

**GOOGLE Inc** ofrece a las empresas espacio y herramientas para anunciar sus productos en cualquiera de las webs del grupo. La empresa dispone de más de 180 dominios web que proveen algún tipo de servicio para los usuarios finales: buscador, email, mapas, disco duro, video,...

**¿Por qué nos gusta?** Internet ofrece una cantidad ingente de información (actualmente existen más de 10.000Mn de dominios<sup>1</sup>) que los usuarios intentan procesar para satisfacer necesidades. El objetivo de la empresa es organizar dicha información y hacerla accesible y útil de manera universal. Es la mejor en esto. Desde el punto de vista del usuario es el líder de éste sector (cuota de mercado superior al 80%), las búsquedas a través de su página se han duplicado desde el 2008 y es la empresa que más invierte en I+D en este campo (14%/ventas). En lo que a anunciantes se refiere más de 1Mn de negocios lo utilizan y el porcentaje del gasto en publicidad en Internet sigue subiendo (actualmente del 20% en USA). Google está gestionando muy bien el cambio hacia internet móvil<sup>2</sup>.

**Valoración fundamental** Utilizamos los datos de consenso que estiman un crecimiento de los ingresos del 13% anual hasta 2018 y un margen EBIT que incrementa hasta el 34%. El ritmo de inversiones (CAPEX) y el de necesidades de trabajo (WC) oscilan un poco (utilizamos WC de 11% y CAPEX entre 12% y 14%). Utilizando el Flujo de Caja Libre Operativo (CFLO) de 2018 (23.000Mn USD) para el valor terminal, una tasa de descuento del 8%, una tasa impositiva (t) del 20% y un crecimiento perpetuo (g) del 4%, la valoración es de 648USD/acción. La tasa del 4% refleja el perfil actual de crecimiento de la empresa. Creemos que estamos lejos de ver un mercado de buscador y de internet móvil maduros [Ver cuadro DCF en la página 2.](#)

**Calidad de la Empresa** Tiene una posición de caja neta de 64.000MnUSD. Rating S&P: AA/ESTABLE.

**Riesgos** Empresas como Apple, Samsung o Firefox pueden cambiar el buscador por defecto, los hábitos de los usuarios de internet pueden cambiar rápidamente, riesgo regulatorio en Europa.

**Últimos Resultados** Los ingresos del 3T2015 han crecido un 21% sin tener en cuenta el impacto de la apreciación del USD. Google sigue creciendo a un ritmo alto. Destaca el crecimiento de los ingresos vía los anuncios en la páginas propias (Google, YouTube,...). Los Paid Clicks (PC) han subido un 35% mientras que los Costes por Click (CPC) caen un 16%. Respecto YouTube Google dice que el tiempo de visualización de YouTube ha incrementado un 60% desde 2014, el ritmo más rápido en 2 años. Vía móvil ha igualado las de ordenador. (Fuente Bernstein Research). El coste que paga Google a las webs por redirecciones (los TACS) sigue bajando. Los otros costes (Play, contenido YouTube,...) se mantienen bastante igual. A nivel operativo el I+D se mantiene, mientras que los costes de ventas y generales se reducen, por lo que el margen operativo mejora al 32,9%. Más detalle:

<http://www.robustglobal.com/google-alphabet-resultados-3t-2015/>

**RSC Ambiental:** Mucho esfuerzo en los Centros de Datos llegando a diseñar sus propios servidores para ahorrar energía: ratio PUE de 2013 de 1,11 (vs 1,23 en 2008). Buscan activamente incrementar el uso de energía renovable (34% en 2013 vs 25% en 2010). En sus oficinas controlan que los materiales no tengan químicos nocivos, fomentan el transporte sostenible y tienen 43 edificios LEED.

