

## Earnings Season 1T24: Trimestre de desaceleración

Con más del 95% de las compañías del S&P500 habiendo presentado sus resultados (incluyendo seis de las 'siete magníficas'), podemos hacer un balance sólido de esta temporada de reportes. Sin duda, ha sido un ciclo particular, influenciado por importantes eventos macroeconómicos y expectativas crecientes en torno a la monetización de grandes inversiones en centros de datos e inteligencia artificial.

Analizando cifras globales, hasta la fecha, podemos calificar esta temporada de resultados como mixta. El 75% de las compañías ha superado las estimaciones de beneficios por acción (EPS), un dato que, aunque inferior al promedio de cinco años (77%), se ajusta al promedio de diez años (75%). **En promedio, las empresas han superado las expectativas de ganancias en un 4,3%, significativamente por debajo del promedio de cinco años (8,5%) y del de diez años (6,8%),** lo que sugiere que, aunque las ganancias continúan aumentando, la magnitud de estos incrementos podría estar disminuyendo. Cabe señalar que los promedios históricos reflejan los resultados finales de las 500 empresas del índice, incluidas tanto las que ya han reportado como las que aún están pendientes

En términos de revenues, el 60% de las empresas del índice han reportado ingresos superiores a las estimaciones, por debajo del promedio de cinco años (69%) y del de diez años (64%). **En promedio, los ingresos batieron los consensos en un 1,2%, también inferior al promedio de cinco años (2,0%) y al de diez años (1,4%).**

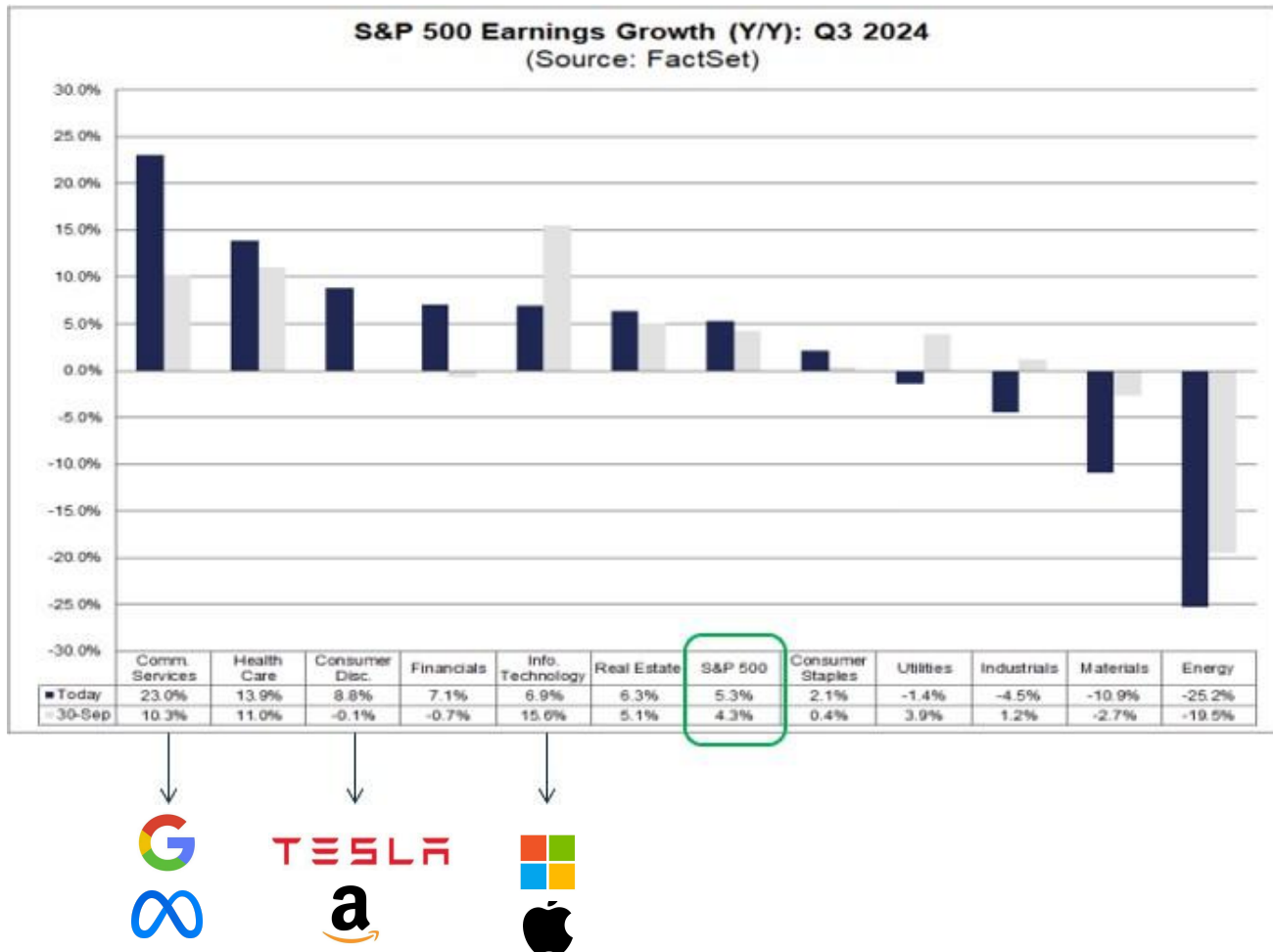
Respecto al crecimiento interanual de las ganancias (EPS), las cifras más recientes muestran **un incremento del 5,3%**, superando el 4,2% esperado por los analistas a inicios de año y el 4,3% revisado al alza el 30 de septiembre. Con este resultado, el S&P 500 alcanza su quinto trimestre consecutivo de crecimiento interanual en las ganancias.

