		9.373.403	11.094.271	11.999.685
Inversiones inmobiliarias	9	580.744	519.566	523.419
Propiedad, planta y equipo	10	52.760.069	53.422.953	52.406.117
Propiedad, planta y equipo en explotación		48.084.096	48.924.070	45.998.858
Propiedad, planta y equipo en curso		4.675.973	4.498.883	6.407.259
Inversiones financieras no corrientes		3.742.498	2.548.183	2.857.894
Participaciones contabilizadas por el método de participación	12.a	482.428	438.269	764.821
Cartera de valores no corrientes	12.b	817.472	675.353	697.367
Otras inversiones financieras no corrientes	12.d	2.167.319	1.031.142	907.223
Instrumentos financieros derivados	26	275.279	403.419	488.483
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar no corrientes	13	421.557	468.341	538.819
Impuestos diferidos activos	28	6.610.292	4.514.951	4.545.185
		81.292.545	80.877.182	81.144.013
ACTIVOS CORRIENTES:				
Activos mantenidos para su enajenación	19	198.998	215.829	243.494
Combustible nuclear	15	387.649	310.442	327.199
Existencias	16	2.050.604	1.895.831	2.112.572
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar corrientes		5.636.443	6.425.867	6.222.036
Activos por impuestos corrientes	29	232.756	253.028	566.294
Otras cuentas a cobrar a Administraciones Públicas	29	792.282	486.677	290.951
Otros deudores comerciales y otras cuentas a cobrar corrientes	17	4.611.405	5.686.162	5.364.791
Inversiones financieras corrientes		1.135.466	4.047.323	4.876.208
Cartera de valores corrientes	12.c	4.584	130.286	20.116
Otras inversiones financieras corrientes	12.d	871.890	3.401.362	4.097.536
Instrumentos financieros derivados	26	258.992	515.675	758.556
Efectivo y otros medios equivalentes	18	1.709.206	3.043.901	2.091.007
		11.118.366	15.939.193	15.872.516
TOTAL ACTIVO		92.410.911	96.816.375	97.016.529

PATRIMONIO NETO Y PASIVO

		Miles de euros		
		31 de diciembre de 2013	31 de diciembre de 2012 Re-expresado (Notas 2.a y 2.c) (*)	1 de enero de 2012 Re- expresado (Notas 2.a y 2.c) (*)
	Nota			
PATRIMONIO NETO:				
De la sociedad dominante	20	34.584.689	32.882.120	32.029.029
Capital suscrito		4.679.981	4.604.170	4.411.868
Reserva por revaluación de activos y pasivos no realizados		(297.440)	(492.699)	(385.758)
Otras reservas		30.107.507	27.869.848	26.849.733
Acciones propias en cartera		(302.707)	(500.124)	(383.762)
Diferencias de conversión		(2.174.456)	(1.364.168)	(1.207.138)
Resultado neto del ejercicio		2.571.804	2.765.093	2.744.086
De accionistas minoritarios		225.015	324.819	319.927
Obligaciones perpetuas subordinadas		550.814	-	-
		<u>35.360.518</u>	<u>33.206.939</u>	<u>32.348.956</u>
INSTRUMENTOS DE CAPITAL NO CORRIENTES CON CARACTERÍSTICAS DE PASIVO FINANCIERO				
	21	243.607	370.499	467.673
PASIVOS NO CORRIENTES:				
Ingresos diferidos	22	5.696.569	5.785.907	5.229.808
Provisiones		4.248.936	3.928.340	3.426.858
Provisiones para pensiones y obligaciones similares	23	1.458.017	1.902.233	1.372.369
Otras provisiones	24	2.790.919	2.026.107	2.054.489
Deuda financiera		25.922.016	28.851.208	30.453.501
Deuda financiera - préstamos y otros	25	25.581.636	28.428.485	29.872.231
Instrumentos financieros derivados	26	340.380	422.723	581.270
Otras cuentas a pagar no corrientes	27	622.221	515.660	394.992
Impuestos diferidos pasivos	28	8.387.921	9.093.491	9.741.959
		<u>44.877.663</u>	<u>48.174.606</u>	<u>49.247.118</u>
INSTRUMENTOS DE CAPITAL CORRIENTES CON CARACTERÍSTICAS DE PASIVO FINANCIERO				
	21	85.686	106.882	114.664
PASIVOS CORRIENTES:				
Pasivos vinculados con activos mantenidos para su enajenación	19	95.057	83.547	111.797
Provisiones		353.840	434.503	572.964
Provisiones para pensiones y obligaciones similares	23	21.495	6.607	9.361
Otras provisiones	24	332.345	427.896	563.603
Deuda financiera		4.157.082	5.100.773	4.173.951
Deuda financiera - préstamos y otros	25	3.687.440	4.455.617	3.356.269
Instrumentos financieros derivados	26	469.642	645.156	817.682
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar		7.237.458	9.338.626	9.979.406
Acreeedores comerciales	30	4.779.805	6.113.145	6.044.351
Pasivos por impuestos corrientes	29	477.479	617.882	817.837
Otras cuentas a pagar a Administraciones Públicas	29	923.564	394.182	461.925
Otros pasivos corrientes		1.056.610	2.213.417	2.655.293
		<u>11.843.437</u>	<u>14.957.449</u>	<u>14.838.118</u>
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO		<u><u>92.410.911</u></u>	<u><u>96.816.375</u></u>	<u><u>97.016.529</u></u>

