Evolución de la bolsa española desde el inicio de la crisis

Desde el comienzo de la crisis, el Ibex 35, que aglutina a las principales empresas de la bolsa española ha sufrido caídas significativas. Pero ¿cómo se han comportado los fundamentales que sustentan las cotizaciones del índice? ¿Y los multiplicadores de valoración implícitos en dichas cotizaciones? En este artículo pretendemos exponer la evolución de dichos parámetros en relación con la evolución del índice.

Javier Castelo

Desde el inicio de la crisis en el año 2008 hasta marzo de 2013 el Ibex 35 ha caído un 43%, en línea con la revisión a la baja de los beneficios estimados de las empresas y con el incremento de las tasas de descuento por el mayor riesgo percibido en España.

El valor de una compañía procede fundamentalmente de los flujos que es capaz de generar para sus accionistas y del riesgo asociado a dichos flujos, que en este artículo analizamos por medio de dos variables:

• *Beneficios*: Estrictamente, el valor de una acción dependerá de los dividendos potencialmente repartibles, o del flujo de caja libre para el accionista. No obstante, en el largo plazo existe una clara relación entre beneficios contables y dividendos. Cuanto mayor el beneficio obtenido, mayor será el valor de las acciones.

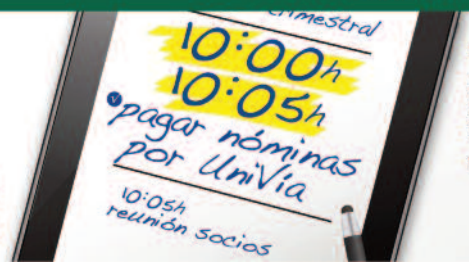
• *Tasa de descuento:* Los flujos de caja generados por la empresa se descontarán a una tasa de descuento resultante de incorporar una prima de mercado a la tasa libre de riesgo en España. En la práctica se asume la rentabilidad (tasa interna de retorno - TIR) del bono del estado español a 10 años como la tasa libre de riesgo. Cuanto mayor sea la tasa de descuento, menor será el valor de las acciones.

iStockphoto/Thinkstock.

En el año 2008 se produjo una severa reducción de los beneficios esperados (en torno al 18 %) por parte de los analistas, y un incremento de la TIR del bono español a 10 años (que llego a incrementarse desde el 4,0 % hasta el 5,0 %). El Ibex 35 sufrió una caída significativa, alrededor del 39 %.

En los años 2009 y 2010 las correcciones de beneficios fueron más limitadas (~3 %) y la tasa libre de riesgo se mantuvo más estable, en torno al 4 %. Asimismo, el Ibex 35 se mantuvo relativamente estable en el entorno de los 9.500 puntos.

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

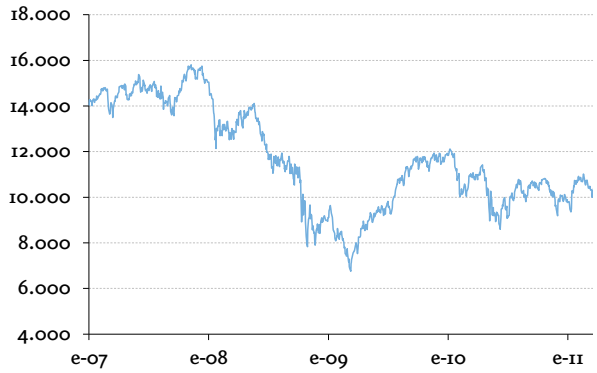
Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12. 29007 Málaga. Inscrita R.Mº. de Málaga. Tomo 4.952. Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1. Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

Evolución 2007-2013 IBEX35



Fuente: *Factset*

En los ejercicios 2011 y 2012 el consenso de mercado volvió a reducir significativamente las estimaciones de beneficios empresariales (~22 %) y la tasa libre de riesgo se disparó, llegando a situarse en 7,5 % en julio de 2012. El Ibex 35 sufrió una caída de aproximadamente el 16 %, probablemente soportada por las expectativas de recuperación.

Es destacable que el consenso de mercado sobre los beneficios estimados de las empresas del Ibex 35 para los próximos 3 años se ha venido corrigiendo a la baja desde el ejercicio 2007, pese a mantener siempre un perfil creciente. Esto se traduce en que año tras año, el mercado estima que la caída de los beneficios ha llegado a su fin, y que estos empezarán a crecer en los próximos años, equivocándose de forma recurrente al encontrarse año tras año por debajo del nivel alcanzado en el ejercicio anterior.

