

Anna Querol Salvat

**ANÀLISI DE LA CREACIÓ DE VALOR EN CINQ
EMPRESSES DE L'IBEX-35**

TREBALL DE FI DE GRAU

Grau de Finances i Comptabilitat



UNIVERSITAT ROVIRA I VIRGILI

Reus

Setembre 2017

ÍNDEX

❖ Resum	2
❖ Abstract	3
❖ Introducció	4
❖ Capítol 1 – Concepte de valor i de creació de valor	
▪ 1.1. Concepte de valor	6
▪ 1.2. Concepte de creació de valor	7
❖ Capítol 2 – Indicadors per a mesurar la creació de valor	
▪ 2.1.1. Índex de Creació de Valor (ICV)	11
▪ 2.1.2. Valor Econòmic Afegit (EVA)	11
▪ 2.1.3. Valor Agregat de Mercat (MVA)	12
▪ 2.1.4. Retorn total per a l'accionista (TSR)	13
▪ 2.1.5. Valor Afegit en Efectiu (CVA)	14
▪ 2.1.6. Rendibilitat de les inversions en base a fluxos de caixa (CFROI)	15
❖ Conceptes que intervenen en els indicadors de creació de valor	
▪ 2.2.1. Cost mig ponderat de capital (WACC)	16
▪ 2.2.2. Rendibilitat econòmica (RE o ROA)	16
▪ 2.2.3. Rendibilitat financera (RF o ROE)	17
▪ 2.2.4. Benefici abans d'interessos i impostos (BAIT) i Benefici net (BN)	18
▪ 2.2.5. Benefici econòmic (BE)	18
❖ Capítol 3 – Orígens de les empreses objectiu d'estudi i anàlisi dels indicadors de creació de valor de cadascuna	
▪ Abertis Infraestructuras, S.A.	19
▪ Iberdrola, S.A.	22
▪ Telefónica, S.A.	26
▪ Acciona, S.A.	30
▪ Industria de Diseño Textil, S.A. (Inditex)	33
❖ Capítol 4 – Comparació entre les cinc empreses objectiu d'estudi	36
❖ Capítol 5 – Comparació entre el període 2000-2007 i el període 2007-2015	
.	41
❖ Conclusions	44
❖ Bibliografia	45

RESUM

Aquest treball consisteix en l'estudi de l'evolució de la creació de valor en cinc empreses que formen part de l'Ibex 35, l'índex borsari de referència d'àmbit espanyol. Aquestes empreses són: Abertis Infraestructuras, S.A., Iberdrola, S.A., Telefónica, S.A., Acciona, S.A. i Industria de Diseño Textil, S.A. Analitzem els seus comptes anuals i les seves cotitzacions en borsa per a saber si aconsegueixen crear valor any rere any.

L'estudi està situat durant setze anys, del 2000 al 2015, ja que així disposem de vuit anys on Espanya es trobava en un període de creixement econòmic (2000-2007) i vuit anys on es trobava en una recessió econòmica (2008-2015), la qual cosa ens permet comparar la incidència que hagi pogut suposar la crisi econòmica en la creació de valor d'aquestes empreses.

En l'actualitat, la creació de valor ha fet un gir en la seva importància empresarial, molts empresaris han canviat els seus objectius d'aconseguir beneficis per l'objectiu de crear valor per als accionistes, i així poder també augmentar la seva rendibilitat.

El desenvolupament del treball consisteix en utilitzar varis indicadors, com són l'Índex de Creació de Valor (ICV), el Valor Econòmic Afegit (EVA), el Valor Agregat de Mercat (MVA), el Retorn total per a l'accionista (TSR), el Valor Afegit en Efectiu (CVA) i la Rendibilitat de les inversions en base a fluxos de caixa (CFROI). Aquests ens permeten calcular si aquesta creació de valor s'està duent a terme o no a través d'uns càlculs amb Excel. I després d'utilitzar els mètodes necessaris, analitzem els resultats obtinguts i els comentem.

A més a més, s'ha realitzat un estudi a través d'unes taules de Contingència utilitzant l'estadístic Chi-Quadrat per a dur a terme l'anàlisi entre els dos períodes objectiu d'estudi, el de creixement econòmic i el de recessió, i així poder veure si realment la crisi econòmica ha afectat en la creació de valor de les empreses.

Una vegada obtinguts els resultats del nostre anàlisi, es podrà veure que realment hi ha una diferència en la creació de valor entre el període de creixement econòmic i el de recessió i a més a més, es veurà que la creació de valor no depèn només dels beneficis d'una entitat, sinó de molts altres factors.

ABSTRACT

This report is about an analysis of the evolution of value creation in five companies which are included in Ibex 35, the reference indicator of Spain. These companies are Abertis Infraestructuras, S.A., Iberdrola, S.A., Telefónica, S.A., Acciona, S.A. and Industria de Diseño Textil, S.A. We analyse their annual accounts and their stock quotes to find out if they can create value year after year.

The study is located between sixteen years, from 2000 to 2015. We have eight years when Spain was in a period of economic growth (2000-2007) and eight years in an economic recession (2008-2015), which allows us to compare the incidence that could have caused the economic crisis in the creation of value of these companies.

Nowadays, the creation of value has changed in the business importance, many businessmen have changed their goals of achieving benefits for the purpose of creating value for stakeholders, and also being able to increase their profitability.

The development of the report consists in using several indicators which will allow us to calculate if this value creation is being carried out or not through calculations with Excel. The indicators are Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Total Shareholder Return (TSR), Cash Value Added (CVA), Cash Flow Return on Investment (CFROI) and Value Creation Index (ICV). And after using the necessary methods, we analyse the results obtained and we discuss them.

In addition, this study has been carried out through “Contingency tables” using “Chi-Quadrat” statistics to perform the analysis between the two objective study periods, the economic growth and the recession. We will be able to see if the economic crisis has affected the creation of value for companies.

After we obtain the results of our analysis, we will be able to see that there is a real difference in the creation of value between the period of economic growth and the period of recession. In addition, we will be able to see that the creation of value does not depend only on the benefits of a company, but the effects of many other factors.

INTRODUCCIÓ

Aquest treball consisteix en l'estudi de l'evolució de la creació de valor en cinc empreses que formen part de l'Ibex 35. De la totalitat de les empreses que formen part d'aquest, les estudiades en el treball són concretament:

- Abertis Infraestructuras, S.A.
- Iberdrola, S.A.
- Telefónica, S.A.
- Acciona, S.A.
- Industria de Diseño Textil, S.A. (Inditex)

L'Ibex-35 és el principal índex borsari de la borsa espanyola, aquest és va iniciar oficialment el 14 de gener de 1992. L'índex és elaborat per la BME (Bolsas y Mercados Españoles) i el formen les 35 empreses amb més liquiditat que cotitzen al SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Electrónico) dintre de les borses espanyoles.

Les noves empreses i les que ja no en formen part, són escollides per el grup d'experts anomenat CAT (Comité Asesor Técnico). Les entitats que formen part de l'Ibex-35 estan ponderades per capitalització borsària, per tant, no totes hi tenen el mateix pes.

L'objectiu d'aquest treball és dur a terme un anàlisi sobre l'evolució de la creació de valor de les diferents empreses i també esbrinar si les empreses espanyoles més importants han sofert alguns canvis en el seu valor de mercat durant la crisi que ha patit el país.

Aquest estudi està dividit en cinc capítols diferents. En el primer capítol hi trobem una explicació teòrica de que s'entén per valor i per creació de valor segons varis autors. En el segon capítol és realitza una explicació dels indicadors utilitzats per a dur a terme la part pràctica d'aquest treball i la seva formulació. En tercer lloc hi trobem l'anàlisi dels resultats d'aquests indicadors per a cadascuna de les entitats i seguidament un anàlisi general de les cinc empreses en el seu conjunt. Per a finalitzar, s'ha realitzat un estudi a través d'unes taules de Contingència utilitzant l'estadístic Chi-Quadrat per a dur a terme l'anàlisi entre els dos períodes, el de creixement econòmic i el de recessió.

Les principals dades numèriques d'aquest treball han estat extretes de la pàgina oficial de la Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV) i de la pàgina web El Economista, on hi hem trobat els Comptes Anuals de les empreses objectiu d'estudi i les seves cotitzacions respectivament.

L'elecció d'aquest tema per al Treball de Final de Grau es deu a que la creació de valor és un aspecte molt important en l'actualitat de les empreses i resulta interessant poder estudiar les formes de càlcul d'aquesta i la seva evolució.

La motivació que du a fer aquest treball és que, tot i els esforços de les empreses per a crear valor, aquest pot canviar d'un dia per l'altre tant sols amb la publicació d'una notícia, fent caure les seves accions en picat i així també la seva valoració.

La creació de valor és un tema subjectiu, per a molts experts una empresa pot tenir molt de valor i per a d'altres que aquest sigui nul, depenent del tipus d'entitat en el que ells hi tinguin posat l'interès.

Al realitzar aquest treball, les assignatures que més s'han relacionat amb la seva elaboració han estat Anàlisi de dades financeres i Inversió i Finançament, ja que són les matèries que més s'han centrat en els temes d'aquest estudi durant els cursos realitzats.

En referència a les competències del grau de Finances i Comptabilitat, aquest treball m'ha permès conèixer els diferents tipus d'entitats que es troben en el mercat, utilitzar els meus coneixements per cercar informació adequadament, analitzar i interpretar els estats comptables de qualsevol entitat i també fer servir eines matemàtiques apreses durant el curs acadèmic.

CAPÍTOL 1 – CONCEPTE DE VALOR I CREACIÓ DE VALOR

1.1. CONCEPTE DE VALOR

Per a definir el concepte de valor, segons la tesis doctoral *“Un análisis empírico de la creación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores”* de Julio Tellez, una de les primeres persones en reflexionar sobre el concepte de valor va ser el filòsof Aristòtil, a través de l'intercanvi de béns, interpretava les diferents maneres que tenien les persones per a adquirir-los. (Tellez, 2015, pàg. 9)

Per altra banda, de la *“Teoría del valor”* de Carl Menger extraïem que el valor dels béns es produeix quan hi ha una necessitat més gran sobre un bé en comparació amb la quantitat que hi ha realment d'aquest. Per tant, el significat de valor és la importància que obtenen els béns per a nosaltres quan som conscients que depenem d'ells per a satisfer les nostres necessitats. Un bé té valor quan la necessitat d'aquests és major que la quantitat disponible d'ells. En la situació contrària, un objecte perd valor quan hi ha més quantitat disponible de la que realment es necessita. (Menger, 1996, pàg. 17-18)

El valor que s'atribueix a un bé també pot ser erroni i canviant depenent de les necessitats que es tinguin sobre aquest. Si hi ha molta quantitat d'un bé, aquest no té gaire valor, però en el moment que es torna un bé escàs, el seu valor pot augmentar considerablement. (Menger, 1996, pàg. 22)

Realment la importància que els béns tenen per a nosaltres és una significació figurada i metafòrica, aquesta importància solament depèn del grau de necessitat que creiem tenir cap a aquest bé. (Menger, 1996, pàg. 41)

Amb referència al valor dels objectes, es pot observar que aquest no depèn de l'esforç que s'hagi realitzat per adquirir-lo, hi ha béns amb molt de valor que no ha suposat cap esforç aconseguir-los, tot depèn de la necessitat que es té d'aquest, per molt que sigui fàcil la seva realització. (Menger, 1996, pàg. 44)

De les línies de Maital a *“Coste, precio, valor. Cómo analizar y gestionar mejor el triangulo del beneficio”* extraïem que la idea central entre els tres pilars de cost, preu i valor, els directius coincideixen que el més important és el valor. Això és degut a que una reducció de costos no influeix en la millora dels teus beneficis si realment aquests

béns no són valorats en el mercat, ja que no es pagarà el preu que hi estableixis. (Maital, 1995, pàg. 34)

Per a Maital, el valor és la utilitat que els compradors dels béns creuen obtenir amb aquests i el preu és el que paguen per ells. Conèixer el cost és fàcil perquè és objectiu i es basa en dades, però conèixer el valor és més complicat perquè és subjectiu i és molt difícil definir-lo. (Maital, 1995, pàg. 22, 36)

La principal diferència entre el preu i el valor és que un mateix producte només té un preu però pot tenir diferents valors per a les persones. Un bé pot ser molt important per a uns, i insignificant per a d'altres, però tots dos en pagaran el mateix preu.

