

1 de abril de 2016

Cierre de este informe:

7:49 AM

Claves del día:

- ✓ Eurozona: PMI Manufacturero
- ✓ EE.UU.: Tasa de Paro e ISM manufacturero

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	17.685	17.717	-0,2%	1,5%
S&P 500	2.060	2.064	-0,2%	0,8%
NASDAQ 100	4.484	4.491	-0,2%	-2,4%
Nikkei 225	16.193	16.759	-3,4%	-14,9%
EuroStoxx50	3.005	3.044	-1,3%	-8,0%
IBEX 35	8.723	8.870	-1,7%	-8,6%
DAX (ALE)	9.966	10.047	-0,8%	-7,2%
CAC 40 (FRA)	4.385	4.444	-1,3%	-5,4%
FTSE 100 (GB)	6.175	6.203	-0,5%	-1,1%
FTSE MIB (ITA)	18.117	18.375	-1,4%	-15,4%
Australia	4.999	5.083	-1,6%	-5,6%
Shanghai A	3.108	3.144	-1,1%	-16,1%
Shanghai B	372	375	-0,9%	-12,8%
Singapur	2.822	2.841	-0,7%	-2,1%
Corea	1.971	1.996	-1,2%	0,5%
Hong Kong	20.512	20.777	-1,3%	-6,4%
India	25.271	25.342	-0,3%	-3,2%
Brasil	50.055	51.249	-2,3%	15,5%
México	45.881	46.192	-0,7%	6,8%

* Pueden no quedar recogidos los cierres de los índices asiáticos.

Majores subidas y bajadas			
Ibex 35	% diario		% diario
ARCELORMITTA	3,8%	BANKIA SA	-4,1%
FCC	0,0%	DISTRIBUIDOR	-3,9%
ACERINOX	-0,1%	BANCO POPULA	-3,0%
EuroStoxx 50	% diario		% diario
INTESA SANPA	0,7%	UNICREDIT SP	-3,1%
FRESENTUS SE	0,4%	E.ON SE	-2,7%
AXA	0,2%	AIRBUS GROUP	-2,7%
Dow Jones	% diario		% diario
IBM	2,1%	PFIZER INC	-1,4%
AMERICAN EXP	1,8%	DU PONT (EI)	-1,3%
WALT DISNEY	0,4%	BOEING CO/TH	-1,3%

Futuros			
	Último	Var. Pts.	% día
1er Vcto. mini S&P	2.046,50	-5,75	-0,28%
1er Vcto. EuroStoxx50	2.931	8,0	0,27%
1er Vcto. DAX	10.000,00	27,50	0,00%
1er Vcto. Bund	163,32	-0,20	-0,12%

Bonos				
	31-mar	30-mar	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,49%	-0,49%	0,3pb	-14,20
Alemania 10 añc	0,15%	0,16%	-0,3pb	-47,60
EEUU 2 años	0,72%	0,76%	-3,6pb	-32,7
EEUU 10 años	1,77%	1,82%	-5,4pb	-50,07
Japón 2 años	-0,184%	-0,224%	4,0pb	-17,50
Japón 10 años	-0,029%	-0,088%	5,9pb	-29,40

Diferenciales renta fija en puntos básicos

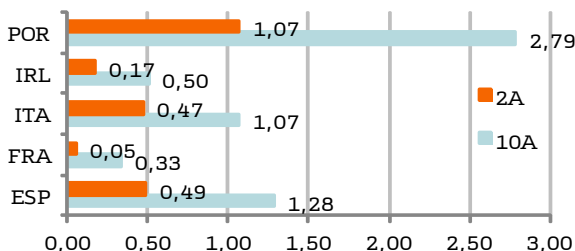
Divisas				
	31-mar	30-mar	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,1380	1,1338	+0,4%	+4,8%
Euro-Libra	0,7926	0,7886	+0,5%	+7,5%
Euro-Yen	128,11	127,47	+0,5%	-1,9%
Dólar-Yen	112,17	112,57	-0,4%	-6,7%

+/- día: en pb; %año: Var. desde cierre de año anterior

Materias primas				
	31-mar	30-mar	% día	% año
CRBs	171,17	171,62	-0,3%	-3,2%
Brent (\$/b)	38,72	38,81	-0,2%	8,3%
West Texas(\$/b)	38,34	38,32	0,1%	3,5%
Oro (\$/onza)*	1232,71	1225,01	0,6%	16,1%

* Para el oro \$/onza troy; cotización Mdo. de Londres

Primas de riesgo (bonos 10 y 2 años vs Alemania, p.p.)