Al revisar las expectativas del mercado desde el inicio del trimestre, observamos que algunos sectores tuvieron una temporada particularmente destacada en términos de ganancias. Lo que nos lleva a concluir que las variaciones de precios posteriores a los reportes pueden no estar directamente correlacionadas con las cifras de ganancias o ingresos, sino más bien con el enfoque en las proyecciones (*guidance*) de las compañías.

¿Están los inversores especialmente cautelosos ante los altos gastos de capital (Capex) destinados a desarrollos de centros de datos? ¿Podría estar anticipándose una desaceleración económica y un consumo más restringido, lo que lleva a proyecciones más



conservadoras? Esto lo profundizaremos más adelante. Por ahora, podemos destacar tres sectores que tomaron la delantera en sus reportes de ganancias: **Servicios de la comunicación, Consumo Discrecional y Financials**.



**Servicios de la comunicación:** Es el sector que presenta la mayor diferencia positiva entre las ganancias reales y las estimadas. **Se esperaban ganancias cercanas al 10,3% y fueron reportadas ganancias por 23% (+12.2%)**. Dentro de este sector las empresas han informado las mayores sorpresas positivas en ganancias por acción son:



Empresa	Symbol	3Q 2024				Data		
		BPA (Real)	BPA (Est)	Revenue (Real)	Reven. (Est)	YTD %	P/E Ratio	P/E Fwd
Paramount Global	PARA	0.49	0.24	6.731B	6.94B	-23.09%	6.71	7.01
Take-Two Interactive	TTWO	0.66	0.41	1.475B	1.44B	12.75%	-	52.08
Fox Corporation	FOX	1.45	1.13	3.564B	3.37B	57.07%	10.62	11.10
Alphabet	GOOGL	2.12	1.95	74.54B	72.87B	28.61%	23.28	20.84
Meta Platforms	META	6.03	5.51	40.58B	40.25B	64.96%	26.49	23.66

**Consumo discrecional:** La segunda mejor performance de la temporada. **Se esperaban ganancias negativas en torno al -0,1% y el sector presentó un 8,8% de crecimiento (+8,9%).** Dentro de este sector las empresas han reportado las mayores sorpresas positivas en ganancias por acción son:

Empresa	Symbol	3Q 2024				Data		
		BPA (Real)	BPA (Est)	Revenue (Real)	Reven. (Est)	YTD %	P/E Ratio	P/E Fwd
Garmin	GRMN	1.99	1.43	1.58B	1.43B	66.51%	27.15	30.09
Nike	NKE	0.70	0.52	11.58B	11.65B	-29.35%	20.62	26.71
Hasbro	HAS	1.73	1.27	1.28B	1.29B	23.76%	17.45	15.46
Amazon	AMZ	1.43	1.55	158.87B	157.32B	41.07%	44.18	36.72
General Electric	GE	1.15	1.12	8.94B	9.0B	81.65%	43.85	37.90
Tesla	TSLA	0.77	0.59	25.18	25.46	32.83%	156.48	103.28

**Financials:** **Se esperaban ganancias negativas en torno al -0,1% y el sector presentó un 7,1% de crecimiento (+7,8%).** El aumento de los préstamos en la industria bancaria ha sido lento, lo cual podría impactar negativamente en el incremento de las ganancias. Sin embargo, los ingresos provenientes de la banca de inversión y la gestión patrimonial siguen beneficiándose de la solidez de los mercados, favoreciendo así las ganancias de los grandes bancos del centro monetario en comparación con los bancos más pequeños. *En este contexto, si estimamos mayor desregulación por delante junto a una bonanza económica que siga arraigada, podemos seguir esperando que los ingresos por banca de inversión mejores resultando positivo para instituciones como Goldman Sachs (\$GS) o Morgan Stanley (\$MS), incluso el propio JP Morgan (\$JPM) pero siendo este último el que mayor valuaciones ya presenta.*

Dentro de este sector las empresas han reportado las mayores sorpresas positivas en ganancias por acción son:



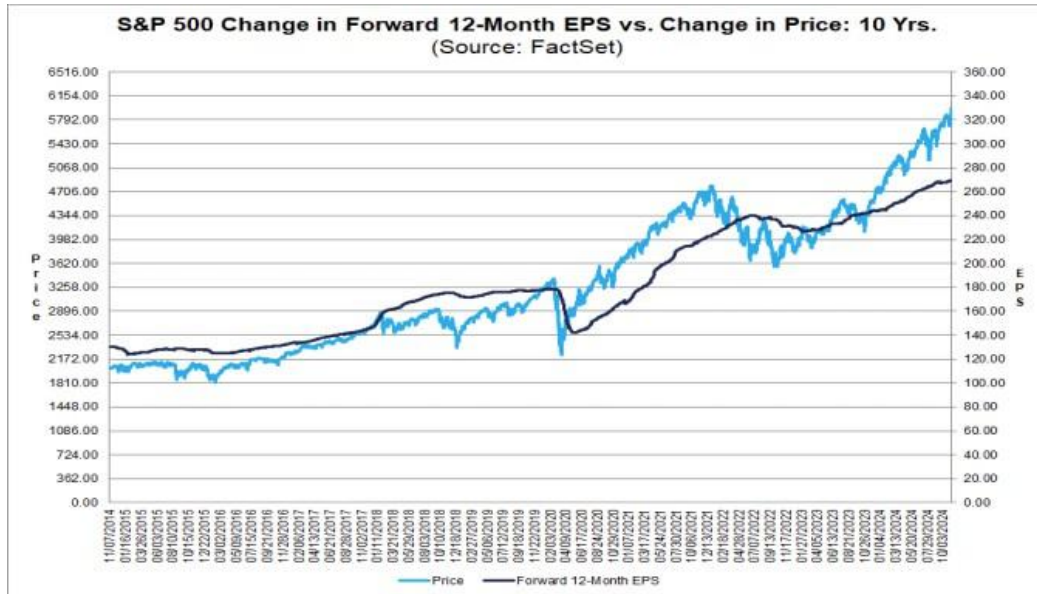
Empresa	Symbol	3Q 2024				Data		
		BPA (Real)	BPA (Est)	Revenue (Real)	Reven. (Est)	YTD %	P/E Ratio	P/E Fwd
Allstate	ALL	3.9	2.1	16.62B	16.08B	41.95%	12.48	10.78
Raymond James Finan.	RJF	2.95	2.42	3.46B	3.31B	45.41%	16.43	15.60
Goldman Sachs	GS	8.4	7.2	12.69B	11.76B	55.41%	17.39	14.70
JP Morgan Chase	JPM	4.37	4.0	43.31B	3.98B	42.25%	13.27	14.51
Wells Fargo	WFC	1.52	1.28	20.36B	20.41	48.56%	13.96	13.74
Morgan Stanley	MS	1.88	1.59	15.38B	14.35B	43.21%	19.38	17.38

## ¿Nos encontramos frente a un mercado costoso?

Hemos escuchado en repetidas ocasiones sobre las altas valoraciones del índice S&P 500; no es una novedad, como tampoco lo es la concentración actual del mercado, especialmente en las *'siete magníficas'* y en las ponderaciones de Estados Unidos en diversos índices globales. Aunque consideramos que las posiciones en empresas estadounidenses siguen siendo un motor importante y un componente esencial en los portafolios, es fundamental tener en cuenta algunas cuestiones.

En las últimas semanas, la relación P/E a 12 meses del S&P 500 se ubicó en 25,5x, con un precio de cierre de USD 5.985 y una estimación de ganancias por acción a 12 meses de USD 269,44. Esto refleja una discrepancia entre la proyección de ganancias y el precio actual, lo que sugiere un mercado costoso. ¿Pero es realmente así? Primero, es fundamental considerar el contexto. Aunque esta diferencia es la mayor en los últimos 10 años, *las circunstancias son inusuales*: estamos ante siete empresas con una convicción excepcional, fuertes gastos en Capex destinados al desarrollo de sus negocios y una promesa de ingresos futuros que el mercado espera con expectativa. **Los resultados de los últimos dos años han respaldado estas expectativas.**





Esto nos lleva a preguntarnos si estamos ante un mercado caro en general o, más bien, si estas siete empresas cuentan con múltiplos muy exigentes. Estas compañías representan el 32% del índice S&P 500 y el 50% del Russell 1000. Si las excluimos del índice, el múltiplo P/E se ajusta a 16,8x, alineado con los promedios de P/E del índice en los últimos 25 años.