Així bé, en les línies d'opinió que ens cedeix Julio Bonmatí en el seu article *“El valor de una empresa y la creación de valor de esa empresa”* ens identifica el valor d'una empresa com el conjunt d'elements, materials, immaterials i humans que integren o constitueixen l'empresa, però també hi afegeix les expectatives de beneficis que l'empresa pot tenir en un futur. Ressalta que l'objectiu de les empreses abans era aconseguir més beneficis, i ara és l'obtenció d'aquest valor. (Bonmatí, 2011, pàg. 10)

1.2. CONCEPTE DE CREACIÓ DE VALOR

A partir dels anys 80, la supervivència de les empreses canvia i passa a convertir-se en la necessitat de desenvolupar avantatges competitiu que li permetin oferir productes de més qualitat, a més baix preu, en terminis de temps més curts i mantenint relacions adequades amb els empleats, els clients i els proveïdors, per a així, poder afavorir el terme anomenat creació de valor. (AECA, 2016, pàg. 9)

Per a aconseguir aquests avantatges, les solucions han de ser valuoses, que puguin ser renovables per a mantenir-les a llarg termini i de difícil substitució. Com ens indica l'autor, una de les solucions més valuoses és una empresa amb coneixement en tots els seus departaments i capaç de d'afrontar les novetats en tecnologia i productes. Per tant, el principal actiu en una empresa són els seus treballadors. (AECA, 2016, pàg. 9)

Abans d'arribar al període dels anys vuitanta i noranta la importància dels accionistes era escassa, aquests no tenien gaire influència en les decisions de les empreses, només hi aportaven el seu capital i n'esperaven els beneficis. A partir d'aquest interval de temps, hi ha hagut un canvi, els accionistes cada cop tenen un paper més important en les decisions empresarials gràcies a l'aparició de la creació de valor en les empreses.

És per això, que en la majoria de països s'ha incrementat l'atenció de les empreses en la valoració que el mercat en fa d'elles. (Tellez, 2015, pàg. 5)

A més a més, en molts casos, aquest valor adquirit serveix per a mesurar el bon desenvolupament que tenen els directius en la seva feina. Com a conseqüència, els factors ens porten a la incorporació d'un nou objectiu financer fixat en la creació de valor per als accionistes, que fins i tot actualment trobem situat en els comptes anuals de les empreses. (Tellez, 2015, pàg. 5)

Aquesta nova incorporació d'objectius ha afectat sobretot a les empreses més grans on la negociació d'aquests actius ha passat a ser una de les seves activitats principals que els permet comprar altres societats per a fer créixer el seu grup d'empreses.

Els factors que ens han dut a aquest canvi en la visió empresarial principalment són la gran globalització que han patit les empreses i la gran millora en les tecnologies de la informació que ens permeten saber de tot en qualsevol moment i amb molta més rapidesa que anteriorment. Aquests punts permeten a l'accionista facilitar els estudis realitzats sobre les empreses i així augmentar la competitivitat entre aquestes.

Els inversors no busquen només una inversió que els aportï dividendes o que el valor de la seva acció sigui elevat, sinó que també busquen perspectives de creixement en l'empresa en si. (Tellez, 2015, pàg. 11)

Per això, les noves accions de les empreses no són considerades només com a un valor per a l'empresa, sinó que, fins i tot, es consideren com a mitjans de pagament. Per exemple, una de les realitzacions més comunes, és la donació d'accions de l'empresa en més de fer un pagament en efectiu. Això és degut a que cada cop més empreses realitzen una aportació econòmica més gran només destinada a aquest factor, augmentar el seu valor empresarial.

Entre un dels factors que segons Rappaport (1998) motiven a la gerència a centrar-se en la creació de valor, una de les tàctiques que s'utilitza per a que la gerència de l'empresa s'involucri en aquesta millora és fer-la formar part de l'accionariat i així tenir els mateixos interessos que la resta de partícips. Totes aquestes tàctiques porten a una preocupació per la visió a llarg termini on es puguin finançar les noves inversions amb aquests accionistes. (Tellez, 2015, pàg. 14-15)

En l'article de Pablo Fernández, relaciona la creació de valor per als accionistes quan la rendibilitat d'aquests supera la rendibilitat exigida per les accions, per tant, el cost d'aquestes. A part, també la relaciona amb l'augment de valor pels accionistes per sobre de les expectatives creades. (Fernández, 2005, pàg. 16-17)

En relació amb un dels indicadors més importants per a mesurar la creació de valor que analitzarem a continuació, l'EVA (Economic Value Added), el redactor de l'article opina que cap mesura basada en dades comptables pot tenir a veure amb la creació de valor per a l'accionista, ja que aquesta es tracta simplement d'expectatives i no pot mesurar-se d'aquesta forma. (Fernández, 2005, pàg. 19)

Per part de Bonmatí, en la creació de valor identifica el problema de càlcul en que sempre s'hi troba alguna variable subjectiva de la que no pots obtenir una quantificació exacta. Per altra banda, segons l'autor, quan el benefici supera el cost dels recursos implicats, es crea valor. (Bonmatí, 2011, pàg. 11)

A més a més, en el text "Estrategias y medición de la creación de valor para el accionista" d'Altair, ens diu que el valor només depèn del que esperem que passi en un futur, d'expectatives. El problema que s'estableix és la dificultat de no conèixer el futur amb certesa, per tant, sempre s'hi troba un factor risc. (Milla, A; Martínez, D, pàg. 11)

D'aquest escrit també extraïem els 10 conceptes claus de la creació de valor per a l'accionista, que són els següents: (Milla, A; Martínez, D, pàg. 12-15)

1. En l'entorn empresarial actual, per creació de valor per a l'accionista entenem crear la màxima riquesa per a aquests.
2. El valor d'un negoci depèn de les expectatives que es creïn sobre aquest, dels seus fluxos de caixa futurs. Per a mesurar-lo és necessari estimar el valor d'aquest a l'inici i al final del període.
3. El valor i la creació de valor no són el mateix, una empresa pot tenir molt de valor respecte a les empreses del mateix sector, però tot i així, no estar creant valor perquè el pot estar minorant.
4. Per a poder mesurar la creació de valor és necessari calcular el rendiment per a l'accionista i la rendibilitat exigida per aquests, és a dir, el Cost de Capital. En aquest cas, el rendiment ha de ser més gran a la rendibilitat exigida.
5. La creació de valor per a l'accionista no va relacionada amb la millora de la situació de l'empresa, sinó simplement en que el rendiment sigui més gran que les expectatives creades, encara que aquest no es reflecteixi en els resultats comptables.

6. L'augment de beneficis no va relacionat amb l'increment de la creació de valor, ja que, per exemple, quan una empresa augmenta les seves despeses en I+D està disminuint el seu benefici a curt termini però a està augmentant la seva creació de valor en aquell mateix moment.
7. Un dels criteris utilitzats habitualment per les entitats és el Valor Actual Net (VAN) perquè mesura el valor que s'espera que es creï.
8. El mètode del descompte de fluxos, que serveix per a calcular el valor actual de les rendes monetàries futures, és de difícil valoració ja que dur a terme unes previsions raonables de fluxos futurs és complicat.
9. Els elements que fan créixer més l'augment de valor per als accionistes són l'augment de valor de les accions i el repartiment de dividends.
10. Alguns dels indicadors, els quals anomena incomplets, els veurem a continuació i són els següents: ROI, ROE, EVA, CVA, MVA, CFROI, TSR.

Gràcies a aquest fort increment en l'interès per a la creació de valor en les empreses, s'han hagut de crear indicadors que ens permetessin relacionar aquesta valoració amb cadascuna de les empreses.

Però per altra banda, un dels inconvenients que aquests ens mostren és que es calculen a partir de la informació comptable de l'empresa mentre que el valor de les accions i la futura creació de valor només són expectatives.

CAPÍTOL 2 - INDICADORS PER A MESURAR LA CREACIÓ DE VALOR

Per a realitzar aquest estudi sobre la creació de valor, utilitzem els índex que es detallen a continuació.

2.1.1. ÍNDEX DE CREACIÓ DE VALOR

En el llibre “La dirección estratégica de la empresa” de Luis Ángel Guerras i José Emilio Navas se’ns explica que l’índex de creació de valor és un indicador que ens serveix per a comparar el valor de mercat de l’empresa amb el valor teòric comptable. Quan aquest indicador té un valor més gran a 1, vol dir que l’empresa està creant valor perquè el preu que li donen els seus accionistes és un valor més elevat del que val materialment, és un valor afegit immaterial.

La forma de calcular aquest indicador és la següent:

$$\text{Índex creació de valor} = \frac{\text{Valor de mercat dels Fons Propis}}{\text{Valor comptable Fons Propis}}$$

2.1.2. Valor econòmic afegit (EVA)

Segons “Un análisis empírico de la creación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores” l’indicador EVA (Economic Value Added) és un dels més utilitzats per a fer càlculs sobre la creació de valor de les empreses, va ser registrat en aquesta denominació a l’any 1991 per la consultora Stern Stewart & Company. Aquest, és considerat com un dels millors indicadors sobre el valor que tenen les accions en el mercat degut a que ens mostra els canvis teòrics de millora o empitjorament que poden patir. Es creu que explica millor aquests canvis en comparació amb altres mesures financeres més tradicionals.

Per altra banda, segons l’article “Un análisis de la relación entre creación de valor y variables de marketing en el sector turístico español” realment les primeres referències bibliogràfiques es troben en el llibre de Alfred Rappaport del 1986. Stewart, el creador d’aquest indicador, el va proposar com una mesura que tenia com a objectiu maximitzar la riquesa del propietari.

Podríem dir que l’EVA mesura aquesta creació a través d’una diferència entre els guanys que l’empresa té comptablement, com el BAIDT, i un paràmetre de mercat WACC que ens mostra el costos dels capitals que hi ha invertits per a generar aquest

augment de valor. Serien els guanys que obtenen els inversors en compensació del risc al que han estat exposats.

El que ens indica un EVA positiu és que l'empresa ha creat valor, però sense saber quina és aquesta quantitat creada. En canvi, un EVA negatiu, al contrari, l'empresa es incapaç de cobrir els seus costos mitjos i per tant no pot crear valor.

Segons l'article "Un análisis de la relación entre creación de valor y variables de marketing en el sector turístico español" l'EVA es calcula de la següent forma:

$$EVA = BAIDT - (Deutes_{t-1} + Recursos Propis_{t-1}) \times WACC$$

- ✚ BAIDT: Benefici de les activitats ordinàries de l'empresa abans d'interessos i després d'impostos.
- ✚ $Deutes_{t-1}$: Valor dels deutes de l'empresa en l'any anterior al que estem estudiant menys valor de l'Hacienda Pública Acreedora.
- ✚ $Recursos Propis_{t-1}$: Valor del Recursos Propis de l'empresa en l'any anterior al d'estudi.
- ✚ WACC: Cost Mig Ponderat del Capital, el que és una mitjana entre el cost dels fons propis i el cost dels deutes que suporta l'empresa, veurem el seu càlcul posteriorment.

A través de les dades ara mostrades, podem observar que l'EVA és una diferència entre els beneficis de l'empresa i la retribució que els inversors esperen guanyar.

Per altra banda, un dels inconvenients que ens presenta aquest indicador és que en el seu càlcul no es tenen en compte les expectatives futures d'aquest, sinó que s'utilitzen dades actuals i d'anys anteriors i això fa que el càlcul sigui amb una creació de valor que no serà futura, sinó que ja està passant.

2.1.3. VALOR AGREGAT DE MERCAT - MVA

Segons l'article "Estrategias y medición de la creación de valor para el accionista" aquest indicador també va ser registrat, com l'EVA, per Stern Stewart & Company. El Valor Agregat de Mercat està definit per l'actualització de l'EVA en l'any d'estudi a través del

Cost de Capital en els anys posteriors, el que es considera que és l'avantatge que obté sobre l'EVA, les expectatives de creixement que té l'empresa en relació amb el valor de les accions. Per tant, podríem dir que pretén mesurar la creació de valor acumulada en una empresa

Aquest excés que ens proporcionen els resultats en fer l'operació és el que l'empresa guanya de més gràcies a les gestions realitzades i les valoracions que se li han fet des de l'exterior de l'empresa.

Com en el cas de l'article "Un análisis empírico de la creación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores", es considera que el MVA pot mesurar la capacitat de la gerència en dur a terme les seves tasques, valorant que si el preu de les accions s'eleva en el mercat, ells estant duent a terme una correcta gestió de les seves funcions.

Un dels inconvenients que algunes empreses troben en aquest indicador és que com es tenen en compte els valors de l'empresa en el mercat, les empreses més petites o que no cotitzen en borsa no poden utilitzar-lo.

El MVA, com ens indica el primer article que hem esmentat amb anterioritat, el calculem de la següent manera:

$$MVA = \sum_{t=0}^n \frac{EVA}{(1 + WACC)^n}$$

✚ EVA: Valor econòmic afegit, calculat amb anterioritat.

✚ WACC: cost mig ponderat del capital, veurem el seu càlcul posteriorment.

