

EL INVERSO DEL MÚLTIPLO

¡PRECIOS NO!... ¡MÚLTIPLOS!

Una y otra vez hemos insistido en “calificar” la condición del mercado accionario a partir de métodos de valuación como múltiplos (FV/Ebitda, P/Ventas, P/U, etc.) y no solamente por el movimiento en precios. Una forma sencilla de entender esta diferencia es: Suponga que compra una empresa que genera utilidades de \$20 en \$100 (rendimiento del 20%) y un año después la vende en \$200. Muchos pensarían que se vendió “cara” pues su precio fue 100% mayor. Sin embargo, si al venderla, la empresa genera utilidades de \$100, su rendimiento aumentó a 50%, entonces la empresa en realidad se vendió más “barata”. Es decir: ¡No importó en precio!

OJO: INVERSO DE MÚLTIPLOS

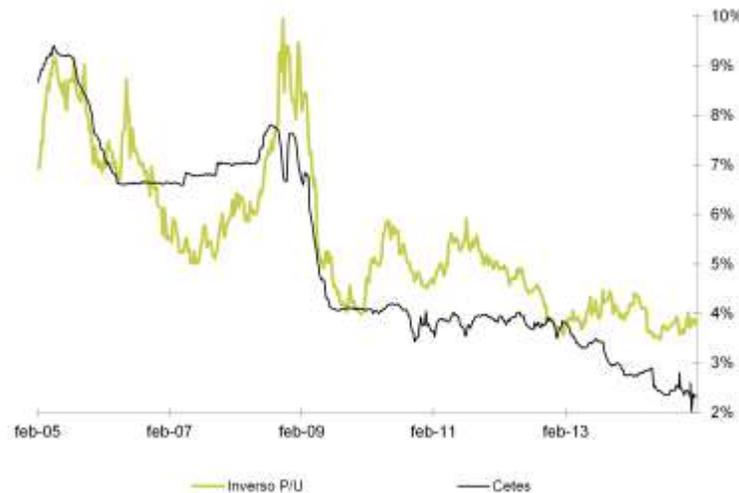
El enfoque anterior es similar al empleo de múltiplos. Un múltiplo Precio/Utilidad Neta (P/U) indica la cantidad de años que le tomaría a un inversionista “recuperar” el precio que pago por una acción al suponer que la utilidad neta que genera la empresa en un año (12 meses) se reparte a los inversionistas mediante pago de dividendos. Por ejemplo: Un P/U de $10/2=5x$, significa una recuperación de inversión (precio) teórica en 5 años. Una forma adicional de entender y utilizar los múltiplos es con su inverso. El inverso de $5.0x$ ($1/5$) es $0.2x$ o 20%. El “recuperar” una inversión en 5 años es igual a tener un rendimiento cada año de 20%. Para un múltiplo P/U de $2.0x$, su inverso es $0.5x$ ($1/2$) ó 50%, decir en dos años se recupera la inversión.

INVERSO VS. TASAS DE INTERÉS

Entendido lo anterior, resulta interesante comparar la “tasa de retorno ó de interés” implícita en el inverso del múltiplo respecto a la tasa de interés de un instrumento de renta fija (Cetes). Algunos opinan que la tasa que se obtiene por el inverso del múltiplo debería ser siempre mayor a la de una alternativa de renta fija por el riesgo implícito en Bolsa. Sin embargo, también es cierto que al comprar una acción bajo la óptica de un inversionista patrimonial de largo plazo (muy recomendable), al rendimiento esperado por el pago de dividendos se debería sumar la tenencia de un activo real (parte proporcional de la empresa como accionista).