Ayer: "Cerramos el 1T con saldo negativo"

Aunque augurábamos una sesión de ligera consolidación, las caídas fueron muy superiores a lo esperado. Desde la misma apertura todos los índices acumularon recortes, para cerrar casi en mínimos del día (EuroStoxx50: -1,29% e Ibex -1,66%). Destacaron negativamente las petroleras, a pesar de cotizar el crudo en positivo la mayor parte de la sesión. Resaltar las divisas, el euro se volvió a apreciar: i) respecto al dólar, llegando a cotizar a 1,1412, niveles similares a octubre 2015; ii) respecto a la libra, hasta 0,792 niveles no vistos desde diciembre 2014.

Y con todo esto, ayer cerramos el 1T'16 con saldo negativo. El denominador común de la evolución de los índices fueron las pérdidas en Europa y rentabilidades mixtas en América y Asia. Destacar: Ibovespa (+18,2%), MIB (-15,3%) y Nikkei (-11,9%). En relativo contra el S&P500, el peor trimestre desde 2003.

Hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	Est.	Ant.
10:00h	UEM	PMI Manufacturero	Mar F	Ind.	51,4	51,4
14:30h	EE.UU.	Tasa de paro	Mar	s/pa.	4,9%	4,9%
14:30h	EE.UU.	Var. empleo no agric.	Mar	000	210k	242k
16:00h	EE.UU.	ISM manufacturero	Mar	Ind.	50,8	49,5
16:00h	EE.UU.	Conf. U. de Michigan	Mar F	Ind.	90,5	90,0
Cierre	ESP	S&P revisa el rating de España				

Próximos días, referencias más relevantes:

L;09:00	ESP	Variación de Parados	Mar	(000)	--	2,2
M;11:00	UEM	Ventas Minoristas	Feb	a/a	+1,9%	+2,0%
M;16:00	EE.UU.	ISM no manufact.	Mar	Ind.	54,2	53,4
X;08:00	ALE	Prod. Industrial ajust.	Feb	a/a	+0,4%	+2,2%
X;20:00	EE.UU.	FOMC Actas				
J;13:30	UEM	Actas del BCE				

Hoy: "Tankan y Asia pesarán en la sesión."

Para la sesión de hoy pensamos que continuará la toma de beneficios en la renta variable en la apertura consecuencia de: i) el mal dato del índice Tankan conocido esta madrugada en Japón, ii) la evolución de los mercados asiáticos hoy y la ligera caída ayer de EE.UU.; y iii) la reacción a la baja en la cotización del crudo esta madrugada.

Por último, hoy conoceremos una batería de datos macroeconómicos, en particular en EE.UU. (UEM: PMI Manufacturero; EE.UU.: Tasa de paro, Var. empleo no agrícola, ISM manufacturero y Conf. U. de Michigan). Por lo que respecta a España, mencionar que al cierre de mercado, S&P revisará la calificación crediticia, actualmente en BBB+ con perspectiva Estable.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio Pilar Aranda Belén San José Ramón Carrasco
Ana de Castro Jesus Amador Rafael Alonso Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, 12

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cqj/broker+asesoramiento>

28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento/normativo/analisis/responsabilidadlegal>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho del su ratón.

1.- Entorno Económico

JAPÓN: Indicador Tankan del 1T15.- (i) Índice de Grandes Empresas, que es el que más se sigue junto al dato de la inversión, ha sido 6 (vs 8 esperado) y 12 anterior. (ii) **Inversión Grandes Empresas -0,9% vs -0,7% esperado vs -10,8% en 4T.** Este es probablemente la componente más relevante del Tankan y, aunque no ha sido un buen registro al situarse en negativo, **no es en absoluto tan malo como parece** porque ha salido muy en línea con las estimaciones (por tanto, no supone una sorpresa negativa) y, sobre todo, porque **estacionalmente el 1T suele ser muy flojo en inversión**, de manera que este -0,9% no es muy distinto a lo registrado en el mismo trimestre de los años previos: -1,2% en 1T15; +0,1% en 1T14; -2,0% en 1T13; 0% en 1T12; -0,4% en 1T11... El hecho de que los 1T sean flojos en inversión empresarial en Japón se explica porque su año fiscal cierra en marzo, de manera que para las compañías se trata del último trimestre del año, que es cuando menos proyectos de inversión se llevan adelante (en cualquier economía del mundo) porque normalmente los presupuestos de inversión ya se han consumido en los 3 primeros trimestres de cada ejercicio. (iii) **Grandes Empresas Perspectivas 3 (7 esperado) y 7 anterior.** (iv) Índice de Grandes Empresas no Manufactureras 22 (vs 24 esperado) y 25 anterior. (v) **Grandes Empresas no Manufactureras Perspectivas 17 (vs 20 esperado) y 18 anterior.** Muy mal dato, mostrando que el sentimiento de las grandes empresas es el más débil desde 2013, hecho que ha pesado en los índices asiáticos esta madrugada (Nikkei -3,6%).

