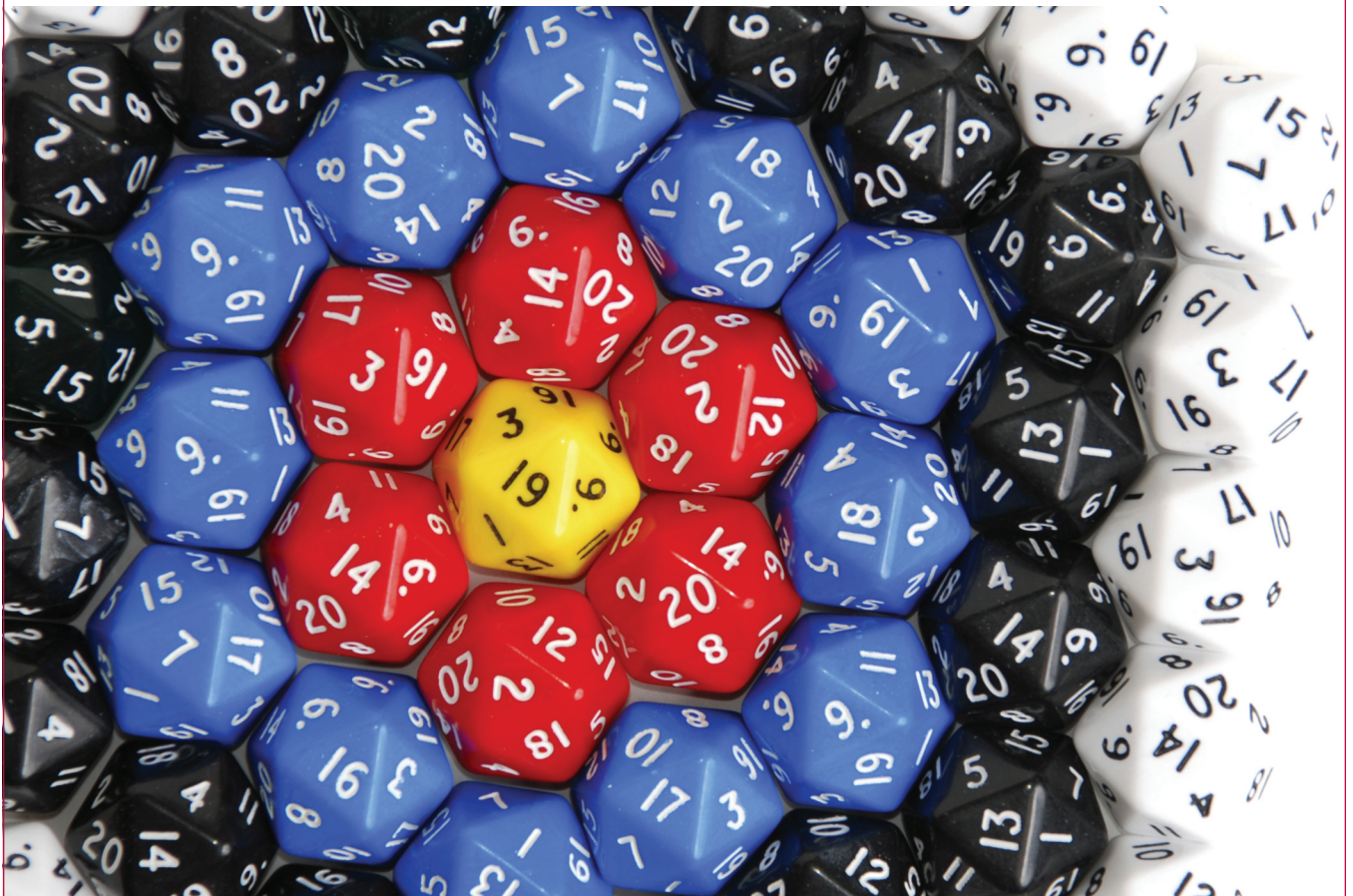


Anatomía de la corrección y oportunidades de inversión

El Ibex-35 alcanza rango objetivo: 8.900-9.200 puntos. Analizamos cómo ha sido el camino del índice hacia nuestro escenario central, qué factores han sido determinantes del *performance* relativo de los constituyentes del índice y qué oportunidades de inversión se han abierto una vez alcanzado el rango objetivo.

