

Visítalo en: <http://www.labolsa.com/canales/559/>

EL CASO DE TELEFÓNICA Y ENDESA: EV / EBITDA

LaBolsa.com

4 de enero de 2002

Uno de los ratios más utilizados por los analistas para realizar valoraciones por comparables (hablábamos de este tipo de valoraciones en un artículo reciente) es el conocido como EV / EBITDA. Se trata de un ratio de interpretación similar al PER pero con algunas variaciones:

El **EV** es el "**Enterprise Value**", o valor de la compañía, y en lugar de tener sólo en cuenta la capitalización bursátil de la empresa (como hace el PER), incluye también el importe de las deudas contraídas por la compañía. En definitiva, refleja cuánto vale el conjunto de los activos de la empresa, independientemente de si están financiados por accionistas (capitalización) o por bancos (deuda).

Al utilizar esta medida del valor de la empresa reflejamos en el cálculo la "estructura financiera" de la empresa, es decir, valoramos de manera diferente empresas que están altamente endeudadas (algo que implica riesgo) y empresas que no deben dinero a los bancos, algo que no hacemos directamente al comparar empresas por el PER.

Por su parte el **EBITDA** es un cálculo del beneficio sin tener en cuenta los gastos en intereses, impuestos y amortizaciones. Entre otras cosas esta medida del beneficio tiene la ventaja de que es más comparable entre distintas empresas (incluso aunque operen en distintos países), porque no tiene en cuenta gastos cuyos importes son bastante manejables por las propias compañías (por ejemplo, el importe de las amortizaciones es en gran medida "decidible" por la empresa).

En definitiva **comparando el ratio EV / EBITDA de distintas empresas tenemos una visión bastante completa** de la situación de cada una de ellas... Y nosotros hemos realizado esta comparación para los casos de Telefónica y Endesa: concretamente hemos calculado el "EV / EBITDA" medio al que cotizan varias empresas competidoras de cada una de ellas.

En **el caso de Telefónica**, la comparación se ha realizado con Deutsche Telekom, France Telecom, British Telecom, Telecom Italia y Portugal Telecom: con nuestros cálculos, estas empresas cotizan a un EV / EBITDA medio de 6,56. Por su parte Telefónica cotiza (utilizando un precio de 15,46 euros) con un EV / EBITDA inferior al de la media de su sector, concretamente de 6,09.

Si pensamos que esa diferencia de Telefónica con su sector no está justificada, una conclusión posible sería que la cotización de Telefónica debería subir hasta igualar su ratio con el del sector. Otra conclusión alternativa sería pensar que el mercado está penalizando a Telefónica porque considera que su "EBITDA" va a bajar: de hecho, si éste disminuyera un 7,2% el ratio EV / EBITDA de Telefónica se situaría en el mismo nivel que la media del sector (el 7,2% es la diferencia porcentual entre 6,09 y 6,56).

Y ¿Porqué puede estar pensando el mercado que el EBITDA de Telefónica va a caer un 7,2%? Pues una posible explicación sería porque los resultados de la compañía se van a ver afectados por la devaluación Argentina. Utilizando este argumento podemos observar que aproximadamente un 31% del EBITDA de Telefónica se genera en Latinoamérica, y en el caso de Argentina el porcentaje es de aproximadamente el 13%. Sabiendo esto...

¿Cuánto debería caer el EBITDA en Latinoamérica o en Argentina para que el conjunto del EBITDA de Telefónica cayera un 7,2%?

En el caso de Latinoamérica la cifra sería del 23% (el resultado de dividir el 7,21% entre el 31%), y en el de Argentina del 55% (7,21% entre 13%). La conclusión sería que la actual cotización de Telefónica refleja una devaluación de todas las divisas latinoamericanas del 23% (suponiendo por ejemplo, que el caso argentino se contagie a sus vecinos), o alternativamente que **se espera una devaluación exclusivamente del Peso Argentino del 55%**.

En **el caso de Endesa** podemos hacer los mismos cálculos; concretamente los hemos realizado comparándola con Enel, RWE, E.ON y Suez Lyonnaise, que como media cotizan a un EV / EBITDA de 8,05. Por su parte Endesa cotiza (a un precio de 17,07 euros) con un ratio de 8,51, y por tanto en este caso el mercado está premiando a la eléctrica española.

Así no podemos utilizar el mismo razonamiento que con Telefónica, y la conclusión sería que **Endesa no refleja en su cotización la devaluación** (o al menos que el mercado espera mucho más de ella que del conjunto del sector a nivel europeo, al margen de los problemas en Latinoamérica).

En la sección Dónde Invertir ambas compañías presentan una recomendación de consenso de los analistas de Compra, aunque ésta es mejor para Telefónica que para Endesa (las recomendaciones son 2,05 y 2,23 respectivamente, siendo el 1 = Compra Fuerte y el 5 = Venta Fuerte).

Y ¿Cuál es la conclusión para los bancos BBVA y SCH?