CHINA: (i) PMI Manufacturero (marzo) 50,2 (vs 49,4 esperado) y 49,0 anterior. (ii) PMI no Manufacturero 53,8 vs 52,7 anterior. (iii) Caixin PMI Manufacturero 49,7 (vs 48,3 esperado) y 48,0 anterior. (iv) S&P mantiene el rating del país en AA- pero recorta su perspectiva hasta negativa desde estable. La agencia considera que el gobierno continuará implementando las reformas previstas pero a un ritmo más lento del inicialmente esperado. Además, la agencia ha mantenido el AAA de Hong Kong pero también ha empeorado su perspectiva hasta negativa. Esta decisión no resulta sorprendente en tanto sigue un movimiento similar al anunciado por Moody's al inicio de marzo.

COREA DEL NORTE.- Lanza un nuevo misil balístico desafiando a la IV Cumbre Nuclear de Washington. Por ahora, el mercado no está teniendo en cuenta este riesgo.

SECTOR PETROLERO.- Según la encuesta de Bloomberg, **la producción de crudo de la OPEP en marzo alcanzó los 33,09Mbrr/d (+0,19%) nuevo máximo de los últimos 4 años**, situándose muy por encima de la cuota oficial establecida en 30Mbrr/d. **Esta noticia es bajista para la cotización del petróleo hoy**, estimamos que en al menos -1% en la sesión.

ESPAÑA: (i) El M. de Hacienda en funciones presentó ayer las **cifras de ejecución presupuestaria de 2015** que se saldan con un déficit superior a lo esperado: el déficit del conjunto de las AAPP se sitúa en 55.755M€, el -5,16% del PIB vs -5,79% en 2014, lo que supone una desviación de 0,96 p.p. respecto al objetivo, muy superior a lo esperado y preanunciado por distintas fuentes del Ejecutivo. Teniendo en cuenta el impacto de la ayuda financiera, el déficit supondría el -5,24% del PIB. El desglose es el siguiente: Administración Central -2,68% vs -2,9% objetivo, CCAA -1,66% vs -0,7%, CCLL (ayuntamientos) 0,44% vs 0,0% y Seguridad Social -1,26% vs -0,6%. La responsabilidad en las desviaciones es como sigue: Seguridad Social -66 p.b. (es decir, déficit de -1,26% vs -0,60% presupuestado); CC.AA. -96 p.b.; CC.LL. +44 p.b. (positivo significa menos gasto de lo presupuestado); Administración Central +14 p.b. Por tanto, las desviaciones proceden de la Seguridad Social y de las CCAA. Respecto a lo primero, llama la atención que las cotizaciones sociales sólo suban +1,8% cuando la afiliación a la Seguridad Social está aumentando a un ritmo de +3%. En cuanto a las CCAA, todas incumplen con la salvedad del País Vasco, Galicia y Canarias. Por este motivo, el Gobierno ha decidido aplicar la Ley de Estabilidad Presupuestaria y exigir el cumplimiento estricto de la 'regla de gasto', siguiendo las recomendaciones de la Comisión Europea. Link directo a la presentación: <http://www.minhap.gob.es/Documentacion/Publico/GabineteMinistro/Notas%20Prensa/2016/ESTADISTICAS/31-03-16%20%20Presentación%20DeficitAAPP2015.pdf>

(ii) **IPC preliminar (marzo) en tasa intermensual (m/m): +0,6% (vs +0,7% esperado) y -0,4% anterior.** Por su parte, **IPC en tasa interanual (a/a) -0,8% (vs -0,8% esperado) y -0,8% anterior;** ii) **IPC armonizado dato preliminar (marzo) en tasa intermensual: +2,0% (vs +2,1% esperado) y -0,4% anterior. IPC armonizado en tasa interanual (marzo): -1,0% (vs -0,8% esperado) y -1,0% anterior;** iii)

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio Pilar Aranda Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Jesús Amador Rafael Alonso Belén San José Esther G. de la Torre

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento normativo/analisis/responsabilidad legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento%20normativo/analisis/responsabilidad%20legal)

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción 'open weblink in Browser' con el botón derecho del su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

Ventas Minoristas ajustadas (febrero): +3,9% (vs +4,0% esperado) frente al +3,3% anterior. Sin ajustar, +7,4% frente al +2,0% anterior.

ALEMANIA: Tasa de Desempleo (marzo): 6,2% (vs 6,2% esperado) y 6,2% anterior. De esta forma, la variación de desempleados se sitúa en -0k (vs -6k esperado) y -9k anterior, revisado desde -10k anterior.

