

## VALORACIÓN DE ACCIONES: TELEFÓNICA <sup>1</sup>

Era 20 de julio de 2009, las 9 de la noche y el termómetro marcaba 37° en Sevilla. Beatriz Torres acababa de imprimir la información que había encontrado en Internet sobre la empresa Telefónica y la evolución de sus acciones en los últimos tiempos y tenía que pensar en la propuesta que haría a su familia al día siguiente acerca de si invertir o no 100.000 € en acciones de la compañía al precio de 16,54 €

Hacía dos meses que su madre, viuda de 80 años de edad, había vendido la farmacia en la que desarrolló su actividad profesional durante más de 40 años y desde entonces todos los hermanos estaban involucrados en la búsqueda de oportunidades de inversión para la tesorería generada con la venta.

Entre las alternativas barajadas estaba: comprar algunas plazas de garaje o un piso para alquilarlo, invertir en deuda pública o mantener el dinero en depósitos bancarios, al menos mientras continuasen las condiciones de incertidumbre económica. Dependiendo de los bancos, estos depósitos se remuneraban entre un 3% y un 5%.

Miguel, el mayor de los cinco hermanos, comentó que algunos conocidos suyos estaban concentrando una parte importante de su inversión en la bolsa pues, como consecuencia de la crisis económica, los bajos precios de las acciones de las principales empresas del IBEX 35 representaban una oportunidad de inversión muy atractiva. El consejo de familia acordó estudiar la posibilidad de invertir un 30% de los fondos disponibles en una cesta de empresas que ellos mismos seleccionarían, pues no deseaban acudir a un asesor especializado.

Telefónica, por ser una de las empresas más antiguas cotizadas en la Bolsa de Madrid y muy popular por sus dividendos en metálico fue el primer candidato que surgió y

---

<sup>1</sup> Caso de la División de investigación del Instituto Internacional San Telmo, España. Preparado por el profesor Miguel Soto Araneta con el apoyo del Fondo de Desarrollo Académico del Instituto. Para servir como base de discusión y no como ilustración de la gestión adecuada o inadecuada de una situación determinada.

rápidamente alcanzo consenso entre los hermanos. Así pues, Beatriz, que estaba en esos momentos cursando un MBA en el Instituto Internacional San Telmo y era una entusiasta de las finanzas, recibió el encargo de estudiar la empresa e informar a la familia si Telefónica era una buena oportunidad de inversión al precio de 16,54.

Por medio del servicio de información al accionista de la página Web de la compañía Beatriz pudo leer las memorias de la empresa de los últimos ejercicios, las intervenciones del presidente en la junta de accionistas, sus políticas de inversión y remuneración al accionista, etc. El **Apéndice I** presenta un extracto de la información sobre la empresa recopilada por Beatriz.

## LA RENTABILIDAD ESPERADA

El primer dilema con el que se enfrentaba Beatriz era cuánto quería ganar su familia con las acciones de Telefónica; dicho en términos financieros, qué tasa de rentabilidad debía pedir a su inversión. Contrastando esta tasa con lo que era previsible obtener mediante dividendos y plusvalías, podría decidir si el precio de 16,54 era interesante como oportunidad de inversión.

Comparándola con las otras inversiones alternativas que se estaban barajando, Beatriz entendía que la inversión en Telefónica tenía un riesgo muy superior a la inversión en deuda pública, pero no estaba muy segura de si la inversión en inmuebles tenía más o menos riesgos, dada la situación del mercado inmobiliario.

Accedió a la página web del Tesoro del Gobierno de España ([www.tesoro.es](http://www.tesoro.es)) para comprobar los precios pagados por la deuda pública en la última subasta (ver **Anexo 1**). Dado que la inversión en bolsa se planteaba con un horizonte de 3-5 años, iba a tomar la referencia de los bonos a 5 años, que en esos momentos se remuneraban al 3,06% anual.