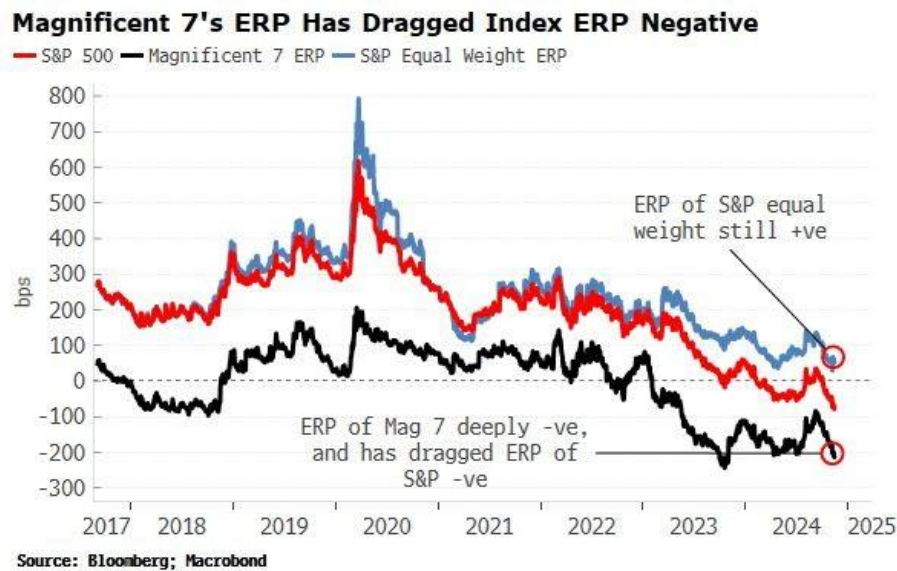


El índice presenta un Fwd P/E de 21.3x, respaldado por un crecimiento esperado del EPS de +15.1% para 2025, cotizando significativamente por encima de sus promedios históricos: 19.6x a 5 años, 18.1x a 10 años y 16.1x a 25 años. Por su parte, las "Siete Magníficas"



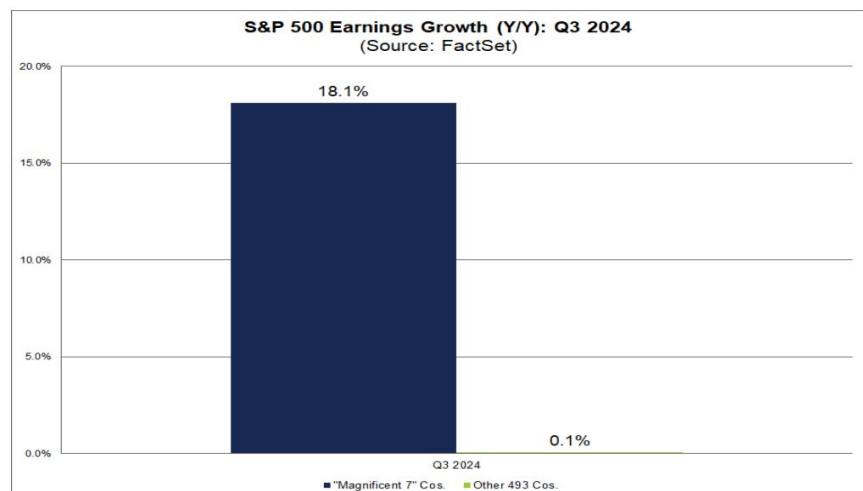
operan a un Fwd P/E de 29.72x, con un crecimiento proyectado del EPS de +18.5% para 2025.

**Estas valoraciones han llevado a mantener por un período de prácticamente ya 2 años a las M7 con una prima por riesgo profundamente negativa, provocando que ante su concentración en el índice arrastrara al mismo también a terreno negativo lógicamente manteniendo en consideración el reciente camino ascendente en el rendimiento de los US Treasuries. Por otro lado, el índice medido en ponderaciones iguales aún permanece en territorio por encima de cero, resaltando nuestra preferencia en momentos donde las valuaciones en todos los activos lucen ajustadas.**