Los multiplicadores y su evolución

Los multiplicadores implícitos en las empresas cotizadas reflejan el valor que asigna el mercado a cada unidad de resultado obtenido por cada empresa, resultando útiles para valorar una empresa de un determinado sector a partir de los resultados por ella obtenidos. Algunos de los multiplicadores más utilizados por los analistas son los siguientes:

• Basados en el valor de mercado de los activos (*Enterprise value*: Capitalización + Deuda financiera neta):

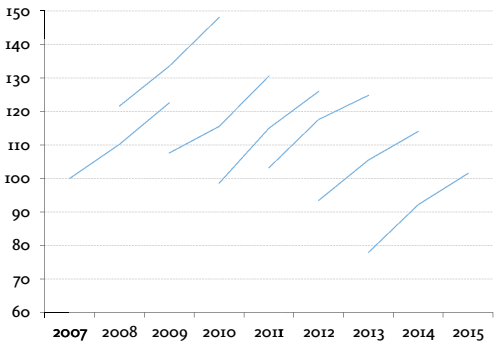
- *Enterprise value*/ Ventas
- *Enterprise value*/ EBITDA
- *Enterprise value*/ EBIT

• Basados en el valor de mercado de las acciones (*Equity value*: Capitalización):

- PER (Capitalización/ beneficio neto)
- Precio/ valor en libros (Capitalización/ patrimonio neto)

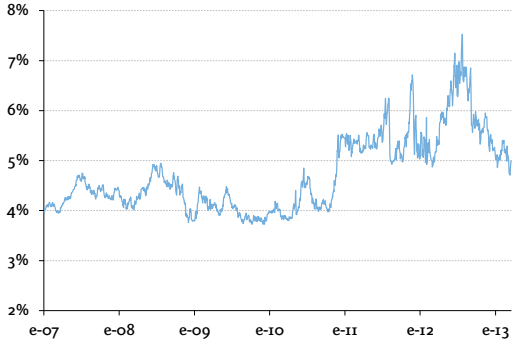
El enterprise value mide el valor de mercado de los activos de la empresa. Se utiliza como numerador del multiplicador cuando la magnitud que se utiliza como denominador es una magnitud "obtenida con

Beneficios estimados próximos 3 años a inicio de año *(Base 100 año 2007)*



Fuente: *Factset*

Evolución 2007-2013 TIR Bono español 10 años



Fuente: *Factset*

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.Mº. de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

la totalidad de los recursos de la empresa, esto es, con su activo, independientemente de cómo se esté financiando". Así, cualquier partida de la cuenta de resultados antes de intereses es una magnitud obtenida de manera independiente a la financiación de la empresa. Se aplicará el enterprise value en el cálculo de multiplicadores sobre ventas, EBITDA y EBIT.

Una vez que se descuentan los intereses sí se refleja en la cuenta de resultados el efecto de la estructura financiera, y por tanto, se utilizará como numerador el equity value (la capitalización bursátil) de la empresa. Se aplicará directamente la capitalización de la empresa en el cálculo de multiplicadores sobre beneficio neto o valor contable del patrimonio neto.

Hemos analizado la evolución de algunos de los principales multiplicadores desde el año 2007 hasta el 2012, como puede observarse en la tabla 1.

Observamos que el EV/ EBITDA se ha mantenido relativamente estable, con un promedio en los últimos 6 años de 8,8 veces.

El sector eléctrico cuenta con un multiplicador algo más bajo que la media del Ibex 35, por el menor crecimiento esperado y por tratarse de una actividad más intensiva en capital.

En relación al PER, observamos un incremento progresivo desde 2007 a 2012, pasando de 6,8 veces a 15,2 veces. Este incremento se debe a que las cotizaciones han caído menos que los beneficios, puesto que el mercado descuenta una recuperación de los resultados en los próximos años.

El sector financiero mantuvo de forma recurrente un PER por debajo de la media del IBEX 35, posiblemente debido a las pocas expectativas de crecimiento de los beneficios, unidas a la incertidumbre instalada en el sector.

En cuanto al ratio precio/ valor en libros se observa una leve caída desde 1,34 veces a 1,18 veces, debido a que el mercado asume que actualmente las empresas cuentan con minusvalías implícitas, no afloradas.

De nuevo resulta llamativo el hecho de que el sector financiero se haya encontrado de forma recurrente por debajo de la media del IBEX 35, e incluso por debajo de la unidad. Esto se explica porque el mercado considera que existen activos en los balances de las entidades financieras cuyo valor de mercado se encuentra por debajo del importe al que están contabilizados, tales como préstamos con potenciales problemas, y que aun no han sido provisionados por la entidad ::

TABLA 1. EVOLUCIÓN MULTIPLICADORES 2007-2012

	EV/ EBITDA						PER						Precio/ Valor en libros					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Financieras	-	-	-	-	-	-	5,0	6,2	6,5	6,4	9,2	20,3	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,8
Construcción y concesiones	9,7	10,2	10,4	9,8	8,3	9,3	5,3	11,2	12,4	9,3	11,8	16,2	2,0	2,2	1,9	1,7	1,4	1,3
Eléctricas	8,5	8,4	8,9	7,6	7,7	7,1	8,8	8,1	11,8	12,3	12,1	10,7	1,9	1,1	1,3	1,2	1,2	1,1
Resto	6,5	9,1	10,7	8,1	8,0	7,8	6,8	7,9	17,6	17,6	15,6	15,7	2,2	2,0	1,7	1,6	1,6	1,6
TOTAL	**8,7**	**9,3**	**10,4**	**8,4**	**7,8**	**8,0**	**6,8**	**7,5**	**11,0**	**11,2**	**11,4**	**15,2**	**1,3**	**1,5**	**1,3**	**1,2**	**1,2**	**1,2**

Fuente: *FactSet*