RESULTADO: VALUACIÓN ACTUAL MEJOR QUE LA TASA DE INTERÉS

La nota siguiente invita a considerar este enfoque en el análisis de múltiplos, como complemento de otros de tipo sectorial y/o histórico que tradicionalmente usamos. Bajo el comparativo sugerido, la diferencia en puntos porcentuales entre el inverso actual del múltiplo P/U del IPyC ($23.3x = 4.29\%$) es 1.6x mayor a la tasa de Cetes 28d nominal (2.74%), y mayor a la tasa efectiva (después de impuestos) de 2.1% es menor.. La gráfica a la derecha ilustra la relación histórica (10ª) entre el Cete y el P/U inverso del IPyC. De manera injusta, nuestro mercado accionario no ha reconocido la importante caída en la tasa libre de riesgo (Cete) y sigue priorizando un análisis de múltiplos comparativo, dando poca atención a la correlación señalada.



“Las enfermedades son los intereses que se pagan por los placeres”

John Ray

Carlos Ponce B.
cponce@vepormas.com.mx
5625 1537

Laura A. Rivas S.
lrivas@vepormas.com.mx
5625 1514

Febrero 05, 2015



CATEGORÍA:
RESPONSABILIDAD SOCIAL



9 TIEMPO ESTIMADO
DE LECTURA (min)



OBJETIVO DEL REPORTE

Documento de carácter tutorial y didáctico que busca contribuir al conocimiento (cultura) de variables económico-bursátiles



MÁS DETALLES PARA MÉXICO Y EUA

COMPARATIVO HISTÓRICO EN MÉXICO

Como complemento a la gráfica de la portada, la tabla y gráfica siguiente indican:

TABLA: Referencias históricas de 10 años (2005 – 2015) de indicadores relacionado.

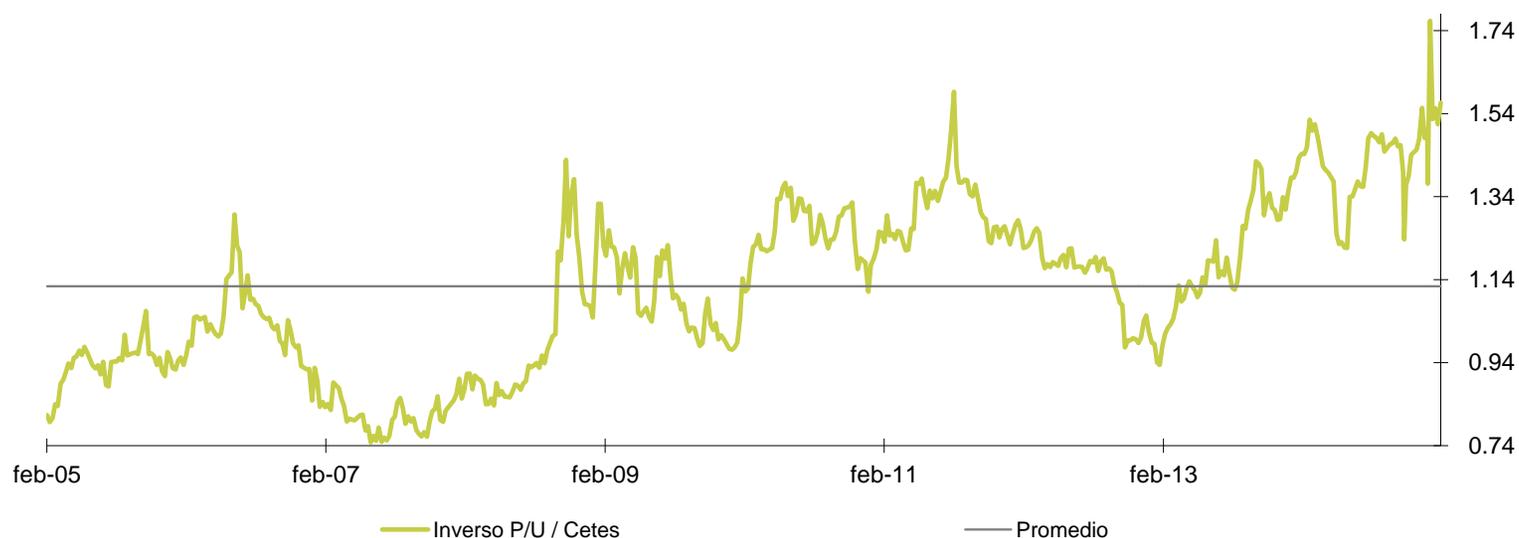
GRAFICA: Correlación entre inverso del P/U del IPyC y la tasa de Cete a 28 diaria.