2.1.4. RETORN TOTAL PER A L'ACCIONISTA - TSR

Com podem extreure de l'article "Un análisis empírico de la creación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores" aquest indicador ens mesura la rendibilitat que obté l'accionista durant un any després de fer la seva inversió en aquestes accions. Com podem observar en la fórmula que veiem a continuació, es tracta

d'una combinació entre el preu de l'acció a principi i final d'any i els dividends que s'han obtingut d'aquestes.

Es considera que aquesta rendibilitat mesura la creació de valor perquè són els guanys que obtens en invertir en aquesta empresa, si no augmenta el preu de les seves accions, no està creant valor en el seu conjunt.

La fórmula que ens permet calcular aquest indicador és la següent:

$$TSR = \frac{(Preu_1 + Dividends) - Preu_0}{Preu_0}$$

✚ $Preu_1$ = Preu de les accions a final d'any.

✚ $Preu_0$ = Preu de les accions a principi d'any.

✚ $Dividends$ = Dividends que es reparteixen durant l'any, extrets dels comptes anuals de l'empresa.

Aquest indicador no té en compte cap tipus de valor comptable, només segueix els valors de mercat. Com podem extreure de l'article, "Estrategias y medición de la creación de valor para el accionista", és important valorar el canvi en el preu de les accions a més dels dividends perquè hi ha moltes empreses que no en reparteixen i només podem estudiar la seva millora amb aquests canvis en els preus.

El TSR també serveix per a mesurar l'impacte de les decisions que pren l'empresa i que l'afectaran en un llarg termini de temps, ja que si després d'aquesta les accions augmenten el seu valor en borsa, voldrà dir que amb altes probabilitats, aquesta decisió haurà semblat encertada per als que hi inverteixen.

2.1.5. VALOR AFEGIT EN EFECTIU - CVA

Segons l'article "Análisis de la creación de valor en las agencias de viaje en España" el valor afegit en efectiu ens indica respecte al capital que hi ha invertit en l'empresa, la rendibilitat que n'obtenim extraient els costos que aquest ens comporta. Com més gran és aquest valor, més rendibilitat n'obtenim.

$$CVA = Capital\ invertit \times (CFROI - WACC)$$

- ✚ Capital invertit = Capital que s'ha invertit en l'empresa en un moment inicial, és el Capital Social.
- ✚ CFROI: rendibilitat de les inversions en base a fluxos de caixa, veiem el seu càlcul en l'apartat següent.
- ✚ WACC = cost mig ponderat del capital, explicat posteriorment.

2.1.6. CFROI – RENDIBILITAT DE LES INVERSIONS EN BASE A FLUXOS DE CAIXA

Aquest indicador és una mesura semblant a la TIR, on la incògnita és la taxa d'actualització WACC, que posteriorment compararem amb el cost mig ponderat de capital que calcularem en el següent apartat.

Per a poder fer aquest càlcul extraïem la informació de l'article “Estrategias y medición de la creación de valor para el accionista” i utilitzem les dades següents:

$$CFROI = \sum_{t=0}^n \frac{FCF}{(1+WACC)^t} = 0$$

- ✚ FCF: és la suma de la caixa generada per les operacions (CGO) i de les inversions corrents de l'empresa(IC).
- ✚ CGO: Benefici abans d'interessos i després d'impostos + despeses financeres + amortització comptable.
- ✚ IC: Immobilitzat de l'empresa compost per els terrenys, les construccions i altres actius fixos i les existències.
- ✚ WACC: Cost mig ponderat de capital de l'empresa.

El càlcul del CFROI consistirà en igualar a zero el sumatori dels FCF dividint-los per aquesta incògnita WACC per a tots els anys d'estudi.

2.2. CONCEPTES QUE INTERVENEN EN ELS INDICADORS DE CREACIÓ DE VALOR

2.2.1. COST MIG PONDERAT DEL CAPITAL - WACC

Com podem extreure de l'article "Estrategias y medición de la creación de valor para el accionista", el Cost mig ponderat del capital mesura la mitjana dels costos per a les fonts de finançament que té l'empresa, el cost dels fons propis i el cost dels deutes. Per a poder fer aquesta mitjana és necessari saber quins són els dividends que reparteix l'empresa, el valor dels seus fons propis, les despeses financeres i el seu passiu, l'import de l'Impost de Societats, i els deutes amb les entitats financeres.

La fórmula per a realitzar el càlcul és la següent:

$$WACC = \frac{K_e \times E + K_d \times (1 - t) \times D}{E + D}$$

- ✚ Ke = Cost dels Recursos Propis, rendibilitat exigida a les accions, que són els dividends que aquesta ha de repartir.
- ✚ E = Valor teòric dels Fons Propis
- ✚ Kd = Cost del deute, serà el quocient entre les despeses financeres i el passiu financer de l'entitat.
- ✚ T = Tipus impositiu, considerem que és l'Impost de Societats actual, el 30%.
- ✚ D = Valor de mercat del deute, són els deutes amb les entitats financeres a curt i a llarg termini de l'any d'estudi.

La funció d'aquest indicador no és mesurar la creació de valor de l'empresa, sinó que ens facilita el càlcul de la resta d'indicadors ja que necessitem aquest cost mig ponderat del capital.

2.2.2. RENDIBILITAT ECONÒMICA – RE o ROA

La rendibilitat econòmica mesura la capacitat que té l'empresa per a generar beneficis amb els seus actius totals. La informació que ens aporta aquesta rendibilitat és de molta importància, tant per als agents externs, com són les entitats financeres o els proveïdors, com per als accionistes. Com més alt sigui aquest valor, molt millor tant per a l'empresa com per als accionistes, com més alt, més rendible i més valor estarà creant l'empresa.

Podríem dir que aquesta rendibilitat ens indica el benefici que obtenim per cada euro invertit en aquesta empresa. Per tant, si obtinguéssim un 15% de rendibilitat, estaríem obtenint un benefici de 15€ sobre 100€.

La forma de calcular-la és la següent:

$$\text{Rendibilitat Econòmica} = \frac{BAIT}{\text{Passiu Financer} + \text{Recursos Propis}}$$

- ✚ BAIT: Benefici abans d'impostos.
- ✚ Passiu financer: extret dels comptes anuals.
- ✚ Recursos propis: extret dels comptes anuals.

2.2.3. RENDIBILITAT FINANCERA – RF o ROE

La rendibilitat financera, també anomenada rendibilitat del capital propi, mesura la rendibilitat dels accionistes i propietaris de l'empresa. Aquest rendiment ens indica els guanys que obté l'inversor al apostar per aquella entitat i invertir-hi els seus diners, el que és la capacitat dels fons propis per a generar beneficis. Com més alt es aquest valor, millor. Com en la rendibilitat econòmica, si obtenim un 15% de rendiment, estarem obtenint 15€ per cada 100€ invertits.

Es calcula de la següent forma:

$$\text{Rendibilitat financera} = \text{Rend. econòmica} + \frac{\text{Passiu Financer}}{\text{Recursos Propis}} \times (\text{Rend. econòmica} - i)$$

- ✚ Rendibilitat econòmica: calculada anteriorment.
- ✚ Passiu financer: extret dels comptes anuals.
- ✚ Recursos propis: extret dels comptes anuals.
- ✚ i: cost del deute, que són les despeses financeres dividides per el passiu financer.

2.2.4. BENEFICI ABANS D'INTERESSOS I IMPOSTOS - BAIT i BENEFICI NET – BN

Els beneficis els extraiem del comptes anuals de cada empresa. Com més alts siguin aquests valors en relació a la dimensió de l'empresa, millor, ja que voldrà dir que l'empresa és més rendible i per tant, crearà més valor.

2.2.5. BENEFICI ECONÒMIC

El benefici econòmic és el benefici comptable menys el valor comptable que tenen les accions per el Cost dels Fons Propis. Com en tots els beneficis, com més alt és aquest valor, més favorable per a l'empresa i els accionistes.

La forma de calcular-ho, com ens indica el llibre titulat “Creación de valor para los accionistas” de Pablo Fernández, és la següent:

$$BE = \text{benefici comptable} - (\text{valor comptable accions} \times Ke)$$

- ✚ Benefici comptable: és el benefici abans d'interessos i després d'impostos que es mostra en els comptes anuals.
- ✚ Valor comptable accions: és el preu de les accions oficialment en els llibres de l'empresa.
- ✚ Ke: és el cost que tenen els Fons Propis de l'empresa, la rendibilitat exigida a les accions.

Com podem observar en la fórmula, aquest indicador també barreja paràmetres comptables, com el benefici i el valor de les accions, amb un paràmetre de mercat, el cost dels Fons Propis (Ke). Més endavant, quan tinguem els resultats, veurem que aquest Benefici econòmic obté els mateixos valors que el Benefici abans d'interessos i impostos que ens mostren els comptes anuals.

CAPÍTOL 3 – ORIGENS DE LES EMPRESES OBJECTIU D'ESTUDI I ANÀLISI DELS INDICADORS DE CREACIÓ DE VALOR PER A CADASCUNA

Un cop analitzats en els apartats anteriors els conceptes de creació de valor i les formules de càlcul dels principals indicadors per verificar la seva creació en les empreses, a continuació en fem una aplicació pràctica a cinc empreses que formen part de l'Ibex-35 de la borsa espanyola, en el període 2000-2015, i són les següents:

- Abertis Infraestructuras, S.A.
- Iberdrola, S.A.
- Telefónica, S.A.
- Acciona, S.A.
- Industria de Diseño Textil, S.A. (Inditex)

3.1. Abertis Infraestructuras, S.A.

Abertis Infraestructuras, S.A. va ser creada a l'any 2003 i actualment es dedica a la gestió d'autopistes i infraestructures de telecomunicacions. Va ser l'empresa que va construir i gestionar les primeres autopistes de peatge espanyoles arribant a gestionar més de 8600 kilòmetres de vies. La visió d'Abertis és ser l'operador líder mundial en la gestió d'infraestructures al servei de la mobilitat i les comunicacions. De moment, ara és present a 14 països d'Europa, Amèrica i Àsia. La majoria dels seus ingressos provenen fora del país, són de França, Brasil i Xile.

La seva missió és promoure i gestionar de forma sostenible i eficient, contribuir al desenvolupament de les infraestructures de la societat en harmonia amb el benestar dels nostres empleats i la creació de valor a llarg termini per als nostres accionistes.

Abertis cotitza a la Borsa espanyola i forma part del selectiu índex Ibex-35, així com dels índexs internacionals FTS Eurofirst 300 i Standard & Poor's Europe 350.

Els valors que vol complir Abertis són:

- Una direcció responsable i de confiança que busqui solucions per al desenvolupament d'infraestructures mitjançant un diàleg i col·laboració.
- Adaptació a les necessitats dels clients amb innovació i una millora contínua.

A continuació es realitza l'anàlisi amb els diferents índex de la creació de valor i s'obtenen els resultats que ara s'estudien.

En el primer gràfic situat en l'annex, el número 1, es pot observar l'evolució de l'índex de creació de valor. Abertis augmenta el seu valor durant tots els anys perquè obté uns valors superiors a 1 en la relació entre el valor de mercat i el valor comptable. Aquests resultats són molt positius ja que demostren que l'empresa sempre té un valor en les cotitzacions més alt que el seu valor en llibres. L'any més destacable seria el 2007 on arriba fins a un valor de 4058,12€, el més alt registrat. El resultat més baix es registra el primer any, però igualment és un bon resultat que no s'allunya gaire del millor aconseguit.

Al gràfic 2 es poden observar els valors calculats de l'EVA d'aquesta entitat. Aquest, des del 2000 al 2015 presenta en tots els anys un valor positiu, això indica que l'empresa durant aquests 15 anys ha creat valor. Com més alt és aquest import, més gran ha estat aquesta creació de valor, per tant, els anys que l'entitat ha augmentat més la seva valoració han estat el 2011, on va obtenir un EVA de 1.911.192,41 € i al 2015, on va ser de 683.488,28 €.

Aquest augment de l'indicador l'any 2011 i 2015 és causat principalment per el gran augment de benefici que aconsegueix l'entitat respecte a la resta d'anys objectiu d'estudi.

Si ens fixem en el Valor Agregat de Mercat (MVA), com es tracta d'una millora en el càlcul del EVA, veiem que també obté tots els resultats positius durant aquests anys, per tant, l'empresa està creant valor contínuament en aquest període.

L'any més destacable seria el 2011, on arribem fins a un MVA amb un valor de 8.726.193,76 €, que està molt per sobre del següent valor més elevat. Com ja hem esmentat abans, té una relació directa amb l'EVA, i per tant, l'any més important també va ser aquest. L'any en que l'empresa crea menys valor és el 2013, però tot i així segueix entre els valors més grans a zero.