Anexo II. Cuenta de Resultados de Iberdrola 2013

			Miles de euros	
Nota	31 de diciembre de 2013	31 de diciembre de 2012 Re-expresado (Notas 2.a y 2.c) (*)		
Importe neto de la cifra de negocios	32	32.807.922	34.201.193	
Aprovisionamientos	34	(20.231.179)	(21.623.130)	
		12.576.743	12.578.063	
Gastos de personal	35	(2.385.640)	(2.390.936)	
Gastos de personal activados	35	494.170	551.318	
Servicios exteriores		(2.316.699)	(2.377.763)	
Otros ingresos de explotación		412.988	548.852	
		(3.795.181)	(3.668.529)	
Tributos	37	(1.576.523)	(1.182.943)	
		7.205.039	7.726.591	
Amortizaciones y provisiones	38	(4.770.326)	(3.349.701)	
BENEFICIO DE EXPLOTACIÓN		2.434.713	4.376.890	
Resultado de sociedades por el método de participación - neto de impuestos	12.a	72.195	(187.542)	
Ingreso financiero	40	828.401	909.351	
Gasto financiero	41	(2.120.396)	(2.119.712)	
Beneficios en enajenación de activos no corrientes	39	32.112	74.481	
Pérdidas en enajenación de activos no corrientes	39	(56.990)	(88.414)	
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS		1.190.035	2.965.054	
Impuesto sobre Sociedades	28	1.423.602	(172.107)	
BENEFICIO NETO DEL EJERCICIO		2.613.637	2.792.947	
Accionistas minoritarios		(16.019)	(27.854)	
Tenedores de obligaciones perpetuas subordinadas	20	(25.814)	-	
BENEFICIO NETO ATRIBUIDO A LA SOCIEDAD DOMINANTE		2.571.804	2.765.093	
BENEFICIO BÁSICO Y DILUIDO POR ACCIÓN EN EUROS	53	0,405	0,430	

	Miles de euros						
	31 de diciembre de 2013			31 de diciembre de 2012 (Re-expresado Nota 2.a) (*)			
	De la sociedad dominante	De accionistas minoritarios	De tenedores de obligaciones perpetuas	Total	De la sociedad dominante	De accionistas minoritarios	Total
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	2.571.804	16.019	25.814	2.613.637	2.765.093	27.854	2.792.947
OTROS RESULTADOS GLOBALES A IMPUTAR A LOS ESTADOS CONSOLIDADOS DE RESULTADOS EN LOS PRÓXIMOS EJERCICIOS							
En reservas por revaluación de activos y pasivos no realizados	166.155	388	-	166.543	(77.828)	831	(76.997)
Variación en la valoración de inversiones disponibles para la venta	76.841	-	-	76.841	(29.381)	-	(29.381)
Variación en la valoración de derivados de cobertura de flujos de efectivo	158.765	554	-	159.319	(74.333)	1.187	(73.146)
Efecto fiscal	(69.451)	(166)	-	(69.617)	25.886	(356)	25.530
En diferencias de conversión	(810.288)	(12.694)	-	(822.982)	(157.030)	(2.416)	(159.446)
TOTAL	(644.133)	(12.306)	-	(656.439)	(234.858)	(1.585)	(236.443)
OTROS RESULTADOS GLOBALES QUE NO SE IMPUTARÁN A LOS ESTADOS CONSOLIDADOS DE RESULTADOS EN LOS PRÓXIMOS EJERCICIOS							
En otras reservas	298.593	-	-	298.593	(409.133)	-	(409.133)
Pérdidas y ganancias actuariales de pensiones	445.160	-	-	445.160	(539.444)	-	(539.444)
Efecto fiscal	(146.567)	-	-	(146.567)	130.311	-	130.311
En reservas por revaluación de activos y pasivos no realizados	29.104	-	-	29.104	(29.113)	-	(29.113)
Variación en la valoración de derivados de cobertura de flujos de efectivo	37.763	-	-	37.763	(36.645)	-	(36.645)
Efecto fiscal	(8.659)	-	-	(8.659)	7.532	-	7.532
TOTAL	327.697	-	-	327.697	(438.246)	-	(438.246)
TOTAL RESULTADO NETO IMPUTADO DIRECTAMENTE EN PATRIMONIO	(316.436)	(12.306)	-	(328.742)	(673.104)	(1.585)	(674.689)
TOTAL RESULTADO GLOBAL DEL PERIODO	2.255.368	3.713	25.814	2.284.895	2.091.989	26.269	2.118.258