REINO UNIDO: Dato final del PIB4T15 en base intertrimestral se sitúa en +0,6% (vs +0,5% esperado) y +0,5% comunicado previamente. En tasa interanual: +2,1% (vs +1,9% esperado) y +1,9% del dato avanzado. Por desglose: Consumo +0,6% (vs +0,6% anterior), Gasto Público +0,3% (vs +0,7% anterior); FBK -1,1% (vs +0,4% anterior); Exportaciones +0,1% (vs -0,5% anterior) e Importaciones +0,9% (vs +2,9% anterior). Buen dato destacando la fortaleza del consumo.

UEM: Dato de IPC del mes de marzo en tasa interanual: -0,1% (vs -0,1% esperado) y -0,2% anterior. El dato de IPC subyacente de marzo +1,0% (vs +0,9% esperado) y +0,8% anterior.

EE.UU.: i) Encuesta de Empleo Challenger (marzo) en tasa de variación interanual: 31,7% vs 21,8% anterior. Mal dato. En términos absolutos asciende a 48.207 recortes (vs 61.599 recortes en febrero). Por sectores: *retail* 8.490 (vs 1.096 anterior); Energía: 7.747 (vs 25.051 anterior) y Salud 6.236 (vs 1.205 anterior); ii) **Paro Semanal**: 276k (vs 265k esperado) y 265k del dato anterior. **Paro de Larga Duración**: 2.173k (vs 2.200k esperado) y 2.180k anterior revisado desde 2.179k anterior. De esta forma, la media móvil de paro semanal de las últimas 4 semanas se incrementa hasta 263.250 (vs 259.750 anterior) y encadena la tercera subida consecutiva, igualándose a la cifra de la semana del 22 de enero. Dato flojo; iii) **Gestores de Compras de Chicago** (marzo): 53,6 (vs 50,7 esperado) y 47,6 anterior. Buen dato y mejor de lo esperado. Así recupera gran parte del terreno perdido en la observación de febrero donde retrocedió a 47,6 desde 55,6 de enero; iv) **Evans (Fed de Chicago)** sugirió ayer que la Fed podría estar preparada para otra alza de tipos de interés en Estados Unidos en su reunión de junio.

IRLANDA: Colocó ayer una emisión de 100M€ de renta fija a 100 años a un tipo del 2,35%.

SINGAPUR: Los precios de la vivienda cayeron -0,7% en el 1T16 respecto al trimestre anterior siendo el décimo trimestre consecutivo en la que se producen recortes.

Leer más en nuestra web:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=ASES&subs=IMAS>

2.- Bolsa española

BANCO SANTANDER (Neutral; Cierre: 3,87€; Pr.Obj. 4,35€): Reducirá la red comercial en España y transformará el modelo de oficina actual. **OPINIÓN:** El banco cerrará entre 400 y 450 oficinas en España, lo que representa entre el -11%/-13,0% de la red comercial actual para quedarse con unas 3.000 sucursales (3.467 a Dic.'15, pero 13.030 en todo el mundo) y, en una primera estimación, despedirá a 1.000 empleados. La reducción de plantilla afectará también al centro corporativo que verá simplificada su estructura tras reducir el número de divisiones desde 15 actualmente hasta 10. El plan del banco es que las oficinas tengan un mayor tamaño, presten servicios multicanal y estén enfocadas al asesoramiento a clientes. Así en 2016, el banco tendrá 350 oficinas operando conforme a este modelo alcanzando 1.000 oficinas en tres años. El banco todavía no ha realizado ninguna cuantificación económica en relación a los ahorros de costes previstos aunque probablemente anuncie cifras más precisas durante la semana próxima.

GAMESA (Comprar; Pº Objetivo 18,8€; Cierre 17,4€, Var. -1%): La principal incógnita para fusionarse con Siemens sigue siendo Areva.- La intención de Gamesa sería deshacerse del 50%, o adquirir el 50% de Adwen con el que cuenta Areva, algo que según un rumor de mercado podría haber planteado a Areva. Adwen fue creada con un capital conjunto inicial de 400M€. **OPINIÓN.-** Adwen continúa siendo el principal problema de esta operación, puesto que Siemens estaría interesado en la energía eólica tradicional de Gamesa, mientras que Siemens es mucho más fuerte en la parte de energía marina, lo que sugiere que no querría en principio esta participación.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio Pilar Aranda Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Jesús Amador Rafael Alonso Belén San José Esther G. de la Torre

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento> 28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento/normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho del su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

La operación también depende de que sea aprobado por las autoridades de la competencia europeas, por la reducción en el número de jugadores. Finalmente, existen determinadas *dudas jurídicas* aparentemente relacionadas con la intención de Siemens de eludir lanzar una OPA sobre Gamesa, lo que permite deducir que quiere tomar una participación de control, pero no comprar el 100% y menos fusionarse e integrarla. Siemens podría acogerse a la ley de OPAs mediante la cual puede eximirse de lanzar una OPA aunque su participación sea superior al 30% si el objetivo final es crear una compañía de mayor dimensión y no sólo incrementar su control. Mantenemos una recomendación de Comprar en Gamesa y nuestro escenario central sigue siendo que finalizará con éxito la operación.

