

¿Está sustentada la caída de la Bolsa en los principales parámetros de valoración?

Desde comienzos de 2010, los mercados de renta variable a nivel mundial, y la Bolsa española en particular, han experimentado una notable reducción del valor de sus activos. Aquí analizamos si la caída de las valoraciones se encuentra sustentada en la modificación de las variables fundamentales empleadas en los métodos de valoración generalmente aplicados por el mercado o si, por el contrario, no responde a parámetros fundamentales de valoración sino a comportamientos de «huida hacia la calidad» desde los mercados bursátiles a otras alternativas de ahorro.

Javier Castelo



[Hemera]/Thinkstock

El valor de una empresa puede estimarse a través de diversas metodologías de valoración, tales como el descuento de flujos futuros, la aplicación de multiplicadores, métodos patrimoniales o la cotización de sus acciones, en el caso de que sea cotizada.

La capitalización bursátil representa la mejor referencia explícita del valor de mercado de la compañía, siempre que el mercado sea lo suficientemente líquido.

Desde principios de 2010, se ha venido observando en los mercados, en general, y en el mercado español, en particular, una significativa corrección en el valor de mercado de las empresas. Así, en el período comprendido entre el 1 de enero de 2010 y el 15 de septiembre de 2011, la capitalización del Ibex-35 se ha reducido cerca de un 30%.

Desde enero de 2010, los beneficios netos esperados de las empresas del Ibex-35 para 2011-2013 se han reducido entre un 11 y un 18%

La metodología de valoración generalmente aplicada en mercados bursátiles es la del descuento de flujos de caja, siendo una de las técnicas más utilizadas el modelo del descuento de dividendos (DDM). Los dividendos empleados en la valoración deben ser los dividendos potencialmente repartibles (flujos de caja para el accionista), que no siempre coinciden con los dividendos realmente repartidos.

Este método de valoración asume que el valor de una empresa puede determinarse mediante el cálculo del valor actual neto (VAN) de los dividendos potencialmente repartibles por la empresa en el futuro, descontándolos a una tasa adecuada al riesgo de esa empresa.

Los dividendos que repartirá una compañía estarán ligados a los beneficios que obtenga y a la tesorería que genere, que, a su vez, estará influida por las necesidades de inversión en activo fijo y circulante y por la captación o amortización de deuda.

La tasa de descuento aplicada será la rentabilidad exigida por el inversor, que será mayor cuanto mayor sea el riesgo percibido en torno a la inversión en una compañía.

Desde esta perspectiva, podríamos asumir que la corrección de valor producida en los mercados desde enero de 2010 podría responder fundamentalmente a dos razones: una revisión a la baja de las estimaciones de resultados futuros de las compañías y la aplicación de mayores tasas de descuento por el mayor riesgo percibido.

ESTIMACIONES DE RESULTADOS

Para el análisis de los resultados esperados, hemos to-

mado el consenso de analistas recogido por Factset para todas las empresas del Ibex-35. Así, se han comparado las estimaciones de resultados existentes a 1 de enero de 2010 con las existentes a 15 de septiembre de 2011.

Las variables observadas han sido las previsiones de ingresos, resultado operativo bruto (Ebitda), resultado operativo neto (Ebit) y beneficio neto para el período 2011-2013 (véase tabla «Corrección previsiones 15/09/2011 frente a 01/01/2010»).

Se observa que, a 15 de septiembre de 2011, se ha producido una corrección a la baja de los resultados esperados de las empresas del Ibex-35 en relación con las estimaciones del 1 de enero de 2010.

Se observa que los ingresos se han revisado al alza y el Ebitda prácticamente se ha mantenido, lo que implica una corrección a la baja del margen Ebitda.

Sin embargo, a septiembre de 2011, el consenso de analistas espera un menor nivel de Ebit que a enero de 2010, debido a las mayores amortizaciones producidas por las mayores inversiones. Las previsiones apuntan, por tanto, a una disminución de la rentabilidad de las compañías, que deben realizar más inversiones para obtener similares Ebitda.

La mayor corrección se produce a nivel de beneficio neto, que desciende entre un 11,3 y un 18,2%. Como se ha señalado anteriormente, el nivel de beneficio neto es una magnitud relevante para el análisis a través del DDM.

Por tanto, una parte de la caída de valor de las empresas del Ibex-35 queda justificada por una significativa revisión a la baja de sus beneficios futuros estimados.

TASA DE DESCUENTO

La tasa de descuento aplicada en el descuento de dividendos es la rentabilidad exigida por el inversor, esto es, el mínimo de rentabilidad razonable que un inversor objetivo exigiría según el nivel de riesgo percibido en la inversión propuesta. Así, la rentabilidad exigida viene determinada por dos factores: tasa libre de riesgo y prima de riesgo de la empresa.