Per part dels càlculs realitzats en l'indicador del Retorn Total per a l'accionista (TSR), i com veiem en el gràfic 4, no és positiu en tot el període, això vol dir que l'accionista ha perdut diners en la inversió d'alguns anys.

Aquesta entitat no reparteix dividendes durant els quinze anys d'estudi, per tant, el retorn de l'accionista se centra solament en el canvi en els preus de les accions, tots els beneficis que pot obtenir l'accionista.

Durant els anys 2007, 2008, 2010, 2011, 2012 i 2015, els accionistes al invertir en aquestes accions, van perdre-hi diners, ja que si les mantenien durant tot un any, al final el que obtenien era un preu de venda més baix del que havien comprat en un principi.

En canvi, la resta d'anys obtenien un retorn positiu en el que, si venien les accions, hi guanyaven diners. L'any en el que obtenien un retorn més elevat per vendre aquestes accions va ser al 2004 amb un 40,26% i al 2005 amb un 36,88%, uns valors molt elevats.

La rendibilitat de les inversions en base a fluxos de caixa, l'indicador CFROI, si el comparem amb el WACC, gràfics 5 i 6 que trobem en l'annex, veiem que durant els anys estudiats és més petita en tots els casos. Això ens indica que no traiem suficient rendiment com per superar aquest Cost de Capital, tot i així, aquesta dada no és del tot exacta ja que la igualtat no dóna exactament 0 en cap dels casos analitzats.

El WACC per a la majoria d'anys té uns valors situats entre el 2% i el 5%, el que està dintre del normal. L'any més destacat és el 2011 on va arribar fins a un 10,66% degut a que el cost dels Recursos Propis, el repartiment dels dividends, va ser d'una quantitat molt elevada respecte a la resta d'anys.

El valor afegit en efectiu d'Abertis, l'indicador CVA, és negatiu durant els catorze anys estudiats. Si observem la taula de dades situada en l'annex, no podem obtenir els resultats per als últims dos anys per falta d'informació. Aquest valor és negatiu perquè en cap moment el CFROI aconsegueix ser més gran que el WACC. Per tant, amb aquestes dades, tot i que no són del tot exactes, deduiríem que no obtenim una rendibilitat del capital invertit en l'empresa a causa del resultat negatiu en aquest indicador. La dada més destacable és la caiguda del 2011, deguda al gran augment en el Cost de Capital d'Iberdrola.

De la rendibilitat econòmica d'Abertis, també anomenada ROA, n'extraïem que és una empresa molt rendible, ja que la rendibilitat més baixa és de un 2,53% i la resta són més elevades. El que ens indica aquesta ROA és que aquesta empresa crearà valor perquè serà rendible durant tots els anys d'estudi. L'any més destacat és el 2011, on va ascendir fins a un valor del 32,26% de rendibilitat, un valor excessivament elevat i molt favorable per a l'empresa. La causa d'aquesta pujada tant forta, va ser el gran augment en els beneficis de l'empresa aquell any.

La rendibilitat financera, també anomenada ROE, és positiva tots els anys menys el 2014, on va descendir fins a un valor negatiu del 0,34%. Aquest descens en la rendibilitat

va ser a causa perquè aquest mateix any es va registrar la rendibilitat econòmica més baixa i alhora un dels costos del deute més elevats.

La resta dels anys la ROE tenia uns valors favorables i elevats situats entre el 4% - 15% de rendibilitat i ens indicava que l'empresa era rendible i que podia crear valor. L'any 2012 també va ser menys rendible, però continuava estant en valors positius.

Com en la rendibilitat econòmica, l'any amb el valor més destacat és el 2011 on arriba fins a un 71,52%, un valor molt elevat i encara més destacable que en la econòmica.

Per part dels beneficis d'Abertis, situada la seva evolució en el gràfic 9, és destacable per a la creació de valor que tots els anys s'obtinguin valors positius, el que és molt favorable i dóna confiança als accionistes per a seguir invertint-hi.

Tenint en compte els resultats de tots aquests indicadors, on l'índex de creació de valor, el EVA, el MVA, el WACC, la ROA, la ROE i els beneficis són favorables tots els anys, i només són desfavorables el TSR, el CFROI i el CVA, d'aquest anàlisi extraiem que Abertis és una empresa molt propensa a crear valor.

D'aquest anàlisi n'extraiem que és probable que els inversors segueixin apostant per aquest opció, ja que el CFROI i el CVA, dos dels indicadors amb resultats negatius, no són unes dades 100% fiables perquè són inexactes.

El retorn total per a l'accionista és normal que obtingui valor positius i negatius perquè el valor de les accions és molt canviant al llarg dels anys, per tant, no són uns resultats preocupants per a l'empresa i la resta d'indicadors són favorables per a aquesta.

3.2. IBERDROLA, S.A.

Iberdrola és una multinacional líder en el sector energètic, produeix i subministra energia per a prop de 100 milions de persones, la seva seu està situada a Bilbao. Actualment s'ha posicionat entre una de les productores amb l'energia més neta, on les emissions són gairebé zero.

La responsabilitat social i l'activitat empresarial d'Iberdrola està formada per els seus pilars bàsics, que, per ara, són el desenvolupament sostenible i el benestar de les persones. Per a poder complir aquests objectius ha fet ús del seu creixement en la creació de valor, el compliment dels compromisos establerts amb els seus grups

d'interès, com són els accionistes, els clients i els proveïdors, i també de la transparència en tota la seva informació.

Per altra banda, és fonamental la incorporació als "Objectius del Desenvolupament Sostenible" que van ser definits per les Nacions Unides per a dur-se a terme entre el període 2015-2030 per a aconseguir millorar la sostenibilitat.

La missió d'Iberdrola, com es detalla en la seva pàgina web, situada en la bibliografia del treball, és la següent:

"La nostra missió és crear valor de manera sostenible en el desenvolupament de les nostres activitats per a la societat, ciutadans, clients, treballadors, accionistes i altres grups d'interès, sent el grup multinacional líder en el sector energètic que presta un servei de qualitat mitjançant l'ús de fonts energètiques respectuoses amb el medi ambient, que innova, que encapçala el procés de transformació digital en el seu àmbit d'activitat, que està compromès amb la lluita contra el canvi climàtic a través de tota la seva activitat empresarial, amb el dividend social i amb la generació d'ocupació i riquesa en el seu entorn, i que considera els seus empleats un actiu estratègic. En aquest sentit, fomentem el seu desenvolupament, formació i mesures de conciliació, afavorint un bon entorn de treball i la igualtat d'oportunitats. Tot això, en el marc de la nostra estratègia de responsabilitat social i de compliment de les normes tributàries."

Per altra banda, els valors que vol seguir Iberdrola són:

- Creació de valor sostenible
- Principis ètics com la transparència i el bon govern corporatiu
- El desenvolupament del nostre equip humà
- Compromís social i sentiment de pertinença
- Seguretat i fiabilitat
- Qualitat i innovació
- Respecte pel medi ambient
- Orientació al client i lleialtat institucional

Si ens centrem en analitzar la creació de valor d'aquesta empresa obtenim els resultats que veiem a continuació.

Per part de l'índex de creació de valor, situada la seva evolució en el gràfic 10, aquest ens mostra que durant tots els anys l'empresa té un valor per sobre el seu valor en llibres segons els accionistes, ja que hi inverteixen més del que realment val materialment. Com més alt és aquest valor, millor, perquè l'empresa té una importància més alta per a tercers.

Els anys més favorables serien el 2006 i el 2007, on arriba a uns valors de 2329,99€ i 2239,84€ respectivament perquè les seves accions també pugen de valor. L'any més desfavorable per a l'empresa seria el 2008 on pateix una caiguda de les accions de 10,28€ a 6,4€ en tant sols un any, però tot i així encara crearia valor obtenint un resultat positiu.

En canvi, l'indicador del Valor econòmic afegit obté valors negatius durant els anys 2002, 2006, 2007 i 2011. El que ens indica aquesta quantitat és que l'empresa no ha creat valor durant aquests períodes de temps. Però un EVA negatiu no comporta que es destrueixi valor, sinó que simplement no es crea més valor.

La resta d'anys on el nombre és positiu, l'empresa ha seguit creant valor. Els anys on aquest indicador és més elevat és al 2012 i 2013, això és gràcies a que el benefici de l'empresa va ser molt més alt en aquests respecte de la resta.

L'EVA més negatiu es va produir al 2006, la causa d'aquesta baixada és deguda al fort increment del Cost de Capital d'aquell any.

En referència al MVA d'Iberdrola, experimenta valors positius i negatius, el que ens indica que no és capaç de crear valor durant tots els anys, com passa en el cas de l'EVA que acabem d'analitzar. El pitjor resultat de MVA es produeix el 2006 caient fins a una quantitat de -5.948.749,36 €. El millor resultat és obtingut el 2012, amb un valor de 14.273.814,12 €, també coincidint amb els períodes de l'EVA. Per tant, l'empresa només crearia valor els anys en que aquest valor és positiu.

Si ens fixem en el gràfic 13 del retorn total per a l'accionista, el TSR, aquest ha estat molt canviant en aquest període de temps. El retorn més gran per a l'inversor, per tant, quan ha guanyat més rendibilitat, ha estat l'any 2006 a causa de l'increment de preu de l'acció des del principi de l'any fins al final.

A partir del 2010, per a el càlcul d'aquest indicador només es tenen en compte els canvis en el preu de les accions perquè es deixen de repartir dividendes a l'empresa. Durant el 2008, si l'inversor hagués comprat les accions el primer dia de l'any, i les hagués venut l'últim, hagués obtingut una pèrdua del 37,74% degut a la forta baixada del preu de les accions.

En el cas del CFROI, per a aquesta empresa, no s'han pogut obtenir els resultats dels anys 2007 (el valor en el gràfic es zero), 2013, 2014 i 2015 per falta d'informació. Per a la resta d'anys, si comparem el CFROI amb el WACC d'Iberdrola, observem que aquest només és superior en el 2010 i 2011, els anys que serien favorables respecte als altres. La causa d'aquesta millora seria la forta baixada del Cost de Capital en aquest dos anys i els posteriors, el que permetria aconseguir aquest registre més positiu.

El Cost de Capital d'Iberdrola, també anomenat WACC, no té uns valors excessivament elevats, estan situats dintre del normal excepte en els anys 2006 i 2007, on aquests serien massa alts. Com a conseqüència que del 2010 en endavant no es van repartir dividendes, el Cost de Capital té uns valors mínims al voltant del 0%.

Durant el període del 2006 al 2007, es van produir els valor de WACC més alts, això va ser degut a que en relació amb els Fons Propis de l'empresa, el repartiment de dividendes va ser elevat.

Com en el cas del CFROI, els valors positius del Valor afegit en efectiu, el CVA, coincideixen en els mateixos anys ja que depenen de la grandària d'aquests. Per tant, el 2010 i 2011, respecte al capital que hi ha invertit en l'empresa, obtindríem una rendibilitat positiva després de restar-li els costos d'aquesta.

En la rendibilitat econòmica (ROA) veiem que tots els anys obtenim uns valors positius, el que és molt favorable per a l'empresa i per als seus inversors. Els registres més baixos es van produir durant els anys 2010, 2011, 2014 i 2015 on la rendibilitat només va ser una mica més alta del 0% a diferència dels altres anys. Una baixada dels beneficis és el que va causar aquesta disminució en el rendiment.

La rendibilitat financera (ROE) és negativa durant els anys 2001, 2002, 2010, 2011, 2014 i 2015, el que ens indica que l'empresa no seria rendible i per tant, no crearia valor. Aquests valors negatius estarien causats per les també baixes rendibilitats econòmiques en els anys esmentats.

La resta dels anys la ROE és positiva i està situada entre el 2% - 10%. La més destacable és al 2006 amb un 15,10% provocada per el valor més baix de Fons Propis, que al trobar-se en el denominador, fa augmentar el valor de la rendibilitat financera.

Per part dels beneficis d'Iberdrola, situada la seva evolució en el gràfic 18 de l'annex, és destacable per a la creació de valor que tots els anys s'obtinguin valors positius, el que és molt favorable i dóna peu a que els accionistes segueixin invertint en l'empresa.

Com a conclusió final, els indicadors d'Iberdrola no són tant positius com els d'Abertis ja que hi trobem resultats no tant favorables com en l'entitat anterior. Els indicadors que serien favorables durant tot el període són l'índex de creació de valor, el WACC, la ROA i els beneficis. Per altra banda, amb diversos anys negatius trobaríem el MVA, el EVA, el TSR i la ROE, indicadors que anteriorment han estat positius.