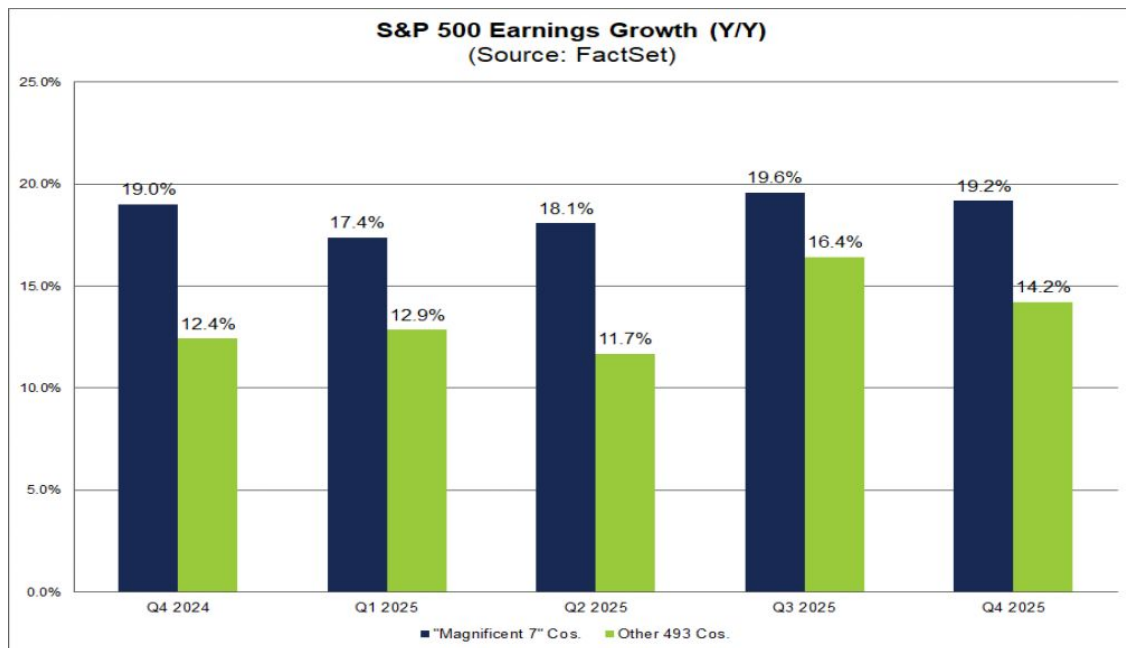
## El mercado anticipa una convergencia en el desempeño del resto del índice.

Al analizar las proyecciones en conjunto, se estimaba que las "7 Magníficas" reportaran un crecimiento de ganancias del +18,1% interanual (YoY) para el 3T24, hasta ahora el resultado real es de +13,8% sin contar Nvidia quien



presentará resultados este 19/11. Excluyendo estas compañías, la tasa de crecimiento combinada de ganancias (considerando resultados reales y estimados) para las 493 empresas restantes del S&P 500 es de apenas +0,1%, **lo que refleja un crecimiento prácticamente plano y por debajo del 5% esperado a finales del trimestre anterior confirmando que el gap comienza a cerrarse pero con mayor lentitud de la anticipada.**

Podemos esperar que las "Siete Magníficas" en su conjunto sigan mostrando un crecimiento de utilidades de dos dígitos durante los próximos cinco trimestres. Asimismo, aunque teniendo en consideración lo dicho al finalizar el párrafo anterior, se anticipa que las otras 493 empresas del índice también presentarán un crecimiento anual de utilidades de dos dígitos durante ese período haciendo un catch up en rendimiento y lejos de los resultados cercanos al flat del Q3. Como resultado, el S&P 500 en su totalidad proyecta tasas de crecimiento de utilidades de dos dígitos para los próximos trimestres: 14% en el cuarto trimestre de 2024, 13,8% en el primer trimestre de 2025, 13,0% en el segundo trimestre de 2025, 17,1% en el tercer trimestre de 2025, y 15,4% en el cuarto trimestre de 2025.

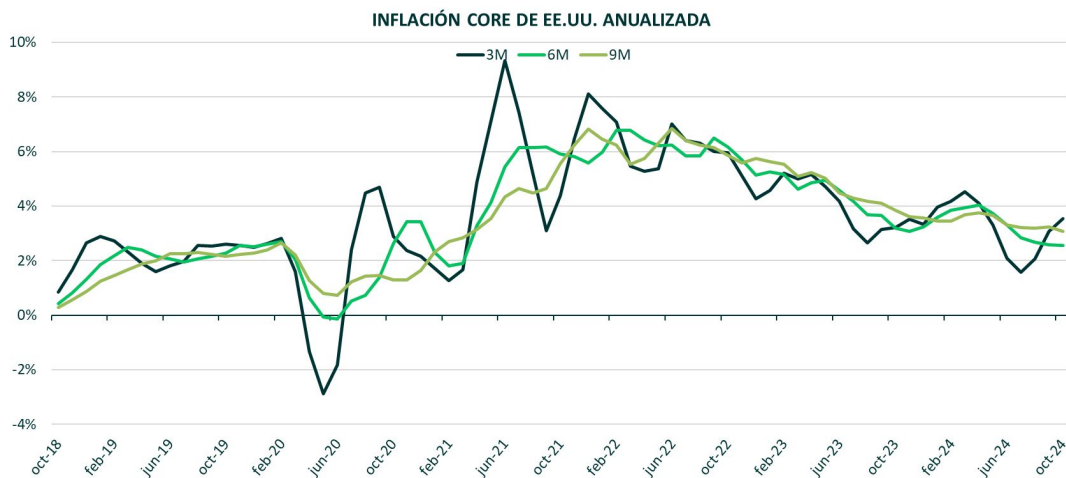


## Inflación: Estancamiento de las buenas noticias

Como hemos comentado en anterioridad y reflejado en nuestro asset allocation, nunca creímos que fuese necesario que la Fed actúe con tanta agresividad en el inicio de recorte



de tasas. ¿Por qué? Porque las expectativas de recesión eran exagerada y las expectativas de desinflación también lo eran. Desde comienzos de año basamos nuestro escenario base para los próximos 12 meses como un soft landing con una inflación 'sticky' en torno al 3%. A pesar de los buenos pasos que hemos visto plasmado en datos a mitad de año, ahora contamos ya con 3 meses donde la progresión positiva al objetivo se ha estancado. Asimismo, tampoco creemos que sea necesario otro recorte adicional este año, sin embargo creemos que la Fed puede llegar a hacerlo de todos modos aunque habrá más datos por venir antes de esa reunión.