En la práctica, se asume como tasa libre de riesgo para una inversión en España la TIR del bono español a 10 años, por tratarse de la referencia de mayor liquidez en el mercado. Esta referencia incorpora el

CORRECCIÓN PREVISIONES 15/09/2011 FRENTE A 01/01/2010 (%)

| | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------|-------|-------|-------|
| Ingresos | 4,4 | 9,1 | 10,3 |
| Ebitda | -3,0 | -0,8 | 1,2 |
| Ebit | -11,7 | -7,0 | -4,4 |
| Beneficio neto | -18,2 | -16,3 | -11,3 |

Fuente: Factset.

PROMEDIO MÚLTIPLOS IBEX-35

| | A fecha 01/01/2010 | | | A fecha 15/09/2011 | | |
|-------------------------|--------------------|------|------|--------------------|------|------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2011 | 2012 | 2013 |
| Enterprise value/Ebitda | 7,9 | 7,7 | 7,3 | 7,3 | 6,7 | 6,4 |
| Enterprise value/Ebit | 10,5 | 9,7 | 9,3 | 10,4 | 9,2 | 7,8 |
| PER | 11,5 | 10,3 | 10,1 | 10,0 | 9,0 | 8,1 |

Fuente: Factset.

riesgo país que un potencial inversor asigna a una inversión en España, que puede medirse a través del diferencial frente a la TIR del bono alemán.

En este sentido, hemos analizado la evolución de la TIR del bono español a 10 años desde el 1 de enero de 2010 hasta el 15 de septiembre de 2011, así como el diferencial de esta frente a Alemania.

TIR bono España y diferencial frente a Alemania



Fuente: Bloomberg.

En el gráfico «TIR bono España y diferencial frente a Alemania», se observa que la TIR del bono español a 10 años sufrió un incremento significativo durante el período: desde el 3,9% de enero de 2010, hasta alcanzar niveles de 6,4% en agosto de 2011, lo que supuso un incremento de 250 puntos básicos. Este incremento estuvo fundamentado, básicamente, en la mayor percepción de riesgo país por parte de los inversores. Así, el diferencial de la TIR del bono español frente a la del bono alemán se incrementó desde los 58 puntos básicos de enero de 2010, hasta los 410 puntos básicos que llegó a alcanzar en algunos momentos del día durante el mes de agosto de 2011.

Por tanto, aun asumiendo un mantenimiento de la prima de riesgo de la empresa, que implica que no haya cambios significativos en las variables que la determinan (beta desapalancada o del negocio, estructura financiera y prima de riesgo del mercado), la tasa de descuento con la que analistas e inversores realizarían el descuento de dividendos sería superior, lo que disminuye la valoración de las acciones.

La utilización de tasas de descuento mayores por parte de analistas e inversores encuentra su reflejo en la caída registrada en los múltiplos de mercado, lo que implica que las valoraciones han caído en mayor medida que los resultados.

Hemos realizado un análisis de los multiplicadores implícitos en las empresas del Ibex-35 a enero de 2010 y septiembre de 2011. Los multiplicadores analizados han sido *enterprise value/Ebitda*, *enterprise value/Ebit* y PER (véase gráfico «Promedio múltiplos Ibex-35»).

La TIR del bono español a 10 años ha llegado a incrementarse hasta 250 puntos básicos desde principios de 2010

Los resultados muestran una notable reducción de los multiplicadores implícitos, fundamentalmente en los ejercicios 2012 y 2013, lo que implica asumir que la caída en el valor de las compañías ha sido mayor que la reducción de los resultados estimados, debido, en gran parte, a las mayores tasas de descuento aplicadas en la valoración.

CONCLUSIÓN

Según el análisis realizado, consideramos que la caída generalizada del valor de las empresas en Bolsa y, en particular, del Ibex-35 puede justificarse, en gran parte, por dos razones fundamentales:

- La revisión a la baja de los resultados estimados para los próximos años, fundamentalmente del beneficio neto. En el caso del Ibex-35, se redujo entre un 11,3 y un 18,2% en el período 2011-2013 desde las estimaciones de enero de 2010 a las de septiembre de 2011.
- Las mayores tasas de descuento aplicadas como consecuencia del incremento de la tasa libre de riesgo, que, en la práctica, se asimila con la TIR del bono español a 10 años. Entre enero de 2010 y septiembre de 2011, la TIR creció cerca de 250 puntos básicos.

Adicionalmente al negativo comportamiento de las variables fundamentales que determinan el valor de las acciones, la reducción de la capitalización de las compañías ha estado influida por la presión vendedora ligada a la búsqueda de otras alternativas al ahorro con menor grado de volatilidad que la renta variable en un contexto económico de alta incertidumbre ::