La diferència més destacable seria que s'aconsegueixen uns resultats positius en el 2010 i 2011 en el CFROI i el CVA, quan en Abertis no se n'havia produït cap. Tot i manifestar-se alguns registres negatius, Iberdrola segueix sent una bona opció per als accionistes i generalment crearia valor en la majoria d'anys.

3.3. TELEFÓNICA, S.A.

Telefónica és una empresa multinacional que va ser fundada l'any 1924, té presència en 24 països i es dedica al sector de les telecomunicacions. Anteriorment era coneguda com la Compañía Telefónica Nacional de España (CTNE).

L'any 1999 Telefónica es va convertir en una empresa privada i avui en dia compta amb més d'un milió d'accionistes i cotitza en varis dels principals mercats bursatils del món.

La companyia està situada entre les 50 empreses més grans del món i la seva seu està situada a Madrid. Les seves marques comercials són Movistar, O2, Vivo i Telefónica.

Aquesta entitat va unificar els seus noms més coneguts, Telefónica, destinat a la telefonia fixa, i Movistar, per a la telefonia mòbil, en un de sol, Movistar. En canvi, per a la resta de països europeus, segueix treballant sota la marca de O2. En l'actualitat és un operador líder al país espanyol.

La missió de Telefónica és oferir els mitjans per facilitar la comunicació entre les persones amb una tecnologia innovadora i segura. Segons ens indica la seva pàgina

web, consten d'un nivell de clients de 347 milions en 21 països diferents i amb una plantilla de 127.000 treballadors.

Les seves dades contenen unes quantitats de 274 milions de connectivitat a telefonia mòbil, 38 milions en telefonia fixa, 22 milions amb accés a internet i 8 milions en televisions de pagament.

Els compromisos que ha establert Telefónica són els següents:

- Una connexió que posa a les persones per davant de la tecnologia i impulsa la capacitat d'elecció en un món ple d'opcions.
- Una connexió que ofereix protecció i confiança perquè les persones se sentin sobiranes de la seva vida digital.
- La connexió com un ecosistema de vida: pensa en les persones i optimitza la vida.
- Una connexió que ajuda a gaudir d'un món de possibilitats.

En l'anàlisi d'aquesta entitat, com ens indica l'índex de creació de valor, l'empresa aconsegueix crear valor tots els anys. L'any més destacable seria el 2005 on arribaria fins a un valor de 5.935.789,99 €, el que vol dir que seria l'any que l'empresa aconseguiria crear més valor. En canvi, el 2013 seria el que aconseguiria un índex més baix amb un valor de 2.146.818,60 €, però tot i així segueix sent un valor positiu i destacable.

Com podem observar en el gràfic 20 de Telefónica, l'indicador EVA només és positiu en els anys 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 i 2009. Per tant, el que això ens indica és que en la resta d'anys l'empresa no està creant valor.

Gràcies a aquest indicador podem veure que en l'any 2013 va ser el que l'EVA ens dona un valor més negatiu, de -29.547.181,64 €, i extraient les conclusions a través de la fórmula, deduïm que la causa d'aquest resultat és el percentatge tant elevat de Cost de Capital que es produeix. Aquest any va ser el que Telefónica va repartir una suma més elevada de dividends, per això obtenim un Cost de Capital tant gran.

A més a més, si observem la taula amb els valors de Telefónica situada en l'annex, veiem que els tres primers anys d'estudi, el 2000, 2001 i 2002, l'empresa obté pèrdues. Tot i així, els valors més negatius de l'EVA no es produeixen en aquests anys perquè el Cost de Capital és molt baix ja que no es reparteixen dividends.

Per altra banda, al 2006, Telefónica va crear més valor que en cap altre any arribant a un EVA de 5.064.713,32 €. La causa d'aquest augment va ser per la forta pujada de beneficis que va tenir l'entitat.

Per part del Valor agregat de mercat, aquesta empresa segueix el patró de l'EVA, i és negatiu en els mateixos anys que aquest. Un dels anys més destacables és el 2006 on s'arriba a un MVA positiu de 33.895.039,98 €. En canvi, al 2013, s'arriba al valor més negatiu. Per tant, com en el cas de l'EVA, l'empresa crea valor els mateixos anys que aquest.

Si estudiem els valors obtinguts de TSR i observem el gràfic 22, veiem que l'accionista només va obtenir un retorn positiu durant els anys 2003, 2004, 2006, 2007, 2009, 2013 i 2014. En aquest període de temps, les accions van augmentar molt favorablement el seu valor des del principi de l'any fins al final, el que comportaria beneficis als accionistes si decidissin vendre les seves participacions al final dels anys esmentats anteriorment.

El repartiment dels dividendes no afecta gaire al resultat a causa del seu valor tant petit, tot i que són favorables per als accionistes sempre que els reben. Telefónica hauria creat valor durant aquests anys com ens indica l'augment de preu de les seves accions.

En canvi, si observem el valor més negatiu de TSR, durant el 2002 l'accionista hauria perdut fins a un 40% en el preu de les seves accions, no s'han repartit dividendes i llavors només es té en compte la cotització.

L'any següent l'empresa obté el seu valor més gran de TSR com a compensació arribant a un augment de valor de les participacions del 43,53% i gairebé arribant al valor amb el que va començar el 2002.

El CFROI obté valors situats entre el 0% i el 2% durant tots els anys, però tot i així només aconsegueix superar el WACC del 2000 al 2005 perquè és quan obté els Costos de Capital més baixos. No tenim les dades disponibles dels anys 2007, 2014 i 2015.

Per part del Cost de Capital, podem veure que al llarg dels anys va augmentant lleugerament fins al 2014, on torna a baixar. Per tant, l'any 2013 és on s'obté el valor més elevat d'aquest arribant a un 33,67% causat per l'increment constant del repartiment de dividendes en l'empresa.

Com hem esmentat abans, al 2014, el Cost de Capital torna a caure fins al 6,60% també a causa del repartiment de dividendes, que baixa el seu valor fortament.

Durant el primer any estudiat, el 2000, el WACC té el valor més baix registrat entre els quinze següents, ja que té les despeses financeres més baixes i no reparteix dividends perquè obté pèrdues.

En el CVA, l'empresa obté uns valors positius durant els sis primers anys estudiats, el que ens indica que obté una rendibilitat del capital que té invertit. L'any més rentable seria el 2000 on arriba a un CVA de 46.037,73€. Per altra banda, la major pèrdua en rendibilitat estaria situada al 2013 arribant a un valor negatiu de -1.493.877,51 €. L'origen d'aquesta pèrdua estaria centrada en la forta pujada del Cost de Capital en aquell any.

Per part de la rendibilitat econòmica (ROA), al obtenir pèrdues durant els tres primers anys, l'empresa també pateix una rendibilitat econòmica negativa ja que no és rendible.

A partir del 2003, on l'empresa comença a obtenir beneficis, la rendibilitat econòmica canvia als valor positius tot i que no gaire elevats, estem en un 2,11%. Aquesta es manté entre uns valor entre el 2% - 7% la majoria d'anys, tot i que, al 2006 ascendeix fins a 8,49% perquè obté el seu registre de beneficis més elevat.

En canvi, la rendibilitat financera (ROE) arrossega un valor negatiu fins a l'any 2005, on obtenim el primer valor positiu. Tot i així, aquesta rendibilitat només és positiva durant el 2005, 2006, 2007, 2009, 2010, 2011 i 2014 perquè la rendibilitat econòmica és més alta del 3% i això permet un valor positiu de la financera.

La resta d'anys la rendibilitat econòmica està per sota d'aquest valor i no permet una rendibilitat financera positiva.

Per altra banda, al observar els beneficis de Telefónica veiem que no és capaç d'aconseguir resultats positius del 2000 al 2002, el que és un punt desfavorable per a l'entitat perquè té pèrdues i no li permetran crear valor perquè els accionistes hi perdran la confiança i les ganes d'invertir-hi. A partir del 2003 en endavant, l'empresa arriba a tenir beneficis i per tant, serà més fàcil poder augmentar el valor d'aquesta.

Per a concloure amb l'anàlisi de Telefónica, després d'analitzar l'evolució de tots aquests indicadors, es pot observar que els tres primers anys analitzats, del 2000 al 2002, no han estat favorables per a l'empresa, sobretot per l'obtenció de beneficis negatius, i per tant, la creació de valor seria escassa.

En els anys següents aquesta hauria de ser més favorable degut a l'augment de beneficis, però tot i així, l'empresa és molt inestable respecte als valors estudiats i no seria una inversió fiable.

3.4. ACCIONA, S.A.

Acciona, primerament anomenada "Entrecanales i Távora, S.A.", va ser fundada l'any 1931 per José Entrecanales Ibarra, un enginyer de camins, i per Manuel Távora, un empresari. Aquesta empresa es dedica a la gestió d'energies renovables i d'infraestructures, com la creació de plantes de gestió d'aigua, creació de projectes d'energia hidràulica, eòlica, de biomassa... A més a més, participa amb una menor importància en transport de passatgers i mercaderies i en la gestió de immobilitzats. L'empresa té presència en 65 països.

Un dels primers projectes que van dur a terme va ser la renovació del pont de Sant Elm a Sevilla. A partir del 1948 van realitzar els seus primers projectes a l'estranger en països com el Marroc, Portugal i Guinea Equatorial. Més tard, la seva internacionalització va créixer fortament en més parts del món com són Europa, Àfrica, Amèrica i Àsia.

Entrecanales i Távora, era coneguda principalment pel seu treball en el sector d'infraestructura, però en els anys vuitanta va començar una nova era basada en la diversificació cap a altres sectors com l'immobiliari, la producció de vi, serveis urbans i les telecomunicacions.

La missió d'ACCIONA és promoure el desenvolupament sostenible i el benestar social com a líders en energies renovables, construcció, aigua i serveis.

Per altra banda, els valors de l'entitat són els següents:

- Honestetat, lideratge i excel·lència
- Preocupació per l'entorn i responsabilitat social
- Enfocament a llarg termini i solidesa financera
- Orientació al client
- Innovació i cura de les persones

Si analitzem l'índex de creació de valor d'Acciona, aquest ens indica que l'empresa té una valoració per sobre del seu valor material durant tots els anys d'estudi perquè tots els resultats són positius. L'any en que l'empresa crearia menys valor respecte la seva

valoració en accions, com podem veure en el gràfic 28, seria el 2012 on el ICV seria de 864,29€ i la resta d'anys superaria els 1000€ de resultat. La causa d'aquesta baixada en l'índex és perquè és un dels anys on el valor comptable dels Fons Propis és més alt i no és un dels moments en que la cotització de l'empresa en el mercat és la més elevada de les que obtenim.

Per altra banda, el Valor econòmic afegit és positiu durant tot el període que estudiem, el que ens indica que l'empresa crea valor constantment. El 2003 l'indicador obté el valor més gran arribant a un EVA de 1.923.530,49 € gràcies a un alt benefici però també patint un augment del passiu de l'empresa causat per nous deutes amb entitats de crèdit establerts al curt termini.

El valor més petit s'obté el primer any perquè l'empresa té pocs guanys. Tot i així, l'empresa esta creant valor tots els anys.

El Valor agregat de mercat és favorable durant tots els anys ja que obté valors positius en tots ells. Com en el cas de l'EVA, l'any més destacable és el 2003 on obté 24.258.177,97 € de resultat, molt per sobre de tota la resta. El registre més baix d'aquest indicador s'obté el 2015, però segueix sent un bon resultat perquè encara són nombres positius. Per tant, segons el MVA, l'empresa crea valor tots els anys.

El retorn per a l'accionista (TSR) ha patit diverses variacions durant aquest període de temps, però els anys que ha estat favorable, ho ha estat molt. Al 2007 es va aconseguir arribar a un retorn del 51,59%, el més favorable de tots, les accions de l'empresa van doblar el seu valor en les cotitzacions i a més a més, es van repartir dividendes als inversors.

Però al any següent, el 2008, el retorn de l'accionista va ser molt desfavorable patint una pèrdua del -57,41% per una forta caiguda del valor de les accions, ja que possiblement, les cotitzacions van augmentar per un fet puntual de l'empresa i després van tornar als seus valors normals.

El CFROI, com podem veure en els gràfics 32 i 33, té uns valors més alts que el WACC en tots els casos menys durant els anys 2007 – 2009. Els valors del Cost de Capital es mantenen al voltant del 0% - 3%. Tot i el repartiment de dividendes del 2007 i el 2009 amb un valor més alt, el repartiment del 2000 té un impacte més gran en el cost dels Fons Propis perquè aquests tenien un valor més petit que en els anys posteriors.

En el cas del Cost del deute, encara que les despeses financeres no són les més elevades, el cost si és el més elevat perquè el valor del Passiu Financer és molt més petit.