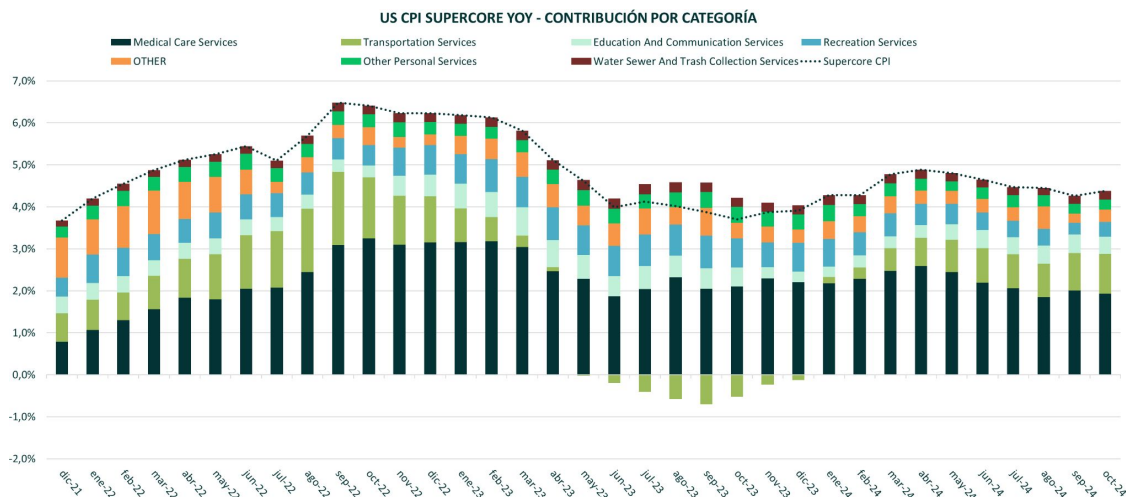
Los autos usados tuvieron un crecimiento del 2,7 % intermensual, pero el verdadero problema no es este mes. El verdadero problema es que durante dos años y medio los autos usados han generado una desinflación constante a medida que el pico de COVID, pero ese beneficio parece estar a punto de terminar o al menos desacelerarse. Por lo tanto, si se quiere reducir la inflación a partir de ahora, será difícil conseguirla a partir de los bienes básicos, que se mantuvieron estables en un -1% interanual este mes, pero sólo porque el sector de la indumentaria tuvo una gran caída. Es probable que los bienes básicos vuelvan a registrar una pequeña deflación o una pequeña inflación (con la reciente fortaleza del dólar, una pequeña deflación es la mejor estimación), pero de acá en adelante podrían no ser los mejores amigos de la desinflación como hasta ahora. Ergo, el trabajo pesado tendrá que venir de los servicios. En cuanto a la vivienda, el precio real fue del +0,33 % intermensual en septiembre, pero del +0,4% intermensual en octubre. Los alquileres primarios fueron del +0,28 % el mes pasado y del +0,3% este mes. La desinflación interanual continúa, pero todavía no hay señales de la dura deflación como se necesita.

El tema sobre las deportaciones masivas podría ser un ejercicio de menor presión sobre la demanda de viviendas, no obstante dicha promesa aún es muy pronta y el impacto final no está asegurado ya que por otro lado reduciría la mano de obra fuertemente pudiendo





provocar nuevamente escasez en el mercado laboral llevando al alza los salarios. No obstante, si miramos el resto de servicios ex-housing tampoco ha sido un gran mes en términos interanuales. El crecimiento de los salarios se reduce lentamente, y el supercore es donde la retroalimentación entre salarios y precios es más fuerte.