**Social:** La empresa realiza múltiples proyectos con ONGs a través de donaciones en metálico y en especies. También fomenta el voluntariado y las donaciones de sus trabajadores. Han empezado a ser proactivos para incrementar el ratio de mujeres y minorías. **Gobernanza:** El Consejo está formado por 10 miembros, 7 independientes. Remuneración transparente. 4 comités: auditoría, remuneraciones, gobernanza y adquisiciones. **(4)Reporting:** El punto más débil de su RSC: dispone de varias fuentes en sus webs pero no agrupa los datos bajo ningún criterio estándar tipo GRI. [Ver cuadro RSC en la página 3.](#)

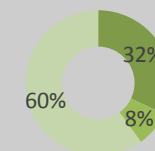
# GOOGLE

Capitalización: 490.000Mn USD

Trabajadores: 60.000

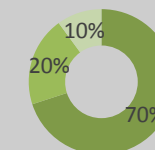
Cotización (A)  
730,96USD

## Accionistas

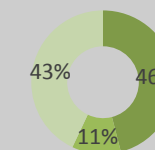


■ Fondos ■ Fundadores ■ Resto

## Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



■ Publicidad Google  
■ Publicidad p. asociadas  
■ Otros (Play, Nexus,...)



■ EEUU ■ UK ■ Resto

Fundamentales	2015E	2016E	2017E	2018E
en millones de USD				
<b>INGRESOS</b>	74.339	85.961	98.349	113.156
<i>Incremento (%)</i>	96,1%	15,6%	14,4%	15,1%
<b>EBITDA</b>	29.652	35.137	40.860	48.630
<i>Incremento (%)</i>	110,6%	18,5%	16,3%	19,0%
<i>Margen s/ventas</i>	39,9%	40,9%	41,5%	43,0%
<b>RESULTADO</b>	20.086	23.762	27.771	31.625
<i>Incremento (%)</i>	106,3%	18,3%	16,9%	13,9%
<b>BPA</b>	28,97	34,18	39,52	45,44
<i>Incremento (%)</i>	92,1%	18,0%	15,6%	15,0%
<b>RATIOS</b>				
PER	25,2x	21,4x	18,5x	16,1x
Dividendo	0,0%	0,0%	0,0%	-
Deuda Neta/EBITDA	-2,0x	-1,7x	-1,4x	-

# VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 20/07/2015

Flujo de caja	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	TACC	
													2014-18	2004-14
INGRESOS	16.603	21.748	23.560	28.912	29.322	41.388	59.697	66.391	74.339	85.961	98.349	113.156	14,3%	35,8%
% crecimiento	57,5%	31,0%	8,3%	22,7%	1,4%	41,1%	44,2%	11,2%	12,0%	15,6%	14,4%	15,1%		
EBITDA	7.006	9.241	10.891	13.060	15.812	18.391	21.508	26.193	29.652	35.137	40.860	48.630	16,7%	35,8%
% crecimiento	52,5%	31,9%	17,9%	19,9%	21,1%	16,3%	16,9%	21,8%	13,2%	18,5%	16,3%	19,0%		
% margen	42,2%	42,5%	46,2%	45,2%	53,9%	44,4%	36,0%	39,5%	39,9%	40,9%	41,5%	43,0%		
BENEFICIO	4.951	6.142	7.181	9.302	12.055	13.166	14.921	17.730	20.086	23.762	27.771	31.625	15,6%	-
% crecimiento	53,7%	24,1%	16,9%	29,5%	29,6%	9,2%	13,3%	18,8%	13,3%	18,3%	16,9%	13,9%		
BPA	7,79	9,75	11,61	14,80	18,02	19,91	21,95	25,79	28,97	34,18	39,52	45,44	15,2%	34,1%
% crecimiento	47,1%	25,1%	19,1%	27,5%	21,8%	10,5%	10,2%	17,5%	12,3%	18,0%	15,6%	15,0%		
D&A	934	1.510	1.567	1.432	1.934	2.768	4.261	4.590	5.139	5.943	6.799	7.823		
% s/ingresos	5,6%	6,9%	6,7%	5,0%	6,6%	6,7%	7,1%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%		
EBIT	<b>6.072</b>	<b>7.731</b>	<b>9.324</b>	<b>11.627</b>	<b>13.877</b>	<b>15.623</b>	<b>17.246</b>	<b>21.358</b>	<b>24.442</b>	<b>29.048</b>	<b>33.439</b>	<b>39.253</b>	16,4%	39,8%
% crecimiento	66,0%	27,3%	20,6%	24,7%	19,4%	12,6%	10,4%	23,8%	14,4%	18,8%	15,1%	17,4%		
% margen	36,6%	35,5%	39,6%	40,2%	47,3%	37,7%	28,9%	32,2%	32,9%	33,8%	34,0%	34,7%		
Impuesto efectivo	25,9%	27,8%	22,2%	21,2%	21,0%	20,2%	16,1%							
IS modelo <span style="color: blue;">22%</span>	1.336	1.701	2.051	2.558	3.053	3.437	3.794	4.699	5.377	6.390	7.357	8.636		
NOPLAT (EBIT-TAX)	<b>5.670</b>	<b>7.540</b>	<b>8.840</b>	<b>10.502</b>	<b>12.759</b>	<b>14.954</b>	<b>17.713</b>	<b>21.249</b>	<b>24.204</b>	<b>28.600</b>	<b>32.882</b>	<b>38.440</b>	16,0%	35,0%
% s/capitalización	1%	2%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	5%	6%	7%	8%		
CAPEX ajustado	-2.403	-2.358	-810	-4.018	-3.082	-3.250	-6.102	-9.894	-10.864	-11.109	-12.372	-14.080		
% s/ingresos	14%	11%	3%	14%	11%	8%	10%	15%	15%	13%	13%	12%		
Δ WC ajustado (media 10a)	740	583	230	399	51	1576	1706	641	846	1238	1319	1577		
% s/ingresos	12%	11%	13%	7%	12%	13%	9%	10%	11%	11%	11%	11%		
CF Libre Operativo (CFLO)	<b>2.527</b>	<b>4.599</b>	<b>7.800</b>	<b>6.084</b>	<b>9.626</b>	<b>10.128</b>	<b>9.905</b>	<b>10.714</b>	<b>12.493</b>	<b>16.253</b>	<b>19.190</b>	<b>22.784</b>	20,8%	-