Anexo III. Situación Financiera Iberdrola 2013

La deuda financiera pendiente de amortización a 31 de diciembre de 2013 y 2012 y sus vencimientos son los siguientes:

	Miles de euros							
	Deuda financiera a 31 de diciembre de 2013 con vencimiento a							
	Corto plazo		Largo plazo			Total largo plazo		
Saldo a 31.12.12	Saldo a 31.12.13	2014 (*)	2015	2016	2017	2018 y siguientes		
En euros								
Arrendamiento financiero	79.482	75.500	4.446	3.974	4.074	4.299	58.707	71.054
Obligaciones y bonos	15.551.286	13.802.549	1.732.996	1.858.567	1.459.219	2.137.386	6.614.381	12.069.553
Resto de operaciones de financiación	5.920.897	4.792.977	428.340	577.768	1.676.425	211.453	1.898.991	4.364.637
Intereses devengados no pagados	384.796	294.089	294.089	-	-	-	-	-
	21.936.461	18.965.115	2.459.871	2.440.309	3.139.718	2.353.138	8.572.079	16.505.244
En moneda extranjera								
Dólares estadounidenses	4.971.593	4.553.527	791.919	177.645	482.203	152.196	2.949.564	3.761.608
Libras esterlinas	3.840.848	3.704.748	81.355	14.173	13.929	249.228	3.346.063	3.623.393
Reales brasileños	1.905.945	1.840.775	149.384	177.625	314.714	341.656	857.396	1.691.391
Intereses devengados no pagados	229.255	204.911	204.911	-	-	-	-	-
	10.947.641	10.303.961	1.227.569	369.443	810.846	743.080	7.153.023	9.076.392
	32.884.102	29.269.076	3.687.440	2.809.752	3.950.564	3.096.218	15.725.102	25.581.636

(*) A 31 de diciembre de 2013, el saldo de deuda financiera incluye importes equivalentes a 69.640 miles de euros, de disposiciones de líneas de crédito y pólizas de crédito, así como 669.545 miles de euros correspondientes a emisiones de pagarés domésticos y Euro Commercial Paper (ECP).

El desglose del epígrafe “Gasto financiero” de los Estados consolidados del resultado correspondientes a los ejercicios 2013 y 2012 es el siguiente:

	<i>Miles de euros</i>	
	<u>31.12.13</u>	<u>31.12.12</u>
		<i>Re-expresado</i>
		<i>(Notas 2.a y 2.c)</i>
Gastos financieros y gastos asimilados de financiación	1.395.510	1.488.661
Otros gastos financieros y gastos asimilados	92.912	95.407
Instrumentos de capital con características de pasivo financiero (Nota 21)	26.065	41.268
Derivados no de cobertura e ineficacias (Nota 26)	13.334	69.281
Diferencias negativas en moneda extranjera de financiación	202.951	198.915
Otras diferencias negativas en moneda extranjera	258.753	113.553
Actualización financiera otras provisiones (Nota 24)	62.990	54.711
Actualización financiera de las provisiones para pensiones y obligaciones similares (Nota 23)	67.881	57.916
	<u>2.120.396</u>	<u>2.119.712</u>