El valor més alt del cost mig ponderat de capital s'obté al 2000 amb un 2,73% perquè els costos eren elevats en relació amb el valor que tenim de Fons Propis. El més baix el trobem el 2006 amb un 0,41% perquè no es reparteixen dividends i les despeses financeres no són elevades respecte al passiu d'Acciona en aquest any.

Aquesta empresa obté un valor positiu del CVA durant tots els anys excepte el 2007, 2008, 2009 on el valor del CFROI no pot superar el Cost de Capital perquè augmenta el seu valor més que la resta d'anys. Durant el període restant, l'empresa és capaç d'obtenir una rendibilitat per el capital que té invertit després d'extreure'n els costos.

La rendibilitat econòmica (ROA) és positiva durant tot el temps, però cal destacar que durant el 2003 es va arribar a un rendiment del 57,14% degut a un fort augment del benefici de l'empresa, però amb aquest, també van augmentar els Fons Propis i el Passiu financer en la seva totalitat.

Per altra banda, el rendiment més baix va succeir un any abans, l'any 2002, on només va arribar a un 1,62% de rendibilitat, ja que respecte al passiu de l'empresa, tot i millorar els beneficis de l'any anterior, no era gaire significatiu el benefici.

Per part de la rendibilitat financera (ROE), al ser la econòmica positiva durant tot el període, la financera es troba en la mateixa situació però amb uns valor entre el 0% - 35% la majoria d'anys, excepte el 2003 on arriba fins a un 94,92% gràcies a la rendibilitat econòmica, com ja hem esmentat abans. I si ens fixem en la rendibilitat més inferior, també succeeix al 2002.

Els beneficis favorables de l'empresa durant tot el període d'estudi facilitaran molt més la creació de valor per a aquesta entitat ja que donaran confiança als inversors i així permetrà un augment en el valor de les seves accions.

Per a concloure amb l'anàlisi d'Acciona, fent una observació general de tots els indicadors, es pot veure que la creació de valor és favorable en la majoria d'indicadors, per tant, seria una bona entitat en la que invertir durant aquest anys.

3.5. INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A. (Inditex)

Inditex, acrònim de “Industria de Diseño Textil, S.A.” és una entitat dedicada al disseny, la fabricació i la distribució tèxtil, va ser fundada l'any 1963 per Amancio Ortega i la seva seu es troba a Galícia. Les marques que formen part d'aquest grup són Zara, Pull and Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara, Uterqüe, Lefties i Tempe.

Aquesta entitat va començar fabricant roba per a dones en un taller i actualment és una de les més grans companyies de distribució de moda en tot el món, consta de 7385 botigues en 93 mercats i té més de 162.000 treballadors.

El que va permetre internacionalitzar l'empresa va ser el gran èxit que va tenir la botiga de la marca Zara a finals dels anys 80, que va fer que s'anés expandint el grup fins a arribar al nombre de botigues actuals i al gran nombre de vendes online.

L'any 1984 va construir el seu primer centre logístic amb una superfície de 10.000 metres quadrats a A Coruña i al 1985 es va fundar Inditex com a empresa holding del grup.

A partir de l'any 1988 Inditex va començar la seva internacionalització obrint la seva primera botiga Zara a Portugal. Més tard, va obrir a Nova York i França.

Per primera vegada, Inditex va cotitzar a la Borsa de Madrid l'any 2001 i actualment és partícip en índexs com l'Ibex 35, FTSE Eurotop 100 i Eurostoxx 600.

Procedint a l'anàlisi d'aquesta entitat, l'índex de creació de valor ens mostra que l'empresa crea valor durant tots els anys ja que obté valors superiors a 1. L'any més favorable per a aquesta seria el 2015, on arribaria a un resultat de 28.262,80 €, el més elevat del període. En el gràfic es pot observar que no es disposen de les dades de l'any 2000 ja que es té la informació de les cotitzacions en aquest.

Inditex, tot i disposar d'unes altes rendibilitats que són visibles fàcilment, el seu Valor econòmic afegit no aconsegueix ser positiu durant tots els anys estudiats. El 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2014 i 2015 l'empresa no crea valor, obté uns beneficis significatius, però el seu Cost de Capital és tant elevat que no li permet crear valor. La causa d'aquest alt cost és el repartiment de dividends tant important que realitza en aquests anys, ja que aquest repartiment, gairebé és la totalitat dels beneficis que aconsegueix.

Per altra banda, el 2007 arriba a l'EVA més elevat perquè durant els primers anys no reparteix dividends i els seus costos són gairebé nuls. Per part del Valor agregat de

mercat, l'empresa no aconsegueix crear valor tots els anys. Els resultats negatius coincideixen amb els de l'EVA per les mateixes causes.

En el cas el retorn per a l'accionista (TSR), com es pot veure en el gràfic 40, l'indicador aconsegueix nombres positius en tots els anys menys durant el 2003, 2008, 2014 on arriba al -27,38%, -25,70% i -80,01% respectivament. La forta caiguda del valor de les accions al 2014 seria el que causaria aquest impacte en el TSR, ja que el valor dels dividendes no aconsegueix compensar-la.

Per a l'accionista que decidís vendre les accions després d'un any, l'any més favorable seria el 2012, on obtindria un retorn de fins al 64,23% gràcies als dividendes obtinguts i a l'augment de valor de l'accionariat.

El CFROI d'aquesta empresa es troba situat entre el 0% - 2% en tots els anys. Aquest aconsegueix superar el WACC mentre es troba entre els valors del 0%, però quan augmenta, a partir del 2008, ja es queda per sota durant la resta de període.

El Cost de Capital (WACC) durant els 8 primers anys és gairebé nul perquè no hi ha repartiment de dividendes i les despeses financeres no són excessives respecte al passiu. A partir del novè any, els costos augmenten molt considerablement passant d'estar d'un 0% a estar entre el 25% - 45%. El que crea aquest canvi és l'augment del cost dels fons propis.

Com hem esmentat per al CFROI, el WACC és superior a partir del novè any, el que fa que el CVA sigui negatiu. Per tant, l'empresa crea valor els vuit primers anys i després ja no n'és capaç a causa de l'alt valor del Cost de Capital.

La rendibilitat econòmica (ROA) d'Inditex està situada al voltant del 10 – 25%, és una rendibilitat molt favorable ja que mesura la capacitat de l'empresa per generar beneficis només mitjançant la seva activitat econòmica. Durant aquests anys, els beneficis van augmentant lleugerament amb el pas del temps, però amb ells també augmenta el passiu de l'empresa i els fons propis, per això es manté la rendibilitat bastant estable.

El rendiment financer (ROE) segueix el mateix patró que l'econòmic però amb uns valors una mica més elevats situant-se al 20% - 60%. Per part dels beneficis, Inditex obté valors molt favorables que van creixent any rere any arribant a obtenir uns resultats molt destacables.

Com a comentari final, concloem que tot i els beneficis augmentar més cada any que passa, els indicadors de creació de valor deixen de ser favorables generalment a partir

de l'any 2008 ja que trobaríem uns costos de capital excessius a partir d'aquest període, tot i seguir sent les rendibilitats positives.

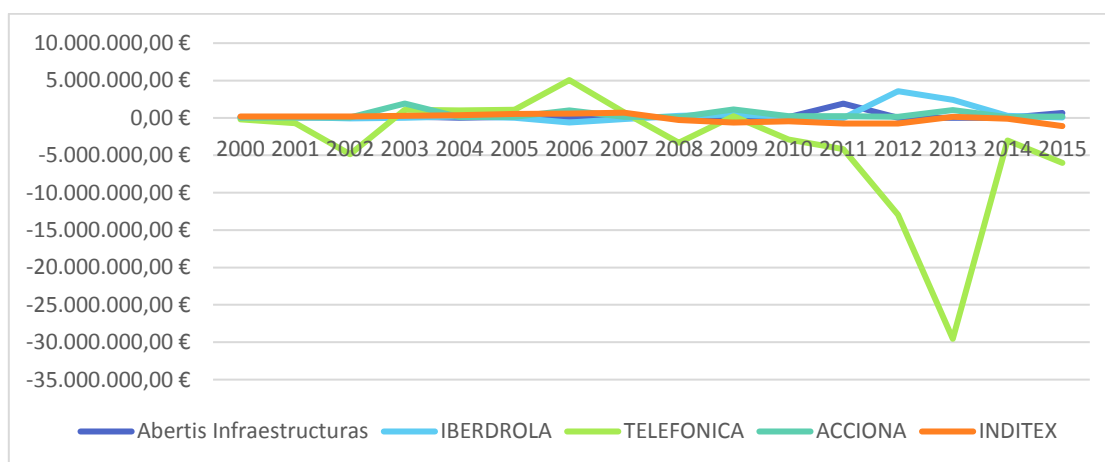
CAPÍTOL 4 – COMPARACIÓ ENTRE LES CINC EMPRESES OBJECTIU D'ESTUDI

Si comparem les 5 empreses objectiu d'estudi veiem que l'empresa que obtindria un valor d'EVA més positiu en un any seria Telefónica, S.A. aconseguint un valor de 5.064.713,32 €. Tot i això, la suma d'aquests valors no seria la més gran perquè la resta d'anys aquest indicador no ha estat tant favorable. Aquest resultat seria gràcies al benefici més alt registrat entre els estudiats.

Com que la resta d'anys no ha estat tant favorable, es pot observar que el pitjor resultat és també de Telefónica, arribant a un negatiu de gairebé 30 milions. Aquest canvi tant impactant visualment, és degut a el canvi brusc en el Cost de Capital que augmenta fortament.

Les quatre entitats restants, com es pot observar en el gràfic, no pateixen uns canvis tant bruscos en aquest indicador.

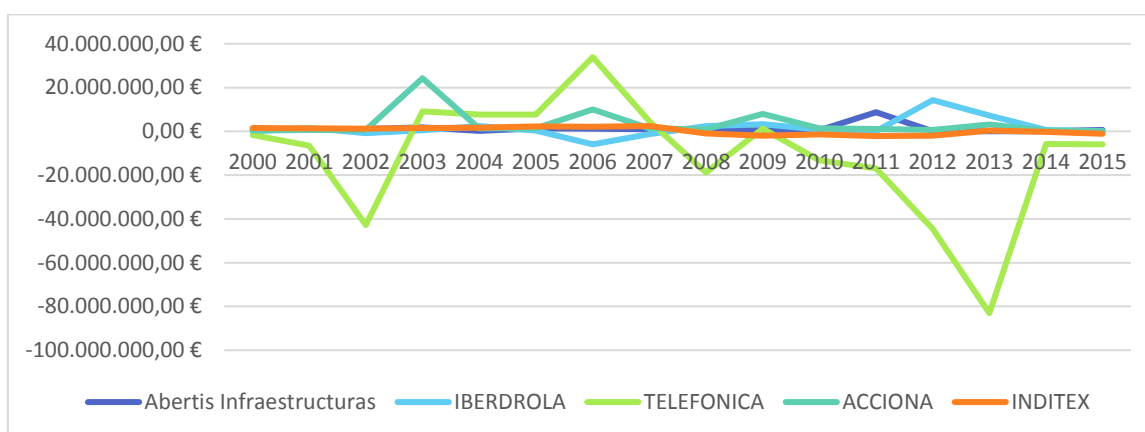
Gràfic 46. Evolució del Valor Econòmic Afegit (EVA), 2000-2015.



En l'indicador del Valor agregat de mercat podem observar que l'entitat amb un valor més elevat d'aquest és Telefónica durant l'any 2006 on arriba fins a un resultat de 33.895.039,98 €, una diferència molt gran respecte a la resta de valoracions. Això s'aconsegueix gràcies a el gran valor obtingut en l'EVA abans esmentat, ja que el MVA depèn directament del valor d'aquest.

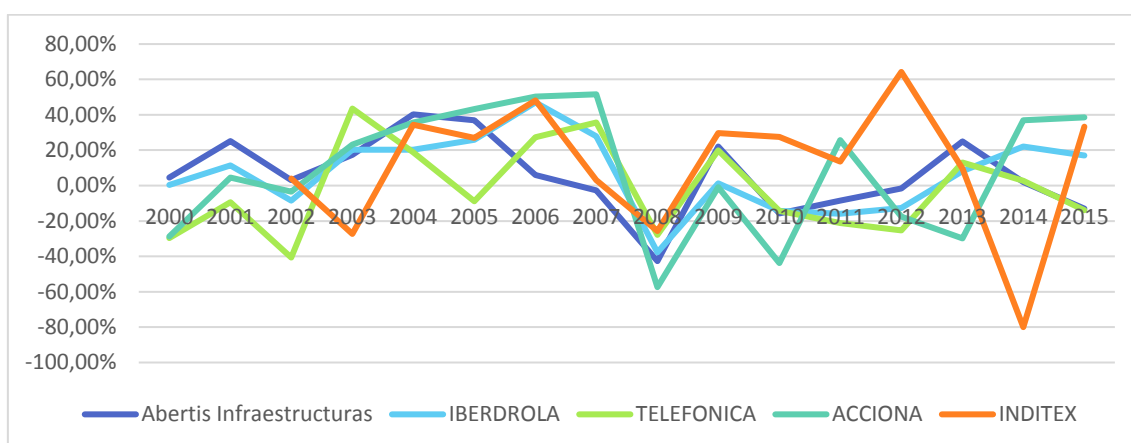
Per sota d'aquest valor hi trobem Acciona aconseguint un valor de 24.258.177,97 €, també molt destacable per sobre de la resta. En el cas contrari, la pitjor dada registrada, també succeeix el mateix que en l'EVA, el 2013 Telefónica obté els pitjors resultats.