ENAGÁS (Comprar; Pº Objetivo: 29,8€; Cierre: 26,42€): Acuerdo para incrementar su participación en TgP.- Ha firmado un acuerdo para adquirir un 1,64% de Transportadora de Gas del Perú a la compañía peruana Graña y Montero por 31,9M\$. **OPINIÓN:** Con este acuerdo Enagás incrementaría su participación en TgP hasta 25,98% y consolidaría su posicionamiento en Perú donde está presente desde 2014. En cuanto al precio, es más barato que las dos compras realizadas anteriormente (marzo y junio de 2014). Entonces se valoró el 100% de la compañía en 2.405M\$ y 2.235M\$, respectivamente, frente a los 1.945M\$ implícitos en la última operación. En cuanto a la economía peruana, presenta uno de los cuadros macro más sólidos de Latinoamérica (previsiones 2016: PIB +3,5%, IPC 3,7%, tasa de paro 6,4%).

ABERTIS (Neutral; P.Obj.: 15,6€; Cierre: 14,45€): Prolonga la negociación para la compra de A4 Holding en Italia.- La compañía ha decidido prolongar hasta el 22 de abril el período de negociación para la compra de las autopistas A4 (Brescia -Padova) y A31 (Vicenza - Rochette), cuyos principales accionistas son Intesa, Astaldi y Tabacchi. El importe aproximado de la compra se situaría en torno a 600 M.€. **OPINIÓN:** El impacto en la cotización será neutral hasta que sean públicos el precio final de la operación, las condiciones de financiación y los resultados de A4 Holding en 2015, aunque la operación de compra a priori tendría sentido para Abertis porque le proporcionaría entrada al mercado italiano y beneficiarse del acuerdo con el gobierno de Renzi para alargar el plazo de la concesión durante 10 años más.

3.- Bolsa europea

VOLKSWAGEN (Vender; Cierre: 111,8€; Var. Día: -1,5%).- Nuevas llamadas a revisión ahora en India: La compañía llamará a revisión 3.877 vehículos después de que ARAI, Automotive Reserach Association of India, advirtiera de que sus emisiones superan los límites legales del país. Además, Volkswagen dejará de vender temporalmente los modelos afectados. Ahora la compañía propondrá una medida técnica para resolver el problema a ARAI y una vez aprobado volverá a vender dichos modelos. **OPINIÓN:** De nuevo, noticias negativas para la compañía que sigue viendo como aumentan los costes que tendrá que asumir no sólo por las llamadas a revisión sino también por las sanciones a las que previsiblemente tendrá que hacer frente. Por todo ello, reiteramos nuestra recomendación de venta.

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.-

Los mejores: *Utilities* +0,5%; Consumo Discrecional -0,09%; Información -0,15%.

Los peores: Materiales -0,9%; Industriales -0,4%; Consumo Básico -0,3%.

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacaron compañías del sector energético, como (i) **MARATHON OIL (11,14\$; +5,8%)**, y (ii) **SOUTHWESTERN ENERGY (8,07\$; +4,8%)**. También rebotó (iii) **CHIPOTLE (471\$; +4,8%)** tras los fuertes descensos vividos en los días previos. (iv) **SIMON PROPERTY (207,7\$; +2%)**, ya que la compañía anunció que no realizará operaciones corporativas después de que fallara en su intento de hacerse con su principal rival Macerich.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio

Pilar Aranda

Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Jesús Amador

Rafael Alonso

Belén San José Esther G. de la Torre

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento>

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho del su ratón.

Entre las **compañías que PEOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacaron compañías como (i) **DEERE (76,99\$; -3,9%)** después de que redujera su previsión de ventas 2016. Estima que las ventas se reducirán -10%, entre otros motivos por un impacto negativo del tipo de cambio. Además se ha visto afectada por la fuerte fluctuación del precio de las *commodities*. (ii) **MONSANTO (87,7\$; -3,7%)** después de anunciar que no va a introducir un programa de recompra de acciones.