INTERPRETACIÓN:

La valuación del mercado ha resultado atractiva cuando el inverso del P/U es mayor a la tasa de Cete. En los momentos más atractivos, la proporción del rendimientos inversos ha sido de poco más de 1.5x el Cete 28d (2003, 2008, 2011). La proporción actual es de 1.57x. De lo más atractivo históricamente.

MÚLTIPLO P/U DEL IPyC

	Máximo	Mínimo	Promedio	Actual
P/U	25.74x jul-14	9.66x oct-08	17.83x	23.24x
Inverso P/U	10.35% oct-08	3.89% jul-14	5.97%	4.30%
Cetes 28d	9.81% may-05	2.43% ene-15	5.55%	2.74%
Inverso P/U / Cetes 28d	1.77x ene-15	0.75x jun-07	1.13x	1.57x

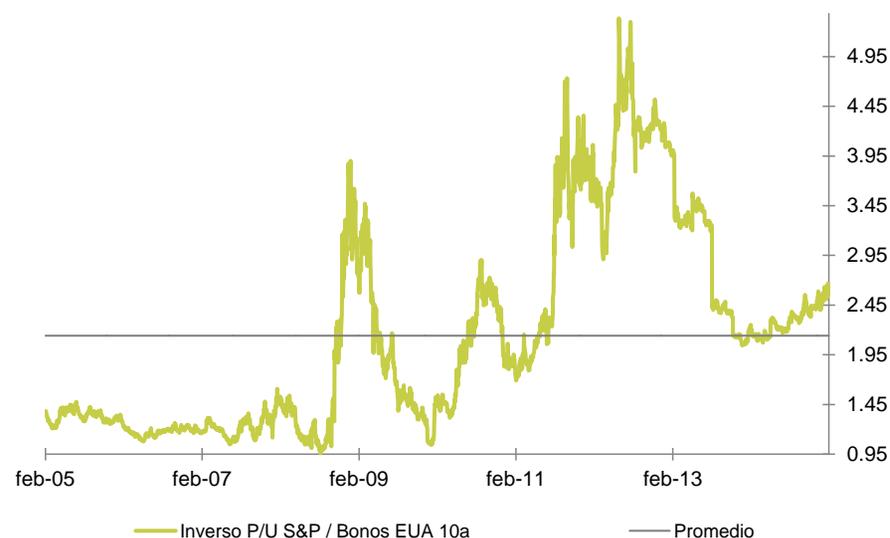
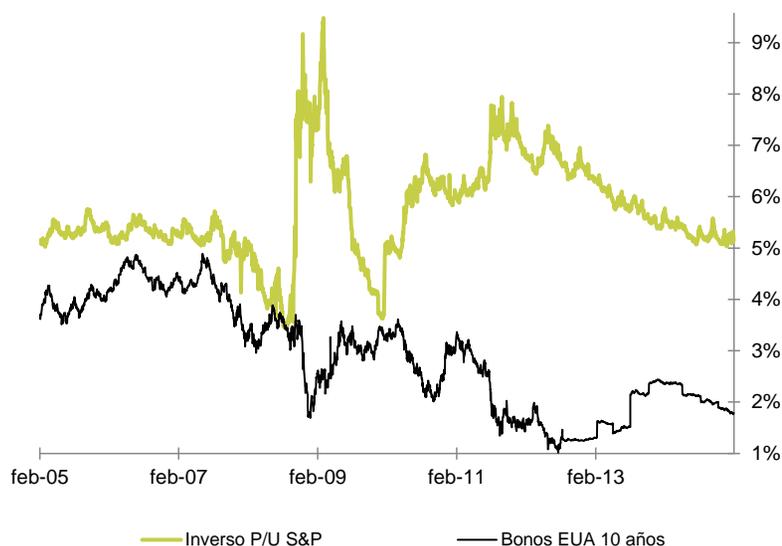


¿Y EN EUA?