Gràfic 47. Evolució del Valor Agregat de Mercat (MVA), 2000-2015.



Per part del retorn total per a l'accionista, el TSR, si fem una comparació general, el valor més favorable és un 64,23% de retorn l'any 2012 a Inditex, el que vol dir que si l'accionista que té aquestes participacions les ven al final de l'any, obtindria uns beneficis més grans del 50% sobre la seva inversió a l'inici de l'any, una dada més que favorable.

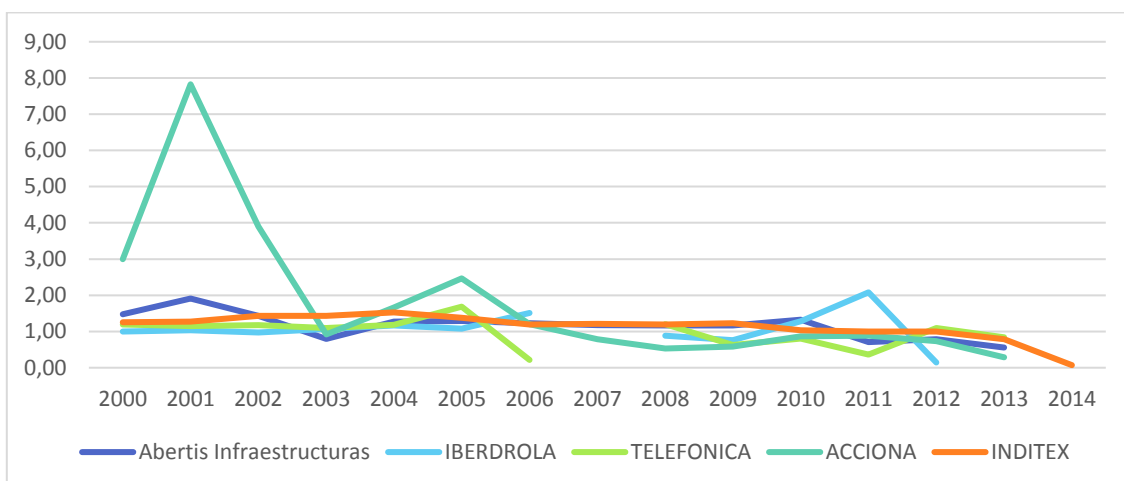
Gràfic 48. Evolució del Retorn Total per a l'accionista (TSR), 2000-2015.



En el cas contrari, l'accionista que tindria una pèrdua més gran amb la venda de les seves participacions seria l'any 2014 en la mateixa empresa abans esmentada, Inditex. Aquest suportaria una pèrdua que arribaria fins a un 80,01% perquè les accions fan una caiguda en picat del seu valor tenint a principi d'any un preu de 118,60€ i al final uns 23,71€ de preu. En aquest cas, ni el valor dels dividends repartits podria compensar una pèrdua tant gran.

En les inversions en base a fluxos de caixa, el CFROI, el valor més elevat succeeix en Acciona al 2001 arribant a 7,85%. Com es pot observar en el gràfic de sota, aquest està molt per sobre de la resta de valors d'aquest indicador.

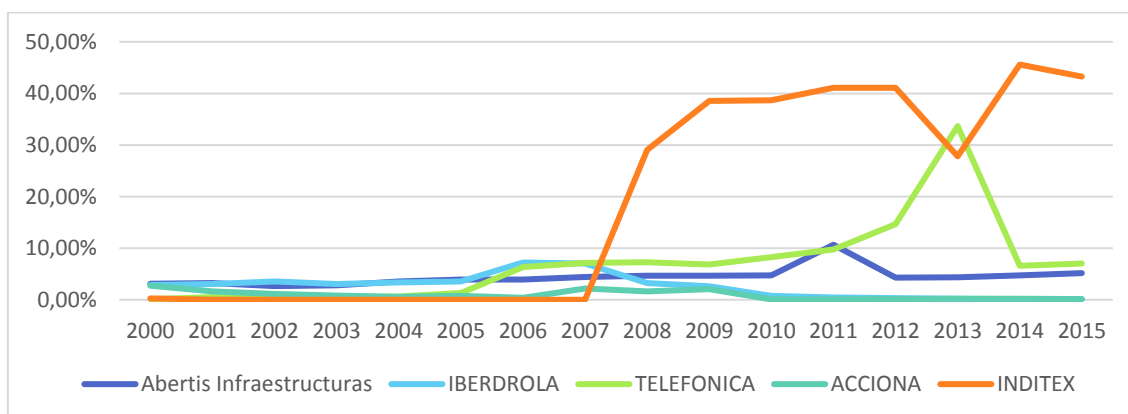
Gràfic 49. Evolució de les inversions en base a fluxos de caixa (CFROI), 2000-2015.



Durant el període analitzat, l'empresa que hauria arribat a pagar un percentatge més gran de Cost de Capital hauria sigut Inditex l'any 2014 arribant a un 45,60% de costos. Aquest resultat és causat gairebé al 100% per els Costos dels Fons Propis ja que es fa el repartiment més gran de dividends d'aquesta entitat, possiblement causat per la previsió de la baixada en les seves accions i per a poder compensar d'alguna forma els accionistes.

El següent valor més elevat es una altra entitat es troba a Telefónica l'any 2013 amb un valor de 33,67%. Aquest és causat per l'increment constant del repartiment de dividends de l'empresa.

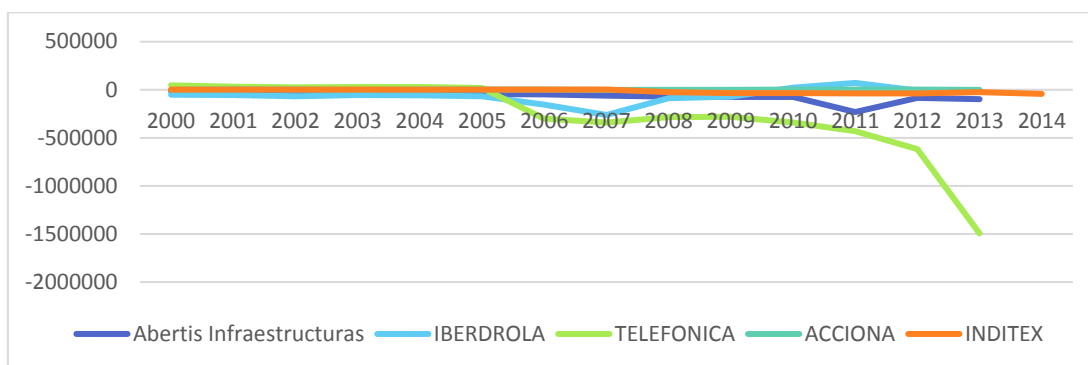
Gràfic 50. Evolució del Cost mig ponderat de Capital (WACC), 2000-2015.



El CVA més alt registrat és de 46.037,73 € i es troba en l'any 2000 a Telefónica. Aquest registre succeeix perquè el Capital Social, tot i ser dels més baixos, també és molt inferior el Cost de Capital en aquell any. En la mateixa entitat, uns anys més tard, es produeix el resultat més baix d'aquest indicador en el 2013 arribant a un valor negatiu

de -1.493.877,51 €. L'origen d'aquesta pèrdua estaria centrada en la forta pujada del Cost de Capital en aquell any.

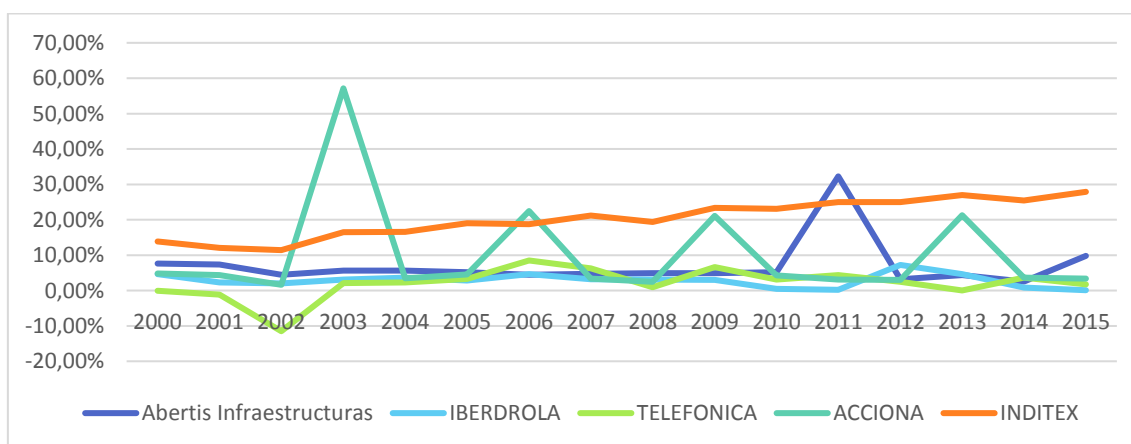
Gràfic 51. Evolució del Valor Afegit en Efectiu (CVA), 2000-2015.



Per altra banda, l'empresa que obtindria una Rendibilitat econòmica més elevada es tractaria d'Acciona el 2003 on arribaria a un 57,14% de rendiment causat per els grans beneficis que obté en aquell any. Per tant, podríem dir que per cada 100€ invertits en la totalitat d'Acciona, obtindries 57€ en beneficis.

La rendibilitat més baixa es produeix al 2002 en l'entitat Telefónica causada per les pèrdues que aquesta obté en els tres primers anys estudiats.

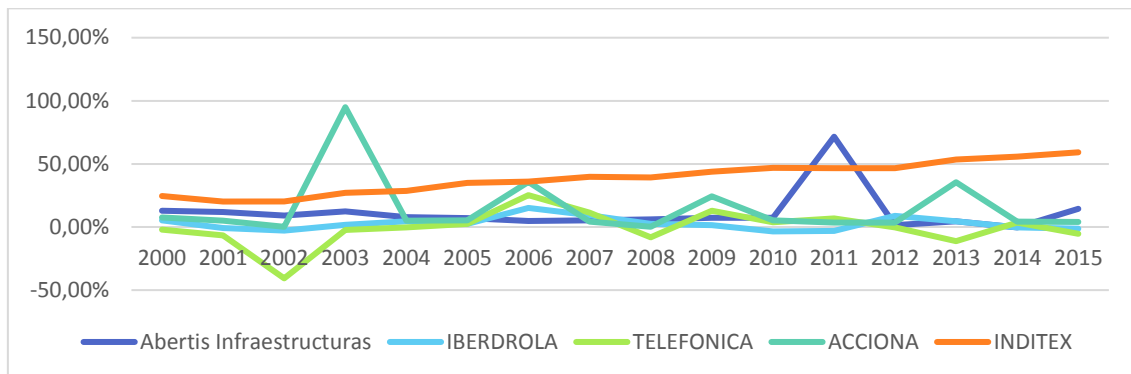
Gràfic 52. Evolució de la rendibilitat econòmica (ROA), 2000-2015.