El contexto es complejo, y la Fed ahora debe elegir entre la medida de política correcta (que significa continuar con una política restrictiva ya sea de tasas o cuantitativa) que parezca política, o seguir relajando para no parecer política y rendirse temporalmente en materia de inflación. Las tasas hacia adelante deberían seguir disminuyendo ya que se encuentran dentro de lo que entendemos podría ser la tasa neutral hoy (3,25-3,5% por encima de lo estimado por la Fed pero debajo de lo hoy priceado por el mercado), simplemente creemos que la velocidad de los recortes será importante. Además, sugerimos cautela ya que ante las distintas conferencias de los policy-maker podemos destacar 3 cosas: a) desconocen el nivel de tasa de interés neutral acrecentando los riesgos de un error de política; b) desconocen el motivo por el cuál han subido los rendimientos en las últimas semanas; 3) exceso de dependencia de datos que puede concluir en decisiones erróneas. Sobre el camino poco sostenible del déficit nos hemos extendido lo suficiente, mientras que deberemos atender que las expectativas de inflación no se desanclen hacia adelante. **Diversificación en renta fija y allocation en activos reales como oro e infraestructura (también probablemente beneficiada por el re-shoring) nos siguen pareciendo razonables.**



## Resultados relevantes de esta semana - 11 al 15 de Noviembre

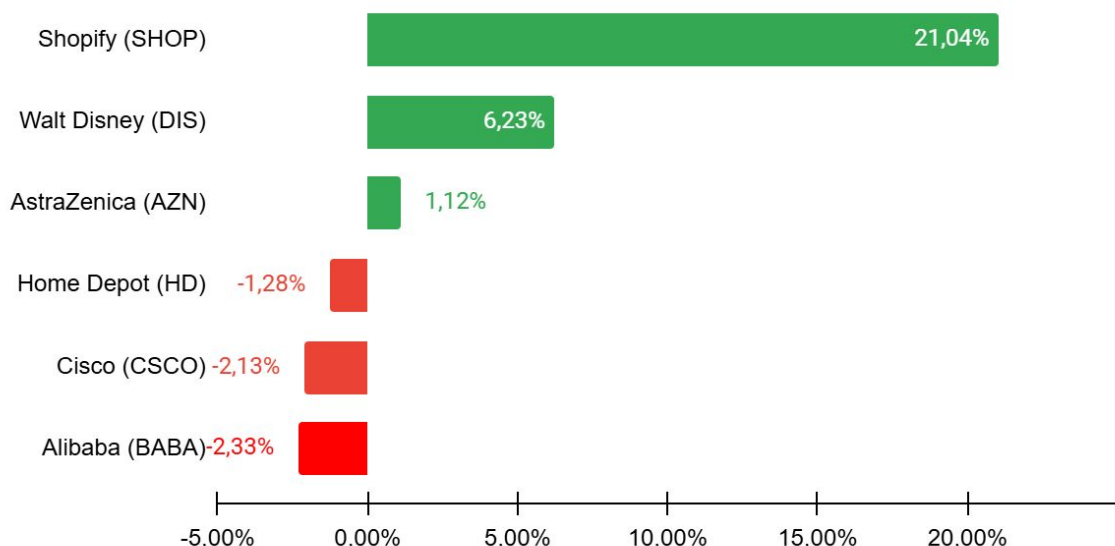
Empresa	Comentario	Variación después del Dato	% Sorpresa-EPS
<b>Home Depot (HD)</b>	<p>Home Depot (\$HD) superó las expectativas en el 3T gracias a la adquisición de SRS Distribution y mayores reparaciones por huracanes y clima cálido. Sin embargo, los consumidores se mantienen cautelosos debido a altas tasas de interés e hipotecas. Las ganancias fueron de \$3,78 por acción (-1,8% YoY, pero 13 centavos por encima del consenso) y los ingresos crecieron 6,6% YoY, alcanzando \$40.220M (vs. \$39.320M esperados). Las ventas comparables cayeron 1,3%, mejorando el pronóstico de -3,25%. Home Depot ajustó su guía anual, proyectando una caída del 1% en EPS ajustado (vs. -3% previo) y ligeramente mayores ventas. A pesar de las mejoras, la incertidumbre macroeconómica persiste.</p>	<b>-1,28%</b>	<b>3,28%</b>
<b>AstraZenica (AZN)</b>	<p>AstraZeneca (AZN) reportó ganancias del tercer trimestre de \$1.430 millones, equivalentes a \$0,46 por acción. Ajustando por costos no recurrentes, el EPS fue de \$1,04, superando las expectativas de \$1,01. La farmacéutica, con sede en Cambridge, Reino Unido, también superó las estimaciones de ingresos al registrar \$13.570 millones, frente a los \$13.040 millones esperados por analistas.</p>	<b>1,12%</b>	<b>-1%</b>
<b>Shopify (SHOP)</b>	<p>Shopify presentó sus resultados del tercer trimestre, reportando un aumento del 16% en las ganancias ajustadas, alcanzando los 28 centavos por acción, superando las estimaciones del consenso por un centavo. El ingreso neto se duplicó a \$344 millones, superando las previsiones de \$332 millones. Los ingresos crecieron un 26% alcanzando los \$2.16 mil millones, también por encima de la estimación de \$2.09 mil millones de los analistas. Además, los ingresos por soluciones para comerciantes aumentaron un 26%, sumando \$1.55 mil millones, superando las expectativas de \$1.52 mil millones. Recientemente, Shopify aumentó los precios de sus servicios premium dirigidos a grandes empresas.</p>	<b>21,04%</b>	<b>-</b>
<b>Cisco (CSCO)</b>	<p>Cisco (\$CSCO) superó las expectativas de ganancias impulsado por el aumento en la demanda de equipos de red debido al crecimiento de la inteligencia artificial. En el trimestre finalizado, reportó ganancias ajustadas de 91 centavos por acción, superando los 87 centavos esperados, y unos ingresos de \$13.84 mil millones, por encima de los \$13.77 mil millones proyectados. Sin embargo, los ingresos cayeron un 6% respecto al año anterior, y la ganancia neta descendió a \$2.71 mil millones. Cisco destacó que los pedidos de infraestructura para IA superaron los \$300 millones, y recientemente adquirió Splunk por \$28 mil millones para fortalecer su negocio de software. Con una perspectiva optimista, la empresa elevó su pronóstico anual a ganancias ajustadas de \$3.52 a \$3.66 por acción y ingresos de \$55,000 a \$56,300 millones, proyectando un crecimiento de ingresos del 3.3%.</p>	<b>-2,13%</b>	<b>4,73%</b>