Daniel Suárez Montes



El Ibex-35 ahonda en el peor comportamiento relativo frente a otros índices europeos y alcanza en las primeras semanas de junio nuestro nivel objetivo, situado en el rango 8.900-9.200 puntos. En el artículo de «Finanzas personales» de la publicación de mayo, destacábamos el cambio que estábamos observando en el *focus* de los inversores hacia variables cualitativas en detrimento de variables cuantitativas: ahora importa menos la «cantidad» de ROE¹, los inversores están premian-do la «calidad» de ese ROE. Titulábamos el artículo «Entorno poco favorable para el Ibex-35». A lo lar-go de los meses de mayo y junio, los índices de ren-ta variable han tenido que hacer frente a (i) la intensificación de las medidas de consolidación fiscal, con el consecuente impacto negativo sobre las proyecciones de actividad económica y benefi-cios empresariales y (ii) un nuevo deterioro de la prima de riesgo en emisores soberanos, liderada por los países periféricos del área euro.

El grupo que peor comportamiento registra en 2010 presenta elevado apalancamiento, baja tasa de reparto de beneficios y márgenes empresariales débiles

Con este trasfondo, la presión bajista sobre el mercado de acciones español se ha intensificado, llegando el Ibex-35 a cotizar por debajo de nuestro rango objetivo (8.900-9.200 puntos). En el artículo de este mes analizamos cómo ha sido el camino del índice hacia nuestro escenario central (-25% en 2010), qué factores han sido determinantes del *performance* relativo de los constituyentes del ín-dice y qué oportunidades de inversión se han abierto una vez alcanzado el rango objetivo.

CLAVES EN APALANCAMIENTO, MÁRGENES, TASA DE REPARTO DE DIVIDENDOS Y RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE)

Para analizar la «anatomía» de la corrección del Ibex-35, hemos dividido los valores del selectivo en cinco grupos en función de la rentabilidad que acumulan en 2010 (véase gráfico «Rentabilidad media en 2010 por nivel de agrupación en Ibex-35»). El grupo central (nº 3) lo forman los valores que presentan un *performance* alineado con el del conjunto del índice. En los grupos 1 y 5 están, respectivamente, los valores que peor y mejor *performance* acumulan en el año. Cuando cruzamos estas agrupaciones con las cuatro variables fundamen-tales que hemos señalado como claves, encontramos que el grupo que peor comportamiento registra en 2010 presenta un nivel de apalancamiento superior a la me-

CESTA DE VALORES SELECCIONADA: ROE SUPERIOR A LA MEDIA DEL MERCADO CON UN MARGEN EBITDA SUPERIOR Y UN NIVEL DE APALANCAMIENTO INFERIOR

Sector	Compañía
Consumo cíclico	EUTELSAT
Consumo cíclico	HERMES
Consumo cíclico	INDITEX
Consumo cíclico	LVMH
Consumo cíclico	MEDIASET
Consumo cíclico	OPAP
Consumo no cíclico	L'OREAL
Consumo no cíclico	PERNOD-RICARD
Consumo no cíclico	UNILEVER
Energía	DRAGON OIL
Energía	FUGRO
Energía	SAIPEM
Energía	TENARIS
Energía	TOTAL
Salud	FRESENIUS
Salud	GRIFOLS
Salud	ORION
Industria	BOSKALIS
Industria	KONE
Industria	SGL CARBON
Industria	VOPAK
Industria	WARTSILA
Industria	ZARDOYA OTIS
Tecnología	AIXTRON
Tecnología	INDRA
Tecnología	SAP
Tecnología	SOFTWARE
Materiales	AIR LIQUIDE
Materiales	BUZZI UNICEM
Materiales	CIMENTOS DE PORTUGAL
Materiales	TITAN CEMENT
Materiales	WACKER CHEMIE
Telecomunicaciones	BELGACOM
Telecomunicaciones	ELISA
Telecomunicaciones	ILIAD
Telecomunicaciones	MOBISTAR
Utilities	ENAGAS
Utilities	FORTUM
Utilities	OEST ELEKTRIZITATSWIRTS
Utilities	SNAM RETE GAS

Fuente: Afi, FactSet.