A causa d'aquesta alta rendibilitat econòmica en Acciona, també obtenim la més gran rendibilitat financera aconseguint un extraordinari valor del 94,92%. Com aquesta està relacionada directament amb el Capital Social que tens a l'empresa, només tenint en compte aquest, el que ens indica és que si inverteixes 100€ en aquest Capital, tu hi

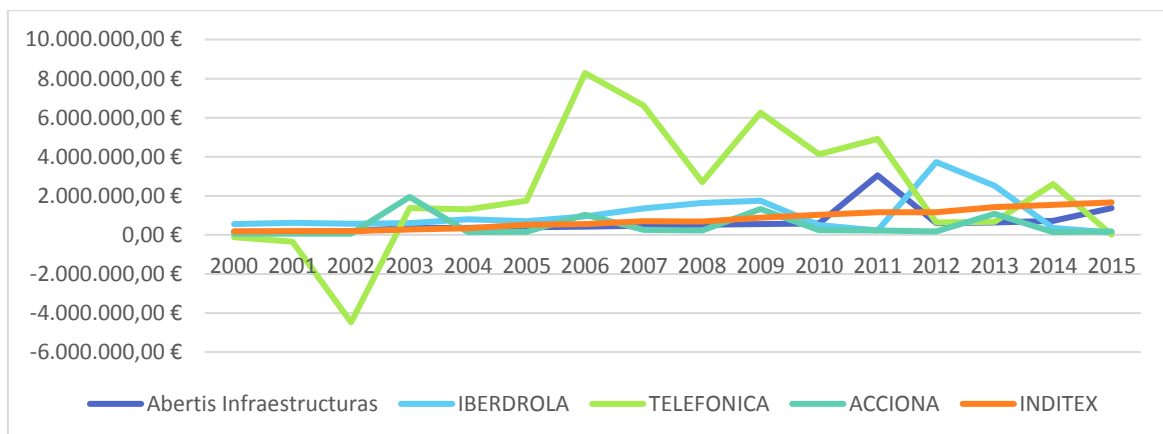
guanyes 94€ en aquell mateix any. Com en el cas anterior, els pitjors resultats també són el l'any 2002 per Telefónica.

Gràfic 53. Evolució de la rendibilitat financera (ROE), 2000-2015.



En l'anàlisi dels beneficis, qui obtindria els resultats més destacables és Telefónica arribant a un valor positiu de 8.284.000 €, molt per sobre de la resta de resultats de les altres entitats. Tot i així, aquests beneficis no són constants ni sempre favorables ja que el 2002 obté el valor més baix arribant fins a una pèrdua de -4.478.690 €, per sota de tots els altres resultats.

Gràfic 54. Evolució dels beneficis, 2000-2015.



CAPÍTOL 5 – COMPARACIÓ ENTRE EL PERÍODE 2000-2007 I EL PERÍODE 2007-2015

En aquest apartat es realitza un estudi per saber si la nostra hipòtesis de l'afectació de la crisi en el valor de les empreses és certa o no. Aquest es durà a terme a través de l'eina estadística denominada "Taula de Contingència", la qual permet analitzar si hi ha diferències entre els elements estudiats. En aquest cas, es realitza mitjançant l'estadístic Chi Quadrat.

Les hipòtesis en les que ens centrem són les següents:

- H_0 : No hi ha diferència de resultats entre els períodes 2000-2007 i 2008-2015.
- H_1 : Si que hi ha diferència entre els períodes 2000-2007 i 2008-2015.

El nivell de significació utilitzat per a analitzar els resultat és d'un 5%, per tant, les dades obtingudes ens donaran uns valors amb un 95% de probabilitats que aquestes siguin certes. Aquest anàlisi està dut a terme a través d'una mitjana en els valors de cada indicador per les cinc empreses seleccionades. En l'annex s'explica més detalladament el procés de càlcul.

Seguidament es mostren els resultats per als quatre indicadors més importants.

- Valor econòmic afegit (EVA)

Com es pot observar en l'annex, sobre un estudi de vuitanta valors, el total de totes les empreses objectiu d'estudi, es rebutja la hipòtesis nul·la (H_0) ja que el valor de les dades obtingudes és major que el de la inversa Chi Quadrat calculada amb Excel. Això significa que hi ha una diferència entre els resultats dels dos períodes, el de creixement econòmic i el de recessió. En la taula 21, situada en l'annex, es pot observar que en el període 2008-2015 hi va haver onze valors per sota de la mitjana de l'indicador, i només tres en el període 2000-2007, en el període on no hi havia crisi.

Per altra banda, per sobre de la mitjana trobem trenta-set valors en el període de creixement econòmic i tant sols vint-i-nou en el de crisi. Per tant, com ens facilita la Chi Quadrat i la taula amb el recompte de valors, en el període de recessió econòmica hi va haver més valors per sota de la mitjana de l'EVA que per sobre.

- Valor agregat de mercat (MVA)

En el cas del MVA també rebutgem la hipòtesis nul·la (H_0) degut a que el valor de la Chi quadrat és més gran que el de les taules amb el nostre estudi. Com en el cas estudiat per a l'EVA, en el període de recessió econòmica hi ha més valors per sota de la mitjana i en el de creixement n'hi ha més per sobre.

Per part d'aquest indicador, com té una relació directa amb l'EVA, també extraïem de la informació obtinguda que la crisi ha afectat negativament en la creació de valor d'aquestes empreses.

- Retorn total per a l'accionista (TSR)

El retorn total de l'accionista, com es pot observar en la taula 23 de l'annex també es rebutja la hipòtesis que ens indica que no hi ha relació entre els períodes. En aquest cas, l'estudi es fa sobre setanta-vuit variables ja que no disposem de les cotitzacions en un any de les empreses estudiades. Al observar els resultats, podem veure que en el període 2008-2015 hi havia vint-i-set valors per sota de la mitjana respecte als tretze del període anterior. Però en aquest cas, a diferència dels anteriors, tenim per sobre de la mitjana vint-i-un valors en el període de recessió, i tant sols disset en el període de creixement.

Tot i així, com els valors per sota de la mitjana tenen una importància significativa, segons aquest mètode, segueix afectant la crisi a la creació de valor d'aquestes cinc empreses.

- Valor afegit en efectiu (CVA)

En la taula del Valor afegit en efectiu també es rebutja un cop més la hipòtesis nul·la. En aquest cas, els valors per sota de la mitjana són quatre en el primer període i tretze en el segon període estudiat, i per sobre de la mitjana hi trobem trenta-sis valors en el 2000-2007 i tant sols vint en el 2008-2015. El total de variables estudiades en aquest indicador és de setanta-tres.

Com ja ens diu el resultat de la Chi Quadrat on rebutgem H_0 , en el període de creixement econòmic hi ha més valors per sobre de la mitjana que per sota, per tant, també ha afectat la recessió econòmica en el cas d'aquest indicador.

D'aquest anàlisi dut a terme a través de la taula de contingència amb l'estadístic Chi Quadrat en aquests quatre indicadors, extraïem que efectivament la crisi ha afectat negativament en la creació de valor de les empreses provocant una pèrdua en el seu valor durant aquest període de temps.

L'explicació a aquest resultat pot estar donada perquè quan arriba una època de crisi en un país, els empresaris deixen d'invertir perquè no obtenen una rendibilitat d'aquesta inversió. Els empresaris més petits arriben a la fallida de l'empresa perquè les seves produccions tenen uns costos més elevats, les baixades de preus no els són favorables i a més a més, els és difícil trobar finançament.

A conseqüència d'aquestes empreses que fan fallida, l'atur augmenta, les persones no tenen feina i per tant, no tenen ingressos, el que provoca una disminució del consum. Per altra banda, els beneficis de les empreses són cada cop més baixos i els és difícil tirar endavant.

Encara que el tancament de les empreses petites dona lloc d'entrada a més quota de mercat a les grans empreses, l'afectació de la baixada de preus no és poca. La disminució dels salaris ajuda a les empreses a ser més rendibles, però tot i així els és complicat superar una crisi.

Totes aquestes conseqüències que ens porta la crisi econòmica, repercuteixen en la creació de valor de les empreses. Els inversors perden la confiança que tenen depositada en les empreses, degut a la baixada en els seus beneficis, i a poc a poc en retiren les seves accions per por a la pèrdua dels seus diners en un futur pròxim.

CONCLUSIONS

En les conclusions que extraïem d'aquest estudi, si ens centrem en el tercer i quart capítol, es pot observar que el volum de negoci que té una empresa no té res a veure en el valor que aquesta pot arribar a crear.

Encara que els beneficis d'una entitat siguin elevats, aquesta empresa és possible que no creï valor ja que aquest succeeix quan es superen les expectatives que es tenien creades per els accionistes per a aquell període. Si ens fixem en el cas contrari, una entitat amb uns beneficis 0, aquesta pot crear valor per als accionistes ja que aquests ingressos que no s'han guanyat s'han destinat a una inversió que en un futur pròxim pot generar molts beneficis per als accionistes.

Per tant, els beneficis d'una empresa no asseguren ni que es creï valor ni que aquest es destrueixi.

Com es plantejava en l'objectiu del treball, es pot afirmar que la creació de valor d'aquestes cinc empreses ha estat afectada per la crisi degut a que les diferències entre el període de creixement econòmic i el de recessió econòmica s'han confirmat gràcies a l'estudi a través de la Taula de Contingència.

L'afectació de la crisi espanyola en aquestes empreses de grans dimensions no és tant elevada com en les petites empreses, perquè aquestes últimes en pateixen molt més els efectes. Un canvi de preus afecta més a una empresa petita que no comercialitza tanta mercaderia que a una empresa més gran que té molts tipus de productes diferents.

Per altra banda, la suavització d'aquesta crisi en les empreses de l'Ibex-35 també és deu a que són empreses internacionals i si es perd negoci en un país, encara tenen més opcions en altres països on la situació econòmica sigui millor.

BIBLIOGRAFIA

- LLIBRES

Maital, S. (1995). *Coste, precio, valor. Cómo analizar y gestionar mejor el triangulo del beneficio*. Técnicas de aplicación. Versión castellana de Ediciones Deusto, S.A.

Menger, C. (1996). *Teoría del valor*. Edición especial biblioteca Cinco días. De los derechos de edición de cada título y de la obra en su totalidad, Ediciones Piramide, S.A.

AECA, Comisión de contabilidad de gestión (2016). *Control de gestión y creación de valor a través de los sistemas de medición del rendimiento*. Documentos AECA, contabilidad de gestión.

Guerras, L.A; Navas, J.E. (2015). *La dirección estratégica de la empresa*. Editorial Civitas

Fernández, P; (2000). *Creación de valor para los accionistas*. Ediciones Gestión 2000, S.A, Barcelona.

- ARTÍCULOS

Tellez, J. (2015). *Un análisis empírico de la creación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores*. Tesis Doctoral (dirigida por la Dra. Myriam García Olalla), Doctorado en Administración y Gestión de Empresas, Universidad de Cantabria. Recuperat el febrer de 2017 de: <https://repositorio.unican.es/xmlui/bitstream/handle/10902/6391/Tesis%20JTP.pdf?sequence=1>

Bonmatí, J. (2011). *El valor de una empresa y la creación de valor en esa empresa*. Artículo d'opinió per el vicepresidente de AECE a Madrid. Recuperat el març de 2017 de: [file:///C:/Users/ANNA/Downloads/Dialnet-ElValorDeUnaEmpresaYLaCreacionDeValorEnEsaEmpresa-3816159%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/ANNA/Downloads/Dialnet-ElValorDeUnaEmpresaYLaCreacionDeValorEnEsaEmpresa-3816159%20(1).pdf)

De la Fuente, D. ; De Reina, M. ; Rufín, R. (2004) *Un análisis de la relación entre creación de valor y variables de marketing en el sector turístico español*.

Departament d'economia de l'empresa i comptabilitat, Facultat de Ciències econòmiques i empresarials UNED. Recuperat el febrer de 2017 de: file:///C:/Users/ANNA/Downloads/972-376-156_5.pdf

Sousa, R.S. (2002) *Análisis de la creación de valor en las agencias de viaje en España*. Tesis doctoral (dirigida per el Dr. Juan Mascareñas Pérez-Íñigo), doctorat en ciències econòmiques i empresarials, universitat Complutense de Madrid. Recuperat el març de 2017 de: <http://biblioteca.ucm.es/tesis/cee/ucm-t26532.pdf>

Fernández, P. (2005) Creación de valor para los accionistas: definición y cuantificación. Article de Universia – Business Review. Departament de direcció financera. Recuperat l'abril de 2017 de: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=43300602>

Milla, A; Martínez, D. *Estrategias y medición de la creación de valor para el accionista*. Altair, consultores en finanzas corporativas, S.L. Recuperat el febrer de 2017 de: <https://www.gestiopolis.com/estrategias-y-medicion-de-la-creacion-de-valor-para-el-accionista/>

- PÀGINES WEB

Pàgina web oficial Abertis, S.A. (abril, 2017): <https://www.abertis.com/ca/>

Pàgina web oficial Inditex, S.A. (abril, 2017): <https://www.inditex.com/es/home>

Pàgina web oficial Acciona, S.A. (abril, 2017): <https://www.acciona.com/es/>

Pàgina web oficial Iberdrola, S.A. (abril, 2017): <https://www.iberdrola.com/>

Pàgina web oficial Telefónica, S.A. (abril, 2017): <https://www.telefonica.com/es/home>

Pàgina web Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV) (febrer, 2017): <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/BusquedaPorEntidad.aspx>

Pàgina web El Economista (febrer, 2017): <http://www.eleconomista.es/indice/IBEX-35/historico>