Al realizar el mismo ejercicio para el índice accionario Standard & Poor's (S&P) en EUA (se consideran un índice más representativo que el Dow Jones y Nasdaq por una mayor integración sectorial y en número de emisoras), en comparación con la tasa de interés del Bono del Tesoro a 10 años (BT 10a) de aquel país, el resultado es más atractivo, aunque no tanto como resultó hace algunos años.

Actualmente el inverso del P/U de 19.09 (5.53%) resulta 2.56x mayor a la Tasa del Bono del Tesoro (2.16%). En los últimos 10 años, el diferencial fue de 2.14x.

MÚLTIPLO P/U S&P				
	Máximo	Mínimo	Promedio	Actual
P/U	26.16x ago-08	10.15x mar-09	16.81x	18.09x
Inverso P/U	9.85% mar-09	3.82% ago-08	6.09%	5.53%
Bonos del Tesoro 10 años	5.26% jun-07	1.39% jul-12	3.29%	2.16%
Inverso P/U / Bonos del Tesoro 10 años	5.34x jun-12	0.96x ago-08	2.14x	2.56x



REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DE REPORTES DE ANÁLISIS DE **CASA DE BOLSA VE POR MÁS, S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS**, destinado a los clientes de CONFORME AL ARTÍCULO 50 DE LAS Disposiciones de carácter general aplicables a las casas de bolsa e instituciones de crédito en materia de servicios de inversión (las “Disposiciones”).

Carlos Ponce Bustos, Rodrigo Heredia Matarazzo, Laura Alejandra Rivas Sánchez, Marco Medina Zaragoza, José María Flores Barrera, Juan José Reséndiz Téllez, Juan Antonio Mendiola Carmona, José Isaac Velasco, Edmond Kuri Sierra, Dolores María Ramón Correa y Daniel Sánchez Uranga, Analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, www.vepormas.com.mx, el cual refleja exclusivamente el punto de vista de los Analistas quienes únicamente han recibido remuneraciones por parte de BX+ por los servicios prestados en beneficio de la clientela de BX+. La remuneración variable o extraordinaria que han percibido está determinada en función de la rentabilidad de Grupo Financiero BX+ y el desempeño individual de cada Analista.

El presente documento fue preparado para (uso interno/uso personalizado) como parte de los servicios asesorados y de Análisis con los que se da seguimiento a esta Emisora, bajo ningún motivo podrá considerarse como una opinión objetiva sobre la Emisora ni tampoco como una recomendación generalizada, por lo que su reproducción o reenvío a un tercero que no pueda acreditar su recepción directamente por parte de Casa de Bolsa Ve Por Más, S.A. de C.V. libera a ésta de cualquier responsabilidad derivada de su utilización para toma de decisiones de inversión.

Las Empresas de Grupo Financiero Ve por Más no mantienen inversiones arriba del 1% del valor de su portafolio de inversión al cierre de los últimos tres meses, en instrumentos objeto de las recomendaciones. Los analistas que cubren las emisoras recomendadas es posible que mantengan en su portafolio de inversión, la emisora recomendada. Conservando la posición un plazo de por lo menos 3 meses. Ningún Consejero, Director General o Directivo de las Empresas de Grupo Financiero, fungen con algún cargo en las emisoras que son objeto de las recomendaciones.