Ibex-35 y escenarios Afi



Fuente: Afi.

¹ ROE (*return on equity* o rentabilidad financiera): cociente entre el beneficio neto y los fondos propios.



dia del mercado, una tasa de reparto de beneficios (*payout*) baja y unos márgenes empresariales débiles (todo respecto a la media del mercado).

Claves en reparación de balances (desapalancamiento) y presión sobre márgenes (falta de pulso en actividad y entorno desinflacionista)

En la tabla «Detalle de ratios financieros por agrupación de Ibex-35», resumimos los perfiles «fundamentales» de cada agrupación. En suma, lo que observamos es un comportamiento de los inversores y posicionamiento de los gestores en clave de (i) reparación de balances (desapalancamiento) y (ii) presión sobre márgenes (falta de pulso en actividad y entorno desinflacionista). Un comportamiento que podría extenderse en los próximos trimestres y que nos llevan a mantener activas nuestras claves para la inversión en renta variable. Nuestro escenario y recomendaciones:

• Entorno económico

Actividad: estabilización de los cuadros macroeconómicos. La recuperación será asistida, poco autónoma y apenas orgánica. Esperamos volatilidad en los cuadros macroeconómicos a lo largo del proceso de consolidación fiscal.

Precios: sin presiones en los núcleos subyacentes. La falta de pulso del mercado laboral y la «reparación» de balances en el sector privado (empresas y familias) elevan al primer plano el escenario desinflacionista (implicaciones sobre márgenes empresariales).

DETALLE DE RATIOS FINANCIEROS POR AGRUPACIÓN DE IBEX-35 (CIFRAS MEDIAS)

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5
Deuda neta/EBITDA	8,3	3,2	2,6	3,0	0,5
Margen neto (%)	8,2	13,5	20,4	11,7	13,2
Payout (%)	30,0	46,8	67,9	49,7	49,9
ROE (%)	10,0	11,5	20,5	14,9	18,9
% var. 2010	-37,7	-28,6	-23,1	-16,6	-4,1
Nº de valores	7	7	8	6	6

Fuente: Afi, FactSet.

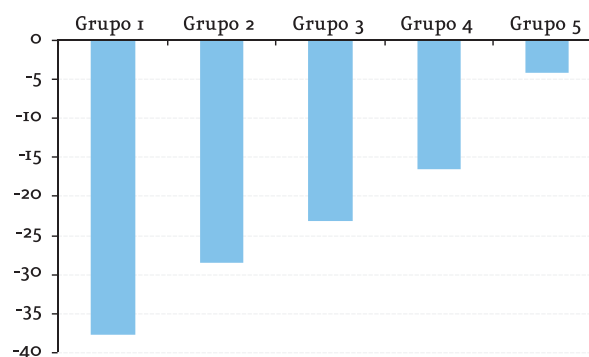
• Entorno de mercado

Valoraciones: incompatibles con la formación de un mercado alcista a largo plazo. El análisis histórico sugiere un mercado lateral-bajista en los años posteriores al estallido de una burbuja inmobiliaria-crédito. El mismo resultado obtenemos cuando analizamos el ciclo bursátil partiendo de unas valoraciones como las actuales.

• Entorno empresarial

Claves en reparación de balances (desapalancamiento) y presión sobre márgenes (falta de pulso en actividad y entorno desinflacionista). En este contexto, recomendamos orientar filtros de selección hacia (i) bajos niveles de apalancamiento, (ii) capacidad para defender márgenes, (iii) sostenibilidad en política de dividendos y (iv) calidad en composición de ROE (rentabilidad financiera). En este último punto, centramos la selección de valores que presentamos en la tabla «Cesta de valores seleccionada: ROE superior a la media del mercado con un margen EBITDA superior y un nivel de apalancamiento inferior» ::

Rentabilidad media en 2010 por nivel de agrupación en Ibex-35* (%)



* En el grupo 5, excluimos a Iberia, inmersa en el proceso de fusión con British Airways (menos peso de variables fundamentales específicas en la formación de precios).

Fuente: Afi, FactSet.