STARWOOD (83,4\$; -0,27%): El grupo chino Anbang, junto con un consorcio de capital riesgo americano (entre otros Primavera Capital y J.C. Flowers), según un rumor de mercado, podría haber retirado su oferta por Starwood. Esta misma semana elevó su oferta hasta los 82,75\$/acc., lo que equivaldría a valorar la compañía en 13.968M\$, cifra que hubiera abonado en efectivo. Este importe superaba holgadamente la oferta inicial de Anbang, por 76\$/acc. (12.830M\$) y se lanzó una semana después de que Marriot mejorara su oferta hasta los 79,53\$/acc. (13.424M\$), en combinación de efectivo y acciones. Estas cifras son muy superiores a las ofrecidas por Marriot en una oferta inicial, para la que hay que remontarse hasta noviembre de 2015 cuando ofreció 12.200M\$. Todavía no han trascendido los motivos que habrían llevado a Anbang a retirar la oferta. Lo que parece evidente es que este asunto no está en absoluto cerrado si se considera que ambas compañías buscan ser el líder mundial del sector y que Marriot todavía cuenta con margen para elevar su oferta. Esta noticia probablemente sea negativa para Starwood a lo largo de la sesión de hoy.

Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, Alemania 19h, EE,UU, 22:00h, Japón 8:00h

Metodologías de valoración aplicadas (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada	Eva del Barrio	Pilar Aranda	Ramón Carrasco	Ana Achau (Asesoramiento)	http://broker.bankinter.com/
Ana de Castro	Jesús Amador	Rafael Alonso	Belén San José	Esther G. de la Torre	http://www.bankinter.com/
Todos nuestros informes disponibles en: https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento					Avda de Bruselas, nº 12 28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho del su ratón.

Sector: Industrial

Elevamos recomendación hasta Neutral. El "golpe fuerte" ya lo ha sufrido.

T. REUNIDAS Precio Objetivo: 26,6 €
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 1.414 M€
Ultimo: 25,30 €/acc.
Nº Acciones (M.): 55,9 M acc.
Min / Max (52 sem): 21,25€/acc./47,96€/acc.
Cód. Bloomberg / Reuters: TRE SM / TRE.MC

Principales cifras y ratios

	2016e	2017e	2018e	2019e	TAMI (i)
Ingresos	4.321	4.450	4.539	4.630	2,3%
C. Pedidos	11.772	11.890	12.009	12.129	1,0%
Cobertura	2,7x	2,7x	2,6x	2,6x	
Ebitda	173	178	204	208	6,4%
Mg Ebitda	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	
BAI	148	153	179	182	7,1%
BNA	108,4	114,9	134,2	136,9	8,1%
BPA(€/acc.)	1,94	2,06	2,40	2,45	8,1%
DPA (€/acc.)	1,34	1,34	1,34	1,34	0,0%
Yield (ii)	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
Caja Neta	473,9	519,6	547,6	577,6	6,8%
PER	13,1	12,3	10,5	10,3	
ROE	25,1%	24,4%	25,2%	23,0%	
EV/Ventas	0,20x	0,20x	0,19x	0,19x	
EV/Ebitda	5,10x	4,95x	4,32x	4,23x	

(1) Tasa Media Anual de Incremento (2016-2019). (ii) Rentabilidad DVD

Evolución anual principales cifras

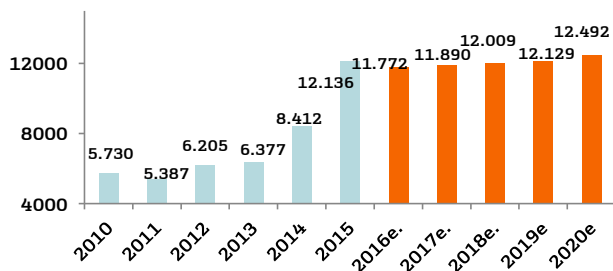
	2015r	2015 (BKT) (i)	2015 (Bloomb.) (ii)
Ingresos	4.195	3.496	4.158
Ebitda	105,3	188,0	n.d.
Mg Ebitda	2,5%	5,4%	n.d.
EBIT	86,0	175	n.d.
BNA	60,0	138	n.d.
BPA	1,1	2,4	2,8

(i) Estimación Análisis BKT. (ii) Estimación Bloomberg.