% crecimiento	77,6%	81,9%	69,6%	-22,0%	58,2%	5,2%	-2,2%	8,2%	16,6%	30,1%	18,1%	18,7%		
% s/ingresos	15,2%	21,1%	33,1%	21,0%	32,8%	24,5%	16,6%	16,1%	16,8%	18,9%	19,5%	20,1%		
% s/EBITDA	36,1%	49,8%	71,6%	46,6%	60,9%	55,1%	46,1%	40,9%	42,1%	46,3%	47,0%	46,9%		
% s/capitalización	490.162	0,5%	0,9%	1,6%	2,0%	2,1%	2,0%	2,2%	2,5%	3,3%	3,9%	4,6%		
% of market cap & debt	490.162	0,5%	0,9%	1,6%	2,0%	2,1%	2,0%	2,2%	2,5%	3,3%	3,9%	4,6%		
cash conversion	51,0%	74,9%	108,6%	65,4%	79,9%	76,9%	66,4%	60,4%	62,2%	68,4%	69,1%	72,0%		
<b>Capital de trabajo</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
Deudores	2.308	2.642	3.202	5.002	6.172	8.585	9.390	10.849						
Receivables - % of sales	14%	12%	14%	17%	21%	21%	16%	16%						
Inventarios	0	0	0	0	35	505	0	0						
Inventories - % of sales	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%						
Acreedores	282	178	216	2.844	2.595	3.685	3.827	4.493						
Payables - % of sales	2%	1%	1%	10%	9%	9%	6%	7%						
Total CT	<b>2.026</b>	<b>2.464</b>	<b>2.986</b>	<b>2.158</b>	<b>3.612</b>	<b>5.405</b>	<b>5.563</b>	<b>6.356</b>	<b>7.918</b>	<b>9.155</b>	<b>10.475</b>	<b>12.052</b>		
% s/ingresos	12,2%	11,3%	12,7%	7,5%	12,3%	13,1%	9,3%	9,6%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%		
Δ Capital de Trabajo	<b>914</b>	<b>439</b>	<b>522</b>	<b>-828</b>	<b>1.454</b>	<b>1.793</b>	<b>158</b>	<b>793</b>	<b>1.562</b>	<b>1.238</b>	<b>1.319</b>	<b>1.577</b>		
CT - Thomson	319	327	486	-99	630	898	-31	364						
<b>Valoración</b>														
WACC <span style="color: blue;">8%</span>														
Crecimiento perpétuo <span style="color: blue;">4%</span>														
CFLO medio 1a (para valor teminal)													22.784	
CFLO 2015/2018 - valor presente													60.898	
CFLO terminal - valor presente													427.116	
<b>Enterprise Value</b>													<b>488.014</b>	
Deuda Neta													-67.536	
<b>Equity Value</b>													<b>555.550</b>	
Número acciones													687,7	
Precio actual acción													732	
Capitalización													503.298	
<b>Valor Objetivo</b>													<b>807,85</b>	
Upside/(Downside)													10%	
Precio Objetivo Consenso													837,41	
<b>Múltiplos</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
PER									25,3x	21,4x	18,5x	16,1x		
PER ajustado x deuda									21,9x	18,5x	16,0x	13,9x		
EV/EBITDA									14,7x	12,4x	10,7x	9,0x		
CFLO YIELD									2,5%	3,3%	3,9%	4,6%		
Dividendo									0,0	0,0	0,0			
DVD YIELD									0,0%	0,0%	0,0%	#¡VALOR!		
DN/EBITDA									-2,3x	-1,9x	-1,7x	-2,8x		