Con respecto al mercado inmobiliario, su hermana Carmen estaba buscando inmuebles en venta en una zona de gran crecimiento de Madrid, próxima a su domicilio. Se habían marcado como objetivo un rendimiento mínimo por alquiler del 4% neto (una vez deducidos gastos de comunidad, impuestos sobre bienes inmuebles, etc.), pero no estaba resultando fácil encontrar algo que encajase en estas exigencias. Beatriz había leído un estudio en el que se decía que la rentabilidad media de las inversiones en vivienda entre 1980 y 2007 había sido del 14 %, considerando una rentabilidad media por alquiler del 3%. Durante este mismo periodo la rentabilidad de la bolsa (incluyendo dividendos y revalorización) alcanzó el 17% y la de la renta pública fue del 9,2%. En el **Anexo 2** puede verse un gráfico histórico comparado de la rentabilidad media de la bolsa, la inversión en inmuebles y la deuda pública.

Pero al comparar con el mercado inmobiliario debía considerar también que cuando quisieran hacer líquida la inversión podía llevar un tiempo considerable vender el inmueble.

Puesto que la inversión formaría parte de una cartera de acciones de diferentes empresas, Beatriz pensaba que debía compararse con otras alternativas de inversión dentro de la propia bolsa. Sabía que según la teoría de diversificación de carteras “Capital Asset Pricing Model” (CAPM) la rentabilidad exigida por el mercado a una determinada acción depende de la variabilidad de esta acción respecto al promedio del mercado, variabilidad medida por el

coeficiente “beta” ( $\beta$ ). Para poder aplicar el modelo debía averiguar la  $\beta$  de Telefónica e incorporar los parámetros de tasa libre de riesgo ( $R_f$ ) y prima de riesgo del mercado ( $R_m - R_f$ ) esperados para los próximos años.

Beatriz entró en algunos servicios de información de Internet: según Google Finance (<http://www.google.com/finance>) la  $\beta$  de Telefónica era 0,82, según Finanzas.com (<http://www.finanzas.com>) la  $\beta$  del último año era de 0,7766.

La prima de riesgo del mercado era otro problema. Había estudiado distintos libros de texto con estimaciones para Estados Unidos en los que se utilizaban primas de mercado entre el 5% y el 8%<sup>2</sup>. También tenía noticias de una encuesta realizada por el profesor Pablo Fernández entre directivos, inversores y académicos españoles en julio de 2008<sup>3</sup>, donde se apreciaba una gran dispersión en las respuestas, entre el 2% y el 30%. El promedio de las primas de riesgo utilizadas por los académicos se situaba en el 5,5%, mientras que las respuestas de empresas promediaban el 6,3%.

Con esta información Beatriz calculó mediante el CAPM que la rentabilidad del mercado para Telefónica podía oscilar entre 7,33% y 9,45% en función de los parámetros con los que alimentase la fórmula. Pero le surgían muchas preguntas: ¿esta rentabilidad era suficiente para sus necesidades? Cuando en la familia habían tratado este tema llegaron a la conclusión de que su madre necesitaría alrededor del 4% anual de su patrimonio para vivir. Además, todos deseaban que el patrimonio familiar no viese mermada su capacidad de compra por efecto de la inflación, por lo que esperaban, una revalorización anual entre el 2% y el 3%, al menos. La percepción de la bolsa como inversión arriesgada por parte de algunos miembros de la familia elevaba las expectativas sobre la rentabilidad que se podría obtener. ¿Compensaba un rendimiento en torno al 8% el riesgo incurrido al comprar acciones de Telefónica? ¿Qué pensaría el consejo familiar? Pero, ¿realmente era esta la rentabilidad a largo plazo que podía esperarse de las acciones de Telefónica?

## EL PRECIO DE LAS ACCIONES

El segundo problema, relacionado con el anterior, era saber si el precio de 16,54 € por acción suponía una buena oportunidad de inversión.

Desde el año 2002, en que Telefónica había retomado su política tradicional de dividendos, el dividendo repartido había ido creciendo cada año (el **Anexo 3** muestra los dividendos repartidos por Telefónica desde el año 2000 junto con otros datos históricos seleccionados de la compañía). El **Anexo 4** muestra la evolución histórica de la cotización de sus acciones en la bolsa de Madrid.

El dividendo distribuido por Telefónica durante el año 2008 era de 0,90 € acción y estaba aprobado por la junta general un reparto de 1,0 € acción para el año 2009, lo que

---

<sup>2</sup> Fernández, Pablo. “The Equity Premium in 100 Textbooks”, Febrero 2009. IESE Business School. Universidad de Navarra.

<sup>3</sup> Fernández, Pablo. “Prima de riesgo del mercado utilizada: Encuesta 2008” Agosto 2008. IESE Business School. Universidad de Navarra.