Valoración, resumen

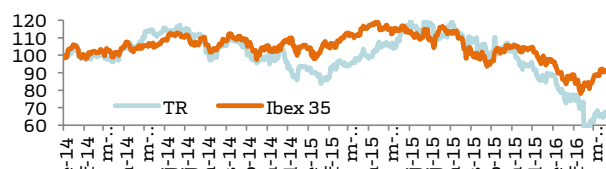
Crecimiento sostenible esperado (g)	1,00%
Coste de capital (Ke)	10,3%
Coste de la deuda (Kd)	5,0%
Prima de riesgo (Rp)	11,0%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,5%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	10,3%
Beta	0,8
Precio objetivo (€/acc.)	26,6
Cotización (€/acc.)	25,3
Potencial revalorización	5,0%

Evolución Cartera de Pedidos



Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

Evolución bursátil TRE vs Ibex-35



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro

Belén San José Eva del Barrio Ana Achau
Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqj/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

Contexto (ciclo/negocio) mejorando, el "golpe" ya superado.-

Su cartera de pedidos en máximos históricos y el fuerte incremento de ingresos registrado en 2015 no han sido suficientes para compensar el impacto en sus cuentas de la caída en el precio del petróleo. El detonante fueron los sobrecostes anunciados en uno de sus tres proyectos de Canadá, algo que lastró los márgenes de 2015. Las principales dudas son cuándo recuperará márgenes y nivel de caja neta positiva y si el precio del petróleo se estabiliza. No obstante pensamos que el valor ya ha sufrido lo suficiente (-30% YTD) y que el contexto se vuelve más benigno por mayores indicios de estabilización del petróleo. En este contexto elevamos recomendación hasta Neutral desde Vender y situamos Pº Objetivo en 26,6€ (potencial +5%).-

- **Resultados 2015. Buen año en términos de cartera de pedidos y de ingresos, pero fuerte caída de márgenes:** se produjo un incremento de ingresos hasta 4.195 (+33%) y de cartera de pedidos hasta 12.136M€ (+44%), lo que asegura su facturación 2,9 años. A pesar de ello, se produjo una brusca reducción en términos de Ebitda 105,3M€ (-37,9%) y de BNA, hasta 60,2M€ (-55%) por los sobrecostes del proyecto en Alberta (Canadá).

- **Márgenes:** debilitamiento (Ebit y Ebitda) por el proyecto en Alberta. A pesar de que no existe elevada visibilidad en cuanto a su recuperación, pensamos que se van a ir elevando, aunque lentamente. Estimamos que su "nueva normalidad" serán márgenes en el entorno del 4%/4,5%, para recuperar niveles del 5% en 2020. A partir de ahora estimamos que TRE priorizará captar menos contratos, pero a una rentabilidad superior.

- **Caja neta positiva:** en el 3T'15 se produjo una reducción en sus niveles de caja neta positiva y no consiguió recuperarlos en el último trimestre. En el 4T'15 ascendió a 533M€ vs 523M€ en 3T'15 vs 664M€ a cierre de 2014. Pensamos que no conseguirá normalizar los niveles de caja neta positiva hasta 2017. Al tener un reducido nivel tanto de activos como de equity, su principal activo es la caja, por lo que una reducción de la misma le puede afectar a la hora de ser seleccionada para un proyecto. No obstante disfruta de un balance saneado.

- **Cartera de Pedidos:** 2015 fue un año record en contratación. La Cartera de Pedidos cerró 2015 en 12.136M€ y las ventas en 4.195M€. A pesar de que las oportunidades a las que opta en 2016 son menores por la reducción de la inversión de las petroleras, ha comenzado el año con contratos relevantes: (i) Planta de generación de energía en Finlandia por 270M€. (ii) Proyecto diésel ultra bajo azufre en México por 800M\$.

- **El reducido nivel de beneficio** en relación a la dimensión de sus Ingresos (60M€ vs 4.195M€) hace que su cuenta de resultados esté sujeta a un elevado riesgo, como lo que ha ocurrido en Canadá. Cualquier pequeño cambio en los márgenes o en las condiciones de algún contrato de cierta dimensión podría hacer que entrara en pérdidas. En sentido contrario y positivo, cualquier mejora en márgenes o condiciones de contratos permitirían, en un contexto de ciclo/negocio favorable, un aumento de los beneficios proporcionalmente superior. Se están produciendo los primeros indicios de mejora del ciclo/negocio.

A pesar de que los riesgos son todavía elevados, especialmente en lo que respecta a la inestabilidad en el precio del petróleo, reducción de márgenes, caída del beneficio y menor nivel de caja neta positiva, **elevamos recomendación a Neutral desde Vender y situamos Precio Objetivo en 26,6€/acc. (+5%).**

Consideramos que la compañía ha sufrido una fuerte corrección en lo que llevamos de año y que disfruta de fortalezas que deberían ponerse en valor en los próximos trimestres como un balance saneado, recurrencia de clientes o posicionamiento "consolidado" en determinadas áreas estratégicas. Además la cartera de pedidos asegura 2,9 años de ventas. De cara a los próximos meses si el precio del petróleo consolidase su recuperación, se elevasen los márgenes y recuperase su nivel de caja neta positiva nos replantearemos subir de nuevo nuestra recomendación.