# CUADRO RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA actualización: 09/07/2014

	2013	2012	OBJETIVO	NOTAS
<b>MEDIO AMBIENTE</b>				
<b>CENTROS DE DATOS</b>				
PUE - media 12 meses	1.11	1.11	-	1,23 en 2008. Reportan el dato trimestralmente. Para el cálculo utilizan estándares superiores a los de la iniciativa Green Grid.
Servidores	-	-	-	Los servidores normales gastan mucha energía convirtiendo la corriente de alternativa a continua y después reduciendo el voltaje. Google diseña los suyos propios y ha mejorado estos procesos (por encima de los estándares de la CSCI) y ha obtenido un 25% de mejora de eficiencia vs el normal: mejor PSU, mejores reguladores y utilización de baterías. Han reducido la velocidad de giro de los ventiladores, trabajan con los proveedores para que fabriquen componentes que se adapten al nivel de uso del sistema en cada momento.
Control temperatura	-	-	-	Han establecido una temperatura alta, de 26 grados. Estudian los flujos de aire de los centros. Aislan los pasillos (fríos) de entrada de aire de los pasillos (calientes) de salida con planchas metalizas y cortinas tipo supermercado.
Enfriamiento aire	-	-	-	El aire caliente que sale de los servidores pasa por resistencias de agua fría que bajan su temperatura para que pueda volver a la sala y cerrar el ciclo. Para mantener el agua fría utilizan evaporación o agua del mar en zonas frías. 2 de los centros utilizan un 100% de agua reciclada y trabajan en un 3o que captura lluvia.
Energía renovable	34%	30%	-	25% en 2010. Compran energía renovable a través de contratos de larga duración (PPAs). Invierten en proyectos de renovables: 1Bn USD para generar 2GW que es más de los que gastan en operaciones.
Estándares				ISO 14001 para los centros en EEUU y Europa, ISO 50001 (Energía) para 6 centros de EEUU.
<b>OFICINAS</b>				
Paneles solares (MW)	1.9	-	-	En 2007 instalaron 1,7MW. En sus oficinas centrales en Mountain View. Subministra el 30% de la electricidad.
Transporte (coches de menos)	4.000	-	-	Servicio de shuttle biodiesel (5%) con filtro de nitrógeno, flota de vehículos eléctricos compartibles. Cuando un trabajador pasa a desplazarse sin vehículo (a pie, bici,...) Google obtiene un sello digital que se convierte en donaciones a la ONG preferida por el trabajador (hasta 140USD al trimestre).
Programa de materiales				Reducen el uso de VOCs y formaldehídos en muebles, moquetas, pinturas,...   piden transparencia a sus proveedores, en EEUU les piden que compartan la información a través del programa Pharos. Participan en la lista de la EPA, la Living Building Red List y la Health Product Declaration.
Edificios LEED	43	-	-	
<b>SOCIAL</b>				
% mujeres directivas	21%	-	-	Google publica % en total, actividades tech y no tech y directivos
mujeres - Consejo Adm.	3/10	-	-	
mujeres - Comité ejecutivo	0	-	-	
% blancos en total	72%	-	-	Google publica % en total, actividades tech y no tech y directivos
Formación - inclusión				en 2013 la mitad de la empresa ha participado en grupos de trabajo sobre el sesgo de nuestro subconsciente
Programas ayuda	36	-	-	A través de los Global Impact Awards aportan dinero a diversos programas de educación, medio ambiente, desarrollo y mujeres
Ayuda - Desastres	9Mn	-	-	Capital donado desde 2005
Voluntariado trabajadores	50.000	-	-	Horas dedicadas durante el año. Tienen una semana dedicado a ello (GoogleServe).
Donaciones trabajadores	50Mn	-	-	Google machea la cantidad que donan los trabajadores.
Donación productos				Ofrece sus productos a un precio reducido o gratis a ONGs ( <a href="http://www.google.com/nonprofits/">http://www.google.com/nonprofits/</a> )
Estándares				OHSAS 18001 para los centros en EEUU y Europa.
<b>GOBERNANZA</b>				
Estructura				Consejo de administración de 10 miembros. 7 independientes (el NASDAQ requiere que la mayoría lo sean). Sin embargo las empresas de Silicon Valley no desarrollan buenas practicas en cuanto a la relación que hay de los consejeros: Doerr (Google) tiene negocios de VC con alGore (consejeor Apple), Schmidt (Google) era hasta 2009 consejero también de Apple, Mather (google) era CFO de Pixar (empresa Steve Jobs),...
Representación trabajadores				NO
Comités				Auditoría, salarios, gobernanza y adquisiciones.
Sueldos ejecutivos				Los publican en el Proxy. Page y Brin (fundadores) cobra 1 dólar de salario y bonus.
<b>REPORTING</b>				
Informe Anual				Solo publican el oficial que se presenta a la Fed el, 10K. No agregan la información de RSC, solo incluye gobernanza.
Carbon Disclosure Project				NO
GRI				NO
Web				Publica mucha información sobre

## Siglas (por orden alfabético)

- CSCI (Climate Savers Computing Initiative). Son co-fundadores
- Green Grid: organismo que establece estándares para la medición del consumo de energía de los centros de datos y de las tecnologías de la información
- OHSAS: *Occupational Health and Safety Management Systems*.
- Pharos: herramienta abierta sobre materiales de edificios | [pharosproject.net](http://pharosproject.net)
- PSE: Power Supply Efficiency. Eficiencia con la que un convertidor pasa de AC a DC.
- PUE: Power Usage Effectiveness. relación entre la energía que se utiliza para hacer funcionar los servidores y la que se utiliza para para refrigerar y gestionar dichos servidores.

Fuentes: [www.google.org](http://www.google.org), [www.google.com/green](http://www.google.com/green), [www.google.com/diversity](http://www.google.com/diversity), [investor.google.com](http://investor.google.com), [GoogleProxy](http://GoogleProxy), [ROBUST GLOBAL INVESTMENT SICAV](http://ROBUSTGLOBALINVESTMENT.SICAV)  
 Elaborado por [ROBUST GLOBAL INVESTMENT SICAV](http://ROBUSTGLOBALINVESTMENT.SICAV)