Casa de Bolsa Ve por Más, S.A. de C.V. y Banco ve por Más, S.A., Institución de Banca Múltiple, brindan servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativos en México y en el extranjero. Es posible que a través de su área de Finanzas Corporativas, Cuentas Especiales, Administración de Portafolios u otras le preste o en el futuro le llegue a prestar algún servicio a las sociedades Emisoras que sean objeto de nuestros reportes. En estos supuestos las entidades que conforman Grupo Financiero Ve Por Más reciben contraprestaciones por parte de dichas sociedades por sus servicios antes referidos. La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos fidedignas, aún en el caso de estimaciones, pero no es posible realizar manifestación alguna sobre su precisión o integridad. La información y en su caso las estimaciones formuladas, son vigentes a la fecha de su emisión, están sujetas a modificaciones que en su caso y en cumplimiento a la normatividad vigente señalarán su antecedente inmediato que implique un cambio. Las entidades que conforman Grupo Financiero Ve por Más, no se comprometen, salvo lo dispuesto en las “Disposiciones” en términos de serializar los reportes, a realizar compulsas o versiones actualizadas respecto del contenido de este documento.

Toda vez que este documento se formula como una recomendación generalizada o personalizada para los destinatarios específicamente señalados en el documento, no podrá ser reproducido, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido parcial o totalmente aún con fines académicos o de medios de comunicación, sin previa autorización escrita por parte de alguna entidad de las que conforman Grupo Financiero Ve por Más.

Categorías y Criterios de Opinión

CATEGORÍA CRITERIO	CARACTERÍSTICAS	CONDICION EN ESTRATEGIA	DIFERENCIA VS. RENDIMIENTO IPyC
FAVORITA	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Mayor a 5.00 pp
¡ATENCIÓN!	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Puede o no formar parte de nuestro portafolio de estrategia	En un rango igual o menor a 5.00 pp
NO POR AHORA	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: 1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	No forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Menor a 5.00 pp



Directorio

DIRECCIÓN			
Alejandro Finkler Kudler	Director General / Casa de Bolsa	55 56251500 x 1523	afinkler@vepormas.com.mx
Carlos Ponce Bustos	Director General de Análisis y Estrategia	55 56251537 x 1537	cponce@vepormas.com.mx
Fernando Paulo Pérez Saldivar	Director General de Mercados y Tesorería	55 56251517 x 1517	fperez@vepormas.com.mx
Juan Mariano Cerezo Ruiz	Director de Mercados	55 56251609 x 1609	icerezo@vepormas.com.mx
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director de Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	mardines@vepormas.com.mx
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251541 x 1541	icalderon@vepormas.com.mx
ANÁLISIS BURSÁTIL			
Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector - Sector Minería	55 56251515 x 1515	rheredia@vepormas.com.mx
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251514 x 1514	lrivas@vepormas.com.mx
Marco Medina Zaragoza	Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	mmedinaz@vepormas.com.mx
Jose Maria Flores Barrera	Alimentos / Bebidas / Consumo Discrecional	55 56251500 x 1451	jfloresb@vepormas.com.mx
Juan Jose Reséndiz Téllez	Análisis Técnico	55 56251511 x 1511	jresendiz@vepormas.com.mx
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251508 x 1508	jmendiola@vepormas.com.mx
Daniel Sánchez Uranga	Editor Bursátil	55 56251529 x 1529	dsanchez@vepormas.com.mx
ESTRATEGIA ECONOMICA			
José Isaac Velasco Orozco	Gerente Economía / México	55 56251500 x 1454	jvelasco@vepormas.com.mx
Edmond Kuri Sierra	Analista Económico / Estados Unidos	55 56251500 x 1725	ekuri@vepormas.com.mx
Dolores Maria Ramón Correa	Analista Económico / Internacional	55 56251500 x 1546	dramon@vepormas.com.mx
ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS			
Mónica Mercedes Suarez	Director de Gestión Patrimonial	55 11021800 x 1964	mmsuarez@vepormas.com.mx
Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251513 x 1513	masanchez@vepormas.com.mx
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251526 x 1526	qledesma@vepormas.com.mx
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251536 x 1536	rhernandez@vepormas.com.mx
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251545 x 1545	jfernandez@vepormas.com.mx
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251534 x 1534	hreyes@vepormas.com.mx