Empresa	Comentario	Variación después del Dato	% Sorpresa-EPS
<b>Walt Disney (DIS)</b>	<p>Disney informó sus ganancias del cuarto trimestre fiscal el jueves, reportando un aumento del 14% interanual en los ingresos del segmento de entretenimiento, que incluye las redes de TV tradicionales, el streaming directo al consumidor y las películas. Durante el año fiscal 2025, la compañía espera un crecimiento de las ganancias ajustadas de un solo dígito alto, en comparación con el año anterior, y anticipa un crecimiento de dos dígitos en las ganancias por acción ajustadas para los años fiscales 2026 y 2027. Los ingresos netos de Disney crecieron a \$460 millones, o 25 centavos por acción, frente a los \$264 millones, o 14 centavos por acción, del mismo trimestre del año pasado. Tras ajustar por partidas extraordinarias, incluidas reestructuraciones y deterioros, Disney reportó ganancias por acción de \$1,14. Los ingresos totales de la compañía aumentaron un 6%, alcanzando los \$22.570 millones, mientras que los ingresos operativos del segmento de entretenimiento crecieron un 23%, sumando \$3.66 mil millones.</p>	<b>6,23%</b>	<b>3,45%</b>
<b>Alibaba (BABA)</b>	<p>Alibaba superó las expectativas de ganancias en su trimestre de septiembre, con un aumento interanual del 58% en ingresos netos, alcanzando los 43.900 millones de yuanes (\$6.070 millones), gracias al rendimiento de sus inversiones. Sin embargo, las ventas fueron menores de lo esperado, con ingresos totales de 236.500 millones de yuanes, un 5% más interanual, pero por debajo de las proyecciones de 238.900 millones. El grupo de inteligencia en la nube de Alibaba reportó un crecimiento del 7% en ventas, acelerando ligeramente respecto al trimestre anterior, en un esfuerzo por consolidarse como líder en inteligencia artificial y aprovechar su infraestructura en la nube, aunque el gasto del consumidor se vio afectado por la desaceleración económica en China.</p>	<b>-2,33%</b>	<b>0,87%</b>

## VARIACIÓN EN EL PRECIO POST DATO

Semana 11/11 al 15/11



## Calendario económico del 18 al 22 de Noviembre

Fecha	Evento
<b>lunes 18 de noviembre</b>	Subasta de deuda pública a 3 y 6 meses (T-Bill)
<b>martes 19 de noviembre</b>	IPC en la zona euro (Oct) Índice de Permisos de construcción de EE.UU. (Oct) Índice de inicios de construcción de viviendas de EE.UU. (Oct)
<b>miércoles 20 de noviembre</b>	Inventarios de petróleo crudo de la AIE Subasta de bonos a 20 años del Tesoro de EE.UU.
<b>jueves 21 de noviembre</b>	Nuevas peticiones de subsidio por desempleo de EE.UU. Ventas de viviendas de segunda mano de EE.UU. (Oct) Índice manufacturero de la Fed de Filadelfia (Nov) Fed's Balance Sheet
<b>viernes 22 de noviembre</b>	Comparecencia de Lagarde, presidenta del BCE PMI compuesto EE.UU. de S&P Global Expectativas de inflación de la Universidad de Michigan (Nov) Confianza del consumidor de la Universidad de Michigan (Nov)

### Departamento de Research & Estrategia de Inviu

**Nahuel Guevara**

Portfolio Management Specialist

**Nataly Páez**

Portfolio Management Specialist

DISCLAIMER: Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Inviu y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Inviu. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes uruguayas. Inviu Uruguay Agente de Valores S.A., inscripto como Agente de Valores ante el Banco Central del Uruguay bajo el número 4231.