PYG Resumida (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e.	TAMI 16/20
Cartera de Pedidos	12.136	11.772	11.890	12.009	12.129	12.492	1,5%
Total Ingresos	4.195	4.321	4.450	4.539	4.630	4.723	2,2%
Relación Pedidos / Ventas	2,9x	2,7x	2,7x	2,6x	2,6x	2,6x	
Margen Bruto	1.176	1.210	1.291	1.316	1.389	1.511	
EBITDA	105	173	178	204	208	236	8,1%
Margen Ebitda	2,5%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,0%	
Amortizaciones	-19	-21	-22	-22	-23	-23	1,7%
EBIT	86	151	156	182	186	213	8,9%
Rdo. Financiero & Minoritarios	-3,7	-3,0	-3,0	-3,2	-3,3	-3,7	5,3%
BAI	82	148	153	179	182	210	9,0%
Impuesto de Sociedades	-22	-40	-38	-45	-46	-52	6,9%
BNA	60	108	115	134	137	157	9,7%
BPA	1,08	1,94	2,06	2,40	2,45	2,81	9,7%

Balance Resumido (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e.	TAMI 16/20
Inmovilizado	345	355	360	365	371	377	1,5%
Activo Circulante	3.268	2.815	2.887	2.928	2.974	3.015	1,7%
Tesorería (incluido en A.C.)	772	742	765	776	791	803	2,0%
Total Activo	3.613	3.170	3.247	3.294	3.345	3.392	1,7%
Patrimonio Neto Total	398	432	472	532	594	677	11,9%
Pasivo Circulante	2.611	2.185	2.238	2.270	2.303	2.336	1,7%
Otros pasivos	365	285	292	263	234	237	
Deuda Bruta	240	268	245	228	214	142	
Total Pasivo	3.613	3.170	3.247	3.294	3.345	3.392	1,7%
Deuda Financiera Neta	-533	-474	-520	-548	-578	-661	

Valoración Dto. Flujos de Caja Libre	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e.
BNA	60	108	115	134	137	157
Amortiz. & Prov.	19	21	22	22	23	23
CFN	79	130	137	156	159	180
Financieros (1-T)	-3	-2	-2	-2	-3	-3
CFO	77	128	135	154	157	177
(-)Inversiones	-38	-31	-27	-28	-28	-29
+/- Var. (AC-PC)	-5	-1	6	4	4	5
CFLO	33	95	113	130	133	153

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCF

Equity Value		g						
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
WACC	9,7%	25,9	26,3	26,8	27,2	27,7	28,2	28,7
	9,9%	25,7	26,1	26,6	27,0	27,5	27,9	28,4
	10,1%	25,5	25,9	26,3	26,8	27,2	27,7	28,2
	10,3%	25,3	25,7	26,1	26,6	27,0	27,5	28,0
	10,5%	25,1	25,5	25,9	26,4	26,8	27,3	27,8
	10,7%	24,9	25,3	25,7	26,1	26,6	27,1	27,5
	10,9%	24,7	25,1	25,5	25,9	26,4	26,8	27,3

La prima de riesgo (RP) aplicada es 11%. Muy elevada porque recoge los riesgos derivados de una caída adicional en el precio del petróleo. Además sus principales oportunidades este año proceden de A. Saudi, muy dependiente del precio del crudo. De esta manera, la tasa WACC asciende a 10,3%, porque la beta es 0,8 y no tiene deuda neta.

Hipótesis	
g	1,0%
Beta	0,80
RP	11,0%
RFR	1,5%
Kd	5,0%
Ke	10,3%
Wd	0%
We	100%
WACC	10,3%

Valoración por Comparables

Compañía	Capitalización (M€)	PER16e	PER17e	EV/Vtas 2016e	EV/Vtas 2017e	EV/Ebitda 2016e	EV/Ebitda 2017e	ROE 2016r	Rent. Divid.2016e
Technip	5.555	11,5	14,7	0,50	0,60	4,60	5,90	11,4%	4,2%
Saipem SpA	3.336	12,7	14,4	0,80	0,90	7,50	7,80	5,7%	1,5%
Petrofac Ltd	3.857	9,9	9,3	0,60	0,60	5,90	5,40	27,2%	5,3%
Amec PLC	2.143	9,5	8,5	0,50	0,50	7,70	7,60	10,8%	4,8%
Técnicas Reunidas SA	1.373	13,1	12,3	0,20	0,20	5,10	4,95	25,1%	5,3%
Media del Sector	3.253	11,3	11,8	0,52	0,56	6,16	6,33	16,0%	4,2%

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco
Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre

Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda. Bruselas 12
28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: