

9 de mayo de 2014

Cierre de este informe:

7:44 AM

#### Claves del día:

✓ Resultados de Telefónica y Prod. Industrial en el Reino Unido.

#### Ayer: "Draghi no decepciona."

La sesión de ayer comenzó de forma positiva gracias a los buenos datos de **Balanza comercial de China** y a la tranquilidad que transmitió **Yellen** (Fed) el día anterior. Ahora bien, el mercado pasó del tono positivo al entusiasmo gracias a **Draghi**. Al contrario de lo que pensábamos, el Presidente del BCE consiguió animar al mercado sin hacer nada. El BCE no cambió su política monetaria pero sí dejó entrever que en la reunión de junio llegarán nuevos estímulos, una vez hayan actualizado sus previsiones macroeconómicas. Con esta expectativa, **las bolsas** doblaron sus subidas y **los bonos** continuaron con su particular *rally*. Los periféricos salieron especialmente beneficiados por lo que las primas de riesgo se redujeron (ESP -5 p.b. a 144 p.b.). En cuanto al **eurodólar**, después de haber alcanzado máximos de hace dos años (1,399), retrocedió hacia 1,386, ya que las palabras de Draghi debilitaron al euro.

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	16.551	16.519	0,2%	-0,2%
S&P 500	1.876	1.878	-0,1%	1,5%
NASDAQ 100	3.540	3.546	-0,2%	-1,4%
Nikkei 225	14.189	14.164	0,2%	-12,9%
EuroStoxx50	3.204	3.160	1,4%	3,1%
IBEX 35	10.591	10.414	1,7%	6,8%
DAX (Ale)	9.607	9.521	0,9%	0,6%
CAC 40 (Fr)	4.507	4.446	1,4%	4,9%
FTSE 100 (GB)	6.839	6.796	0,6%	1,3%
FTSE MIB (It)	21.730	21.241	2,3%	14,6%
Australia	5.464	5.477	-0,2%	2,1%
Shanghai A	2.096	2.110	-0,6%	-5,3%
Shanghai B	224	225	-0,6%	-11,9%
Singapur (Straits)	3.250	3.248	0,1%	2,6%
Corea	1.953	1.951	0,1%	-2,9%
Hong Kong	21.813	21.837	-0,1%	-6,4%
India (Sensex30)	22.590	22.344	1,1%	6,7%
Brasil	53.422	54.053	-1,2%	3,7%
México	41.660	41.803	-0,3%	-2,5%

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

#### Mayores subidas y bajadas

Índice	% diario	% diario
IBEX 35	1,7%	6,8%
VISCOFAN	6,0%	-1,1%
BANCO SABADE	3,2%	0,0%
BANKINTER	3,2%	0,1%
EuroStoxx 50	1,4%	3,1%
ENEL SPA	5,2%	-3,2%
INTESA SANPA	4,6%	-1,0%
UNICREDIT SP	3,5%	-0,9%
Dow Jones	0,2%	-0,2%
AT&T INC	1,8%	-1,8%
WALT DISNEY	1,6%	-1,3%
GOLDMAN SACH	1,2%	-0,9%

#### Futuros

Var. desde cierre nocturno.	Último	Var. Pts.	% día
1er Vcto. mini S&P	1.871,75	1,75	0,09%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.171	11,0	0,35%
1er Vcto. DAX	9.610,50	35,50	0,00%
1er Vcto. Bund	144,89	0,07	0,05%

#### Bonos

	08-may	07-may	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	0,12%	0,15%	-3,1pb	-9,50
Alemania 10 añc	1,45%	1,47%	-2,7pb	-48,30
EEUU 2 años	0,39%	0,40%	-1,2pb	0,7
EEUU 10 años	2,62%	2,59%	2,8pb	-41,21
Japón 2 años	0,088%	0,090%	-0,2pb	-0,60
Japón 10 años	0,611%	0,60%	1,0pb	-12,50

Diferenciales renta fija en punto básico

#### Divisas

	08-may	07-may	+/- día	% año
Euro-Dólar	1,3840	1,3910	-0,007	0,7%
Euro-Libra	0,8174	0,8205	-0,003	-1,5%
Euro-Yen	140,70	141,75	-1,050	-2,8%
Dólar-Yen	101,73	101,66	0,070	-3,4%

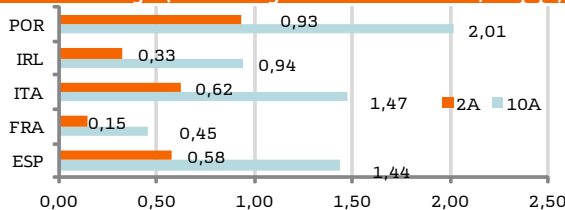
+/- día: en pb; %año: Var. desde cierre de año anterior

#### Materias primas

	08-may	07-may	% día	% año
CRBs	306,84	307,70	-0,3%	9,3%
Brent (\$/b)	107,67	107,88	-0,2%	-2,8%
West Texas(\$/b)	100,26	100,77	-0,5%	1,9%
Oro (\$/onza)*	1289,30	1289,92	0,0%	6,9%

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

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



Día/hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	(e)	Ant.
10:30h	GB	Prod. Industrial	Mar	a/a	2.4%	2.7%
10:30h	GB	Bza Comercial No UEM	Mar	GBP/M	-	-£2919
16:00h	EEUU	Invent. Mayoristas	Mar	m/m	0.5%	0.5%

#### Próximos días, referencias más importantes:

M;7:30h	China	Prod. Industrial	Abr	a/a	8.9%	8.8%
M;11:00	ALE	ZEW Sentim. Econ.	May	Ind.	44.5	43.2
M;14:30	EEUU	Previsión	Abr	m/m	0.3%	1.1%
X;10:30h	GB	Tasa de paro	Mar	%	6.8%	6.9%
X;11:00h	UEM	Prod. Industrial (wda)	Mar	a/a	--	1.7%
J;1:50h	JAP	PIB t/t anualizado	1Q P		4.2%	0.7%
J;8:00h	ALE	PIB	1Q P	t/t	0.7%	0.4%
J;10:00h	UEM	Boletín mensual del BCE				
J;11:00h	UEM	IPC	Abr F	a/a	0.7%	0.5%
J;11:00h	UEM	PIB	1TA	t/t	0.5%	0.2%
J;14:30h	EEUU	IPC	Abr	a/a	2.0%	1.5%
J;15:15h	EEUU	Utiliz. Cap. Product.	Abr	%	79.1%	79.2%
J;15:15h	EEUU	Prod. Industrial	Abr	m/m	0.1%	0.7%
V;14:30h	EEUU	Viviendas iniciadas	Abr	000	980K	946K
V;15:55h	EEUU	Conf. U. de Michigan	Mau P	Ind.	84.5	84.1

#### Hoy: "Asentamiento, pero con alegría de fondo."

La sesión asiática ha presentado un tono dispar, **Japón** se ha comportado bien gracias a los resultados de compañías como Canon (ha anunciado un plan de recompra de acciones) mientras que **China** ha presentado un IPC bastante débil, fruto de la lentitud de su demanda interna. Por otro lado, **Alemania** ha decepcionado con sus cifras de **balanza comercial** de marzo, ya que las exportaciones han caído. En España, además, pesarán las cuentas de **Telefónica** ya que ha presentado a primera hora un resultado que deja bastante que desear. Por tanto, la apertura se presenta bajista. Más adelante, habrá que estar atentos a la **producción industrial en el Reino Unido**, que podría flojear y a los inventarios mayoristas de EEUU. En conjunto, pensamos que hoy toca una sesión de asentamiento, de consolidación. No obstante, diríamos que la alegría por **Draghi** va a durar algunas semanas más, siempre que Ucrania no lo estropee. Por tanto, los **retrocesos bursátiles** de hoy serían moderados. En cuanto a **los bonos**, su tendencia sigue siendo alcista, mientras que el **euro** parece estar en fase de corrección y quizá se deslice hasta 1,380 en la sesión de hoy.

#### Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada    Eva del Barrio Arranz    Pilar Aranda Barrio    Ana Achau (Asesoramiento)  
 Ana de Castro    Jesus Amador Castrillo    Rafael Alonso

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombbre=disclaimer.pdf>

\* 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, 12

28108 Alcobendas (Madrid)

## 1.- Entorno Económico

**ESPAÑA.-** (i) El índice de precios industriales cae -0,5% m/m en marzo (ajustado estacionalmente) dejando la tasa interanual en +0,6% vs +2,7% anterior. (ii) Emitió 4.557M€ en bonos (vs 4.500 máximo previsto): 1.000M€ a 3 años con tipo medio 1,039% y ratio de sobredemanda de 3,2x vs 3,0x anterior; 2.463M€ a 2020 con tipo medio 1,90% y sobredemanda de 2,0x vs 1,5x; y 1.094M€ a 15 años con tipo medio 3,51% y ratio de sobredemanda de 2,5x vs 1,9x anterior.

**REINO UNIDO.-** El Banco de Inglaterra no realizó cambios en su política monetaria, tal como se esperaba: mantiene el Tipo de Intervención en 0,50% y el Programa de compra de activos en 375.000M GBP.

**PORTUGAL.-** S&P ha mejorado la perspectiva de su rating crediticio desde negativa hasta estable (la nota es BB). Hoy Moody's también revisará su rating.

**UEM.-** El BCE no cambió su política monetaria: tipo de intervención en 0,25% y de depósito en 0%. Lo más interesante llegó con la intervención de Draghi de la que destacaríamos que: (i) espera un período prolongado de baja inflación seguido por un movimiento gradual al alza, (ii) la apreciación del tipo de cambio en el contexto actual de baja inflación es un motivo de preocupación por lo que incluso discutieron realizar una posible intervención en los mercados de divisas, (iii) hay unanimidad en el Consejo de Gobierno en cuanto al uso de todo tipo de medidas para eliminar los riesgos de un período demasiado largo de baja inflación, (iv) estarían cómodos actuando la próxima vez pero antes quieren ver las nuevas proyecciones macro.

**EEUU.-** (i) El número de solicitudes semanales de desempleo se situó en 319K vs 325K estimado y 345k anterior. El número de desempleados de larga duración se reduce hasta 2.685K desde 2761K anterior vs 2.685K e. (ii) Colocó 16.000M\$ en bonos a 30 años con un tipo de 3,44% vs 3,39%b previsto. La sobredemanda se quedó en 2,09x, la menor desde agosto'11. (iii) Yellen, ante el Comité Bancario del Senado repitió su discurso del día anterior: que espera que la economía vaya ganando tracción a lo largo del año aunque la debilidad del inmobiliario podría lastrar dicho crecimiento.

**IRLANDA.-** (i) Colocó 750M€ de un bono con vencimiento en 2024 con un tipo medio de 2,73%, en línea con el secundario, y con un ratio de sobredemanda de 2,8x (igual que la vez anterior, el 10 de abril). (ii) El IPC se situó en +0,3% a/a en abril vs +0,2% anterior.

**MÉXICO.-** El IPC se situó en +3,5% a/a en abril vs 3,56% estimado y 3,76% anterior.

**ALEMANIA.-** La balanza comercial registra un superávit de 16.400M€ vs 17.400M€ estimado y 16.300M€ anterior. Las exportaciones caen -1,8% vs +1,3% e y -1,3% anterior, y las importaciones también, -0,9% vs +0,6% e y +0,4% anterior.

**COREA DEL SUR.-** El banco central ha mantenido el tipo de intervención estable en el 2,5%, tal y como se esperaba.

**CHINA.-** EL IPC se sitúa en 1,8% a/a en abril vs 2,1% estimado y 2,4% anterior. Se trata de la menor tasa de inflación en 18 meses, signo de la moderada demanda interna, y está lejos del 3,5% objetivo lo que podría alentar algún tipo de medida por parte de su banco central. Por su parte, los precios de producción pasan de -2,3% a -2,0% a/a vs -1,9% estimado.

**JAPÓN.-** El indicador adelantado preliminar de marzo pasa de 108,7 a 106,5 vs 106,7 estimado. El coincidente se sitúa en 114,0 vs 114,0 estimado y 112,9 anterior.

**AUSTRALIA.-** Su banco central ha mejorado la previsión de crecimiento para este año desde 2,75% a 3,0%, mientras que ha revisado a la baja el rango de 2015, desde 3-4% a 2,75-3,75%.

Leer más en: [https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis/analisis\\_bankinter/indicadores\\_macro](https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis/analisis_bankinter/indicadores_macro)

## 2.- Bolsa española

**TELEFÓNICA (Neutral, Cierre: 12,04€; Var. Día: +1,01%): Presenta resultados inferiores a las expectativas y un deterioro de los resultados en Latinoamérica. Principales cifras 1T14 comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg):** Ingresos 12.232M€ (-13,5%) vs 12.300M€ estimado, OIBDA 3.929M€ (-14,0%) vs 3.970 M€ estimado. Margen OIBDA 32,1% vs 32,3% en 1T'13, BNA 692 M€ (-23,2%) vs 739,8 M€ estimado, con un BPA de 0,15€ (-27%) vs. 0,17€ estimado. Los resultados de Telefónica se han visto afectados por el impacto negativo de los tipos de cambio en Argentina y Venezuela, por lo que si se consideran las cifras en términos orgánicos, los ingresos crecen +1,6% y el OIBDA se incrementa +0,5%. El número de accesos totales ha caído -1% en términos interanuales, aunque esta reducción se debe fundamentalmente a la venta de la filial en República Checa y del negocio fijo residencial en Reino Unido. El crecimiento orgánico de los ingresos y el OIBDA se debe sobre todo al aumento de los accesos en aquellos negocios de mayor valor añadido, como los accesos móviles de contrato (+9%), la banda ancha fija minorista (+2%) y la televisión de pago (+8% en términos interanuales). Sin embargo, los resultados han mostrado una evolución negativa en los principales mercados de la compañía. Los ingresos en

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

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

Ana de Castro Jesús Amador Castrillo Rafael Alonso

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

\* 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)

España continúan reduciéndose, aunque desaceleran su ritmo de caída desde -11,9% en 4T'13 hasta -8,2% en 1T'14, mientras que el OIBDA desciende -8,4% y el margen OIBDA se estrecha levemente hasta 46,9%, y sólo Reino Unido muestra un buen comportamiento entre los grandes mercados europeos. El aspecto más negativo de los resultados es la evolución del negocio en Brasil, donde el crecimiento de los ingresos se desacelera de forma significativa, con un aumento de +0,2% y un descenso de -3,6% en el OIBDA incluso en términos orgánicos, excluyendo el efecto negativo de los tipos de cambio. Un aspecto que sí se puede valorar positivamente es la reducción de la deuda financiera neta en 2.657 M€ hasta 42.724 M€, debido fundamentalmente a la venta de Telefónica República Checa. Esta reducción de la deuda ha permitido reducir el ratio Deuda Neta / OIBDA desde 2,4x hasta 2,3x Ebitda. Además, la compañía ha obtenido 5.700 M€ de financiación durante el 1T'14, lo que le ha permitido mejorar su posición de liquidez y alargar los vencimientos de deuda. Aunque los resultados son inferiores a las expectativas, Telefónica ha confirmado su guidance para el conjunto del año 2013, que espera cerrar con un crecimiento orgánico de sus ingresos y una tendencia de estabilización en el margen OIBDA. El impacto de estos resultados sobre la cotización de Telefónica debería ser negativo en la sesión de hoy, debido a que las grandes magnitudes de la cuenta de resultados se han quedado por debajo de las expectativas del mercado, los márgenes continúan reduciéndose en España y los ingresos y resultados operativos en los mercados latinoamericanos muestran una clara tendencia de desaceleración. **Impacto: Negativo.**

**GAMESA (Neutral; Pº Objetivo: 9,2€/acc.; Cierre: 7,7€; Var. Día +1,4%): Resultados 1T'14 que baten expectativas, repunta la actividad.-** Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 573M€ (+17% aunque +25% ex - tipo de cambio) vs 557,8M€ estimado; Ebitda 72M€ (+47%); Ebit 34M€ (+58%), BNA 17M€ (+2,4x); BPA 0,067€ vs 0,050€ estimado. Además, Gamesa consigue reducir endeudamiento en -114M€, hasta situar la deuda financiera neta en 655M€ (-10%) lo que supone 2,1x Ebitda. En cuanto a los niveles de actividad, se aprecia una mejora considerable, en el primer trimestre consiguió vender 567MW (+27%), debido en gran medida a la buena evolución del negocio en EE.UU., cuya contribución se triplica con respecto al mismo periodo del año previo hasta los 117MW e India, geografía donde duplica sus ventas hasta 189MW, aunque América Latina y Cono Sur se mantiene como la región con mayor contribución a las ventas (37%). Los niveles de actividad se encuentran alineados con las guías marcadas por la compañía: 2.200-2.400MW en 2014. Por otra parte, entran pedidos en firme por 496MW (2,2x vs 1T'13). Por áreas de negocio, las ventas de Aerogeneradores se sitúan en 469M€ (+15,8%), mientras que los Servicios de Operación y Mantenimiento alcanzan los 104M€ (+21,5%). Con estos resultados, Gamesa va cumpliendo con el *guidance* comprometido por la compañía para el conjunto de 2014, que incluye que el margen Ebit >6% (6% en 1T'14 vs 4,4% 1T'13), volumen de actividad en un rango 2.200MWe-2.400MWe, DFN/Ebitda <1,5x (2,1x vs 2,8x en 1T'13) y ROCE 8,5%/10% (7,3% en 1T'14 vs 4,3% en 1T'13). **En nuestra opinión, se trata de resultados bastantes alentadores y esperamos un impacto positivo en el mercado.** Gamesa consigue incrementar con contundencia los niveles de actividad aunque lo hace en gran medida por una fuerte presencia en mercados emergentes como en India, Brasil, Filipinas, Turquía o Sri Lanka, por lo que se ha visto afectada por la depreciación de las divisas emergentes. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral y nuestro Precio Objetivo en 9,2€/acc. aunque nuestra opinión es susceptible de ser revisada al alza si la evolución de Gamesa continúa siendo favorable. **Impacto: Positivo.**

**BANCOS ESPAÑOLES.- (i) El Banco de España insiste en su recomendación de que las entidades aumenten su solvencia y reduzcan costes.** El gobernador del BdE considera que las entidades deben continuar reduciendo los costes operativos para mejorar los ratios de eficiencia en un entorno de fuerte presión en márgenes (bajos tipos de interés) y elevadas tasas de mora. En cuanto a la evolución de la morosidad (actualmente en el 14,1%), el BdE no espera un cambio de tendencia hasta que la recuperación económica se afiance. (ii) **Barclays comunica formalmente que abandona sus negocios en España y espera recuperar el capital de la filial (en torno a 1.500 M€).** La venta del negocio en España se enmarca dentro del nuevo plan estratégico del banco (anunciado ayer) mediante el cual se centrará en sus negocios "core" (banca "retail" en Reino Unido y algunas áreas de banca de inversión). Barclays estima que se va a iniciar un proceso de consolidación bancaria en Europa y considera que en España no tiene masa crítica suficiente para hacer rentable su negocio. La filial española está compuesta por 270 sucursales, 2.200 empleados, 600.000 clientes y una cartera hipotecaria de 15.000 M€. **Impacto: Neutral**

**BANCO SANTANDER (Comprar; Cierre: 7,31 €; Pr.Obj.8, 2€): Emite 1.500 M\$ en "CoCos" (bonos convertibles contingentes) y mejora sus ratios de capital.** La emisión de bonos convertibles contingentes permite al banco mejorar su solvencia ya que conforme a la normativa de Basilea III, los "CoCos" computan como capital a efectos del cálculo de los ratios de solvencia. El coste de la emisión podría estar en torno al 6,37% ligeramente superior a la anterior emisión (6,25%) aunque el banco mantendría un derecho de recompra de los títulos durante los próximos cinco años. **Estimamos que el banco mejorará su ratio de capital en 20 pb hasta alcanzar un ratio CET I de 10,80% y un ratio BIS total de 12,33%. Impacto positivo.**

**IAG (Cierre: 4,952€; Var. Día:+3%) Los resultados de 1T baten expectativas, mejorando ingresos y reduciendo las pérdidas casi al 50%.-** Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 4.203M€ (+6,7%,

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

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

Ana de Castro Jesús Amador Castrillo Rafael Alonso

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *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)



ingresos de pasaje +9,5%, ingresos de carga -7,4% y otros ingresos -10,5%) vs. 4.180M€ estimado, BAI -150M€ vs. -278M€ en 1T'13 y -167M€ estimadas; Pérdida Neta -184M€ vs. -319M€ en 1T'13 (estos datos no contemplan las pérdidas de Vueling del 1T'13 ya que no formaba parte del Grupo). Estas cifras son positivas en cuanto a la mejora de los ingresos y una reducción de las pérdidas de casi el 50%. Si se tiene en cuenta las partidas extraordinarias de 2013 derivadas del proceso de reestructuración, la evolución de los resultados es más favorable: Pérdidas Netas -184M€ vs. -630M€ en 1T'13. Por otra parte, la aerolínea ha explicado que los acuerdos salariales alcanzados en abril reflejarán un impacto positivo en los resultados de los próximos trimestres. En cuanto al desglose por aerolíneas: Iberia reduce pérdidas operativas hasta -111M€ desde -202M€ en 1T'13, British Airways registró pérdidas de operaciones de -5M€ vs. -72M€ en 1T'13 y Vueling registró pérdidas de -30M€. El grupo mejora la posición de tesorería hasta 4.004M€ (+10%) y la Deuda Neta ajustada disminuyó hasta 5.505M€ (-3,4%) lo que equivale a un ratio de endeudamiento sobre Ebitda'13 de 3,2x. Las expectativas de la compañía para el conjunto del año contemplan una mejora de +70% (como mínimo) del resultado operativo de 2013 (770M€), una mejora del margen derivado de la reducción de costes unitarios y una evolución plana de los ingresos unitarios. De cara al 2015 esperan alcanzar un beneficio operativo de 1.800M€. **Impacto: Positivo.**

### 3.- Bolsa europea

**ARCELORMITTAL (Neutral; Cierre 11,9€; Var. +2,5%): Presenta resultados por debajo de expectativas, aumenta endeudamiento.**- Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 19.788M\$ (+0,2%) vs 20.155M€ estimado; Ebitda 1.754M\$ (+12%) vs. 1.700M\$ estimado; BNA -205M\$ (vs. -345M\$ de 1T'13); BPA -0,12\$/acc. vs +0,044\$/acc. estimado. Por otra parte, la deuda neta, uno de los principales problemas de ArcelorMittal, aumenta hasta 18.500M\$ (+2.400M\$). El negocio se ha visto afectado por la ralentización en China y Rusia, si bien aumenta el optimismo en cuanto Europa, muy importante ya que desarrolla el 85% de su negocio en Europa y EE.UU. Por otra parte, ArcelorMittal espera que el consumo aparente de acero se incremente en el entorno de 3%/3,5% en 2014 frente a la previsión de 3,5%/4% anterior. De cara al conjunto del año, ArcelorMittal mantiene el objetivo de generar un Ebitda de 8.000M\$, una cifra de inversiones que se sitúe en un rango de 3.800M\$/4.000M\$ y reducir endeudamiento hasta los 15.000M\$. En nuestra opinión, se trata de resultados bastante débiles, la compañía mantiene pérdidas y además se produce un incremento en sus niveles de endeudamiento. De cara a los próximos trimestres pensamos que los resultados de la compañía deberían mejorar acompañando a la recuperación del ciclo, si bien todavía permanecen débiles. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral. **Impacto: Negativo.**

### 4.- Bolsa americana y otras

#### S&P por sectores.-

**Los mejores:** Telecomunicaciones +1,38%; Financieras +0,29%, Consumo +0,17%.

**Los peores:** Petróleo y gas -1,30%, Utilities -1,10%, Salud -0,57%

La sesión de ayer estuvo marcada por el aumento de la volatilidad. El mensaje "dovish" de la presidenta de la Fed y los buenos datos de empleo, cotizaban al alza durante gran parte de la sesión, pero la toma de beneficios en el sector de la energía y en utilities frenaron las alzas del S&P 500 que terminó la sesión con leves descensos (-0,14%).

En cuanto a la evolución de resultados empresariales, cabe destacar que casi el 90,0% de las compañías del S&P han publicado sus cuentas del primer trimestre del año con una evolución mejor a las expectativas del mercado. Así el 68,2% de las empresas han batido las estimaciones del consenso de analistas, un porcentaje considerablemente más alto que la media histórica de sorpresas positivas (63% aproximadamente).

El flujo de noticias relativo a operaciones corporativas continúa en aumento y se espera que Apple también realice alguna adquisición. En concreto podría estar interesado en la compra de Beats Electronics por un importe en torno a 3.200 M\$ para reformar el negocio de descargas de música en el móvil.

Entre los valores que MEJOR EVOLUCIÓN presentaron ayer destacamos: (i) Twitter (31,68\$; +3,3%) que recuperaba posiciones tras las caídas continuadas que ha venido experimentando tras el cambio de "guidande" y de métricas de evolución y (ii) Groupon Inc (5,65\$; +6,0%) que continúa cotizando al alza sus buenas perspectivas de negocio (presentadas recientemente tras batir sus resultados las previsiones del mercado).

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

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

Ana de Castro Jesús Amador Castrillo Rafael Alonso

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DJSC&nombre=disclaimer.pdf>

\* 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)

Entre los valores que PEOR EVOLUCIÓN cabe destacar la caída del fabricante de coches eléctricos **Tesla Motors** (178,74\$; -11%) que publicó unas pérdidas de 50 M\$ en el 1T'14 (mejor de lo esperado) pero el aumento de las inversiones para fabricar baterías de litio (previstas para 2017) y el "guidance" (perspectivas) de la compañía defraudaron las expectativas de los inversores.

---

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 Arranz    Pilar Aranda Barrio    Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro    Jesús Amador Castrillo    Rafael Alonso

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

\* 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)

**Tipo de intervención del BCE**

	Actual	Esperado	Anterior
<b>Tipo BCE</b>	<b>0,25%</b>	0,25%	0,25%

**Reacción de los mercados a las declaraciones de Draghi**

	Antes	Después	Impacto
EUR/USD	1,3950	1,3864	-
S&P500	1.878	1.884	+
Eurostoxx50	3.168	3.189	+
Futuro Bund	144,54	144,93	+

**CLAVES Y OPINIÓN SOBRE EL MENSAJE**

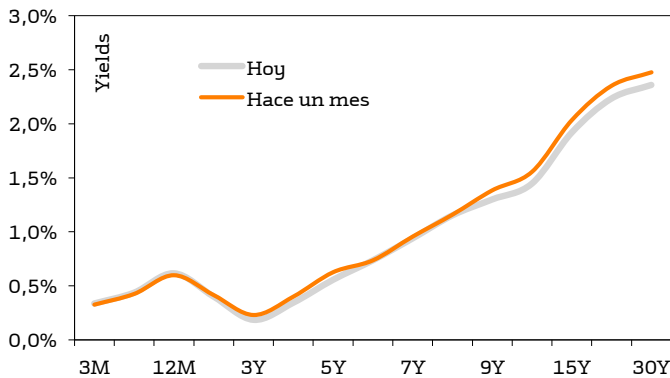
El BCE no sorprende y mantiene el tipo de intervención en 0,25% y el de depósito en 0%.

M. Draghi reitera que la política monetaria continuará siendo acomodaticia durante un periodo prolongado de tiempo y los tipos de interés se mantendrán en el nivel actual 0,25% o incluso más bajos durante mucho tiempo. La decisión ha sido unánime.

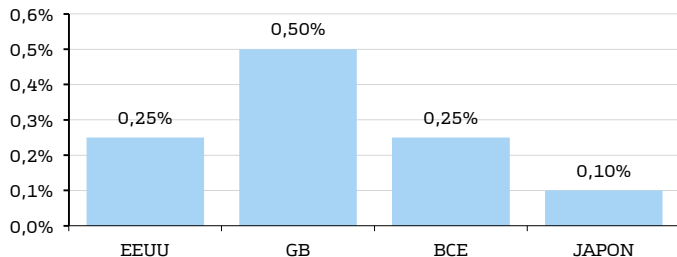
El BCE añade que la recuperación económica en Europa está ganando inercia y es algo que se puede apreciar desde el último trimestre de 2013. Además, se está produciendo una incipiente mejora en el nivel de crédito que se está trasladando a la economía real. Por otra parte, la demanda interna continúa en niveles reducidos si bien debería repuntar en los próximos meses por las mejoras en las condiciones de financiación, las reformas que los estados han implementado y por unos menores precios de la energía, aunque el riesgo geopolítico puede presionarlos al alza.

La inflación es un motivo de preocupación en el seno de la institución ya que puede tener efectos enormemente adversos para determinadas economías con elevados niveles de endeudamiento. La institución estima que la inflación será baja durante un periodo prolongado de tiempo, si bien considerando un horizonte temporal más extenso, debería incrementarse. Por el momento, las expectativas permanecen ancladas y considera que se logrará el objetivo del 2% a finales de 2016. Reitera que la política monetaria es muy relevante, pero también lo son las reformas estructurales de los Estados miembros, que son fundamentales para el crecimiento y el empleo.

**Tipos UEM, desplazamiento de la curva el último mes.**



**Principales tipos de intervención**



**Descripción.-**

**Más información sobre el BCE:**

<http://www.ecb.int/mopo/intro/html/objective.en.html>

**Web del BCE:**

<http://www.ecb.int>

**Análisis Bankinter**

Ramón Forcada

Jesús Amador

Pilar Aranda

Eva del Barrio

Ana de Castro

Rafael Alonso

**Impacto en mercados**

**Impacto:** Es uno de los acontecimientos más relevantes para el mercado, impactando sobre bolsas, bonos, divisas, etc. Tan importante como el nivel de tipos es el mensaje de Draghi.

**Bolsas:** ▲  
**Euro:** ▼ **Bonos (precio):** ▲

**RUEDA DE PRENSA**

- Mario Draghi insinúa una posible actuación de la institución en la próxima reunión de junio, si bien estaría condicionada a las previsiones económicas que realice la institución y que serán presentadas en dicha reunión. Consideran que no deben de tomar ninguna decisión de política monetaria relevante de manera prematura y que deben considerar diversos factores, donde la inflación alcanzará una importancia máxima. Aún así, reitera que el BCE no se compromete a nada. Una vez más, las palabras sin hechos de Draghi han sido suficientes para animar al mercado.

- Sostiene que la decisión es unánime y, en caso de actuar, utilizarán tantos instrumentos como estén disponibles.

- La fortaleza del euro preocupa considerablemente y especialmente en un contexto de baja inflación y de reducida actividad económica, ya que las consecuencias en la economía pueden ser muy dañinas. El nivel de precios no es un objetivo para la institución, no obstante desempeña un papel fundamental para el crecimiento de Europa y para la economía, por lo tanto será un factor adicional a tener en cuenta. Los riesgos geopolíticos derivados del conflicto en Rusia/Ucrania han propiciado el fortalecimiento de la divisa.

- Ha aumentado la liquidez en el mercado Eonia, lo que es muy positivo ya que sugiere que los bancos están volviendo al mercado. Además, se aprecian síntomas de reactivación en los niveles de crédito y reducción de la fragmentación en los mercados financieros.

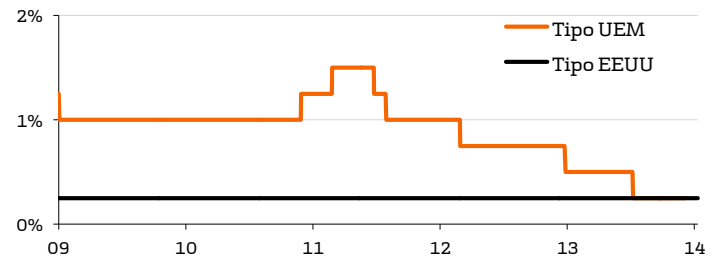
- Se está produciendo una importante entrada de capitales en Europa, lo que favorece al mercado de bonos. No obstante, no es un motivo para relajarse y expone que los Estados deben continuar implementando reformas estructurales y conseguir que sus déficits sean sostenibles.

- En cuanto al conflicto Rusia/Ucrania, ha tenido un impacto superior en Europa que en otras regiones del mundo. Ha influido en la apreciación del euro y posiblemente incrementa los precios energéticos.

- M. Draghi recuerda al mercado con enorme sutileza que es una institución absolutamente independiente, lo que a su vez le proporciona credibilidad. Comenta que ha recibido muchos consejos acerca de la política que debería de implementar, pero se mantiene como un ente absolutamente independiente.

Es muy importante que la política monetaria se transmita a la economía real, para ello los balances tanto públicos como privados deben estar saneados. Además insiste en que la plena integración europea es fundamental e incrementaría considerablemente la eficiencia

**Tipo de intervención de la Fed vs BCE**



**Descripción**

El principal objetivo de la Fed y de su comité de política monetaria consiste en mantener la estabilidad de los precios. "Sin perjudicar el objetivo de la estabilidad de precios" el sistema Euro también deberá "apoyar las políticas económicas de la Comunidad con la intención de contribuir a la obtención de sus objetivos". Esto incluye el mantener un alto nivel de empleo y un crecimiento sostenible no inflacionista.

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

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

Belén Sanjuan

Ana Achau (Asesoramiento)

Pág. 1 de 3

Avda de Bruselas, 12

28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

**ANTERIOR MENSAJE DEL BCE: Introducción/extracto**

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/index.en.html>

Based on our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the **key ECB interest rates unchanged**. Incoming information confirms that the moderate recovery of the euro area economy is proceeding in line with our previous assessment. At the same time, the latest ECB staff macroeconomic projections, **now covering the period up to the end of 2016, support earlier expectations of a prolonged period of low inflation**, to be followed by a gradual upward movement in HICP inflation rates towards levels closer to 2%. In keeping with this picture, monetary and credit dynamics remain subdued. Inflation expectations for the euro area over the medium to long term continue to be firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2%. Regarding the medium-term outlook for prices and growth, the information and analysis now available fully confirm our decision to maintain an accommodative monetary policy stance for as long as necessary. **This will assist the gradual economic recovery in the euro area. We firmly reiterate our forward guidance. We continue to expect the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time.** This expectation is based on an overall subdued outlook for inflation extending into the medium term, given the broad-based weakness of the economy, the high degree of unutilised capacity and subdued money and credit creation. We are monitoring developments on money markets closely and are ready to consider all instruments available to us. **Overall, we remain firmly determined to maintain the high degree of monetary accommodation and to take further decisive action if required.**

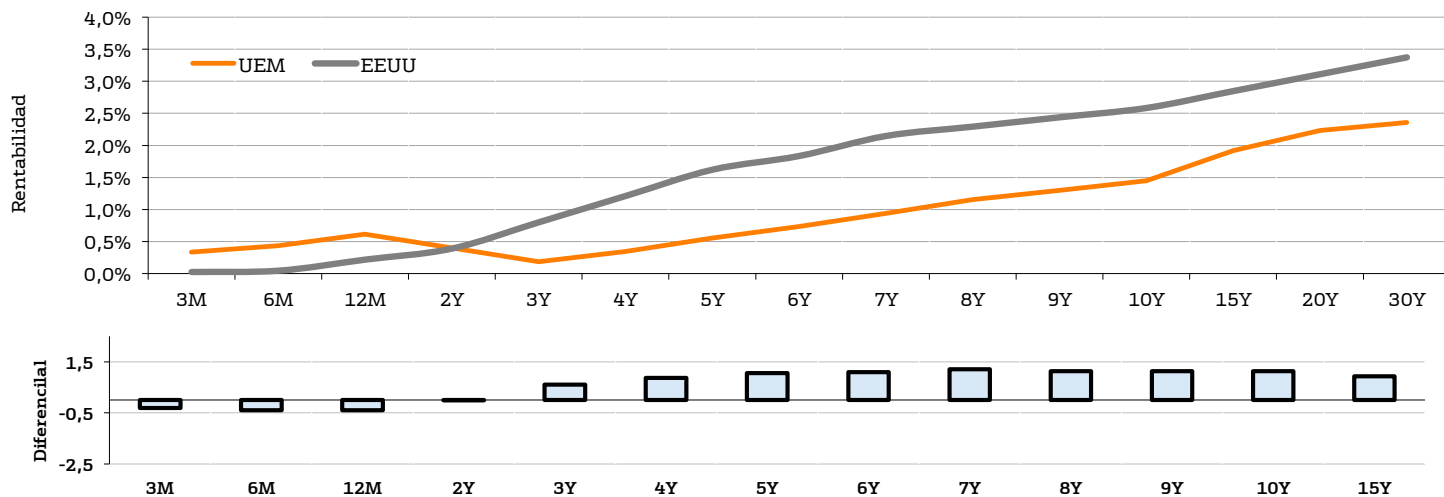
**ACTUAL MENSAJE DEL BCE: Introducción**

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140508.en.html>

Based on our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the **key ECB interest rates unchanged**. Incoming information continues to indicate that the moderate recovery of the euro area economy is proceeding in line with our previous assessment. **At the same time, recent information remains consistent with our expectation of a prolonged period of low inflation followed by only a gradual upward movement in HICP inflation rates.** The signals from the monetary analysis confirm the picture of subdued underlying price pressures in the euro area over the medium term. Inflation expectations for the euro area over the medium to long term remain firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2%.

Looking ahead, we will monitor economic developments and money markets very closely. We will maintain a high degree of monetary accommodation and act swiftly, if required, with further monetary policy easing. **We firmly reiterate that we continue to expect the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time.** This expectation is based on an overall subdued outlook for inflation extending into the medium term, given the broad-based weakness of the economy, the high degree of unutilised capacity, and subdued money and credit creation. **The Governing Council is unanimous in its commitment to using also unconventional instruments within its mandate in order to cope effectively with risks of a too prolonged period of low inflation.** Further information and analysis concerning the outlook for inflation and the availability of bank loans to the private sector will be available in early June.

**CURVA DE TIPOS DE INTERÉS EN EUROPA Y EEUU.**



**Análisis Bankinter**

Ramón Forcada  
Eva del Barrio

Jesús Amador  
Ana de Castro

Pilar Aranda  
Rafael Alonso

Belén Sanjuan  
Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.ebankinter.com/>  
<http://www.ebankinter.com/>  
Avda de Bruselas, 12  
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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



## DISCURSO INTRODUCTORIO A LA RUEDA DE PRENSA (TEXTO COMPLETO)

Ladies and gentlemen, the Vice-President and I are very pleased to welcome you to our press conference. I would like to thank Governor Coene for his kind hospitality and express our special gratitude to his staff for the excellent organisation of today's meeting of the Governing Council. We will now report on the outcome of today's meeting, which was also attended by the President of the Eurogroup, Finance Minister Dijsselbloem.

Based on our regular economic and monetary analyses, we decided to keep the **key ECB interest rates** unchanged. Incoming information continues to indicate that the moderate recovery of the euro area economy is proceeding in line with our previous assessment. At the same time, recent information remains consistent with our expectation of a prolonged period of low inflation followed by only a gradual upward movement in HICP inflation rates. The signals from the monetary analysis confirm the picture of subdued underlying price pressures in the euro area over the medium term. Inflation expectations for the euro area over the medium to long term remain firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2%.

Looking ahead, we will monitor economic developments and money markets very closely. We will maintain a high degree of monetary accommodation and act swiftly, if required, with further monetary policy easing. We firmly reiterate that we continue to expect the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time. This expectation is based on an overall subdued outlook for inflation extending into the medium term, given the broad-based weakness of the economy, the high degree of unutilised capacity, and subdued money and credit creation. The Governing Council is unanimous in its commitment to using also unconventional instruments within its mandate in order to cope effectively with risks of a too prolonged period of low inflation. Further information and analysis concerning the outlook for inflation and the availability of bank loans to the private sector will be available in early June.

Let me now explain our assessment in greater detail, starting with the **economic analysis**. Real GDP in the euro area rose by 0.2%, quarter on quarter, in the last quarter of 2013, thereby increasing for three consecutive quarters. Recent data and survey indicators confirm that the ongoing moderate recovery continued in the first quarter of 2014 and at the beginning of the second quarter. Looking ahead, domestic demand should continue to be supported by a number of factors, including the accommodative monetary policy stance, ongoing improvements in financing conditions working their way through to the real economy, the progress made in fiscal consolidation and structural reforms, and developments in energy prices. At the same time, although labour markets have stabilised and shown the first signs of improvement, unemployment remains high in the euro area and, overall, unutilised capacity continues to be sizeable. Moreover, the annual rate of change of MFI loans to the private sector remained negative in March and the necessary balance sheet adjustments in the public and private sectors continue to weigh on the pace of the economic recovery.

The risks surrounding the economic outlook for the euro area continue to be on the downside. Geopolitical risks, as well as developments in global financial markets and emerging market economies, may have the potential to affect economic conditions negatively. Other downside risks include weaker than expected domestic demand and insufficient implementation of structural reforms in euro area countries, as well as weaker export growth.

According to Eurostat's flash estimate, euro area annual HICP inflation was 0.7% in April 2014, up from 0.5% in March. As expected, given the timing of Easter, the increase was mainly due to a rise in services prices. On the basis of current information, annual HICP inflation is expected to remain around present low levels over the coming months, before only gradually increasing during 2015 to reach levels closer to 2% towards the end of 2016. New macroeconomic projections by Eurosystem staff will become available in early June. Medium to long-term inflation expectations remain firmly anchored in line with price stability.

The Governing Council sees both upside and downside risks to the outlook for price developments as limited and broadly balanced over the medium term. In this context, the possible repercussions of both geopolitical risks and exchange rate developments will be monitored closely.

Turning to the **monetary analysis**, data for March 2014 continue to point to subdued underlying growth in broad money (M3). Annual growth in M3 moderated to 1.1% in March, from 1.3% in February. The growth of the narrow monetary aggregate M1 remained robust but decreased to 5.6 % in March, after 6.2% in February. The increase in the MFI net external asset position, reflecting in part the continued interest of international investors in euro area assets, remains the main factor supporting annual M3 growth.

The annual rate of change of loans to non-financial corporations (adjusted for loan sales and securitisation) was -3.1% in March, unchanged from February. Weak loan dynamics for non-financial corporations continue to reflect their lagged relationship with the business cycle, credit risk and the ongoing adjustment of financial and non-financial sector balance sheets. The annual growth rate of loans to households (adjusted for loan sales and securitisation) stood at 0.4% in March 2014, broadly unchanged since the beginning of 2013.

The April 2014 bank lending survey confirmed the stabilisation of credit conditions for loans to enterprises and households. Credit standards over the previous three months remained broadly unchanged for loans to enterprises but were eased in net terms for households. Broadly in line with these results, in the survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises (SMEs) for the period October 2013-March 2014, SMEs reported that bank loan availability had become less negative and had actually improved in some euro area countries. According to both surveys, the general economic outlook contributed less negatively or even positively to these developments. At the same time, banks still reported tight levels of credit standards when seen in a historical perspective.

Since the summer of 2012, substantial progress has been made in improving the funding situation of banks. In order to ensure an adequate transmission of monetary policy to the financing conditions in euro area countries, it is essential that the fragmentation of euro area credit markets declines further and that the resilience of banks is strengthened where needed. In this context, the ongoing comprehensive assessment of banks' balance sheets is of key importance. Banks should take full advantage of this exercise to improve their capital and solvency position, thereby contributing to overcome any existing credit supply restriction that could hamper the recovery.

To sum up, the economic analysis confirms our expectation of a prolonged period of low inflation followed by only a gradual upward movement in HICP inflation rates towards levels closer to 2%. A **cross-check** with the signals from the monetary analysis confirms the picture of subdued underlying price pressures in the euro area over the medium term.

Regarding **fiscal policies**, according to the European Commission's spring forecast, the general government deficit in the euro area is expected to decline further, from 3.0% of GDP in 2013 to 2.5% this year and to 2.3% in 2015. The government debt-to-GDP ratio is expected to stabilise at 96.0% in 2014 and to decline to 95.4% in 2015. In view of still rather high debt ratios and to improve fiscal sustainability, euro area countries should not unravel progress made with fiscal consolidation and should comply with their commitments under the Stability and Growth Pact. At the same time, comprehensive and ambitious **structural reforms** in product and labour markets are warranted to lift the euro area's growth potential, improve its adjustment capacity and reduce the high unemployment facing many euro area countries today. To this end, the Governing Council concurs with Tuesday's ECOFIN Council communication that decisive policy action is needed in countries where macroeconomic imbalances hinder the smooth functioning of Economic and Monetary Union.

## Análisis Bankinter

Ramón Forcada  
Eva del Barrio

Jesús Amador  
Ana de Castro

Pilar Aranda  
Belén Sanjuan

Rafael Alonso  
Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.ebankinter.com/>  
<http://www.ebankinter.com/>  
Avda de Bruselas, 12  
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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



Sector: **Utilities.**

**Atractiva remuneración al accionista pero incertidumbre regulatoria.**

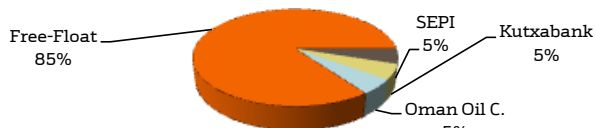
## Enagás

Precio Objetivo: 26,0 €  
Recomendación: **Comprar**

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 5.201 M€  
Último: 21,79 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 238,7 M acc.  
Max / Min (52 sem): 17,105/22,745€/acc.  
Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG.MC / ENG.SM

### Accionariado



Demanda de gas (1T14)	GWh	%	Var a/a
Demanda convencional	77.326	72%	-9,1%
Demanda sector eléctrico	10.352	10%	-26,5%
Tránsito y Exportaciones	9.085	8%	19,0%
Carga de buques	10.282	10%	181,5%
Gas operación+ gas talón	348	0%	-20,7%
<b>Total</b>	<b>107.393</b>	<b>100%</b>	<b>-3,1%</b>

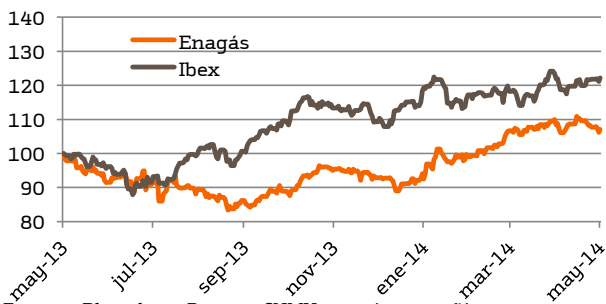
Principales ratios	2011	2012	2013	2014e
BPA (TACC 11-14 del 4%)	1,53	1,59	1,69	1,73
DPA (TACC 11-14 del 9%)	0,99	1,11	1,27	1,30
Rentab. por dividendo*	6,95%	6,90%	6,67%	5,96%
Deuda Neta/FFPP	188%	181%	178%	190%
Deuda Neta/EBITDA	3,8 x	3,9 x	3,7 x	3,7 x
ROE	20%	19%	20%	20%

\*2011,12,13 con cotización de cierre de año. 2014 con último cierre.

Evolución bursátil	2011	2012	2013	2014
Gas Natural	15%	2%	38%	11%
Endesa	-18%	6%	38%	19%
Iberdrola	-16%	-13%	10%	10%
Red Eléctrica	-6%	13%	30%	26%
Fluxys	21%	15%	-17%	11%
National Grid	11%	12%	12%	7%
REN	-17%	-2%	8%	24%
<b>Enagás</b>	<b>-4%</b>	<b>13%</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>

PER	2011	2012	2013	Media h.	2014
Gas Natural	10,2 x	9,3 x	13,0 x	10,8 x	14,9 x
Endesa	5,0 x	8,8 x	12,9 x	8,9 x	17,4 x
Iberdrola	9,4 x	9,1 x	10,7 x	9,7 x	14,7 x
Red Eléctrica	10,1 x	10,3 x	12,1 x	10,8 x	15,0 x
Fluxys	8,2 x	25,8 x	26,2 x	20,1 x	31,9 x
National Grid	10,0 x	11,5 x	11,7 x	11,1 x	16,2 x
REN	9 x	9 x	10,5 x	9,5 x	12,6 x
Promedio sector	8,8 x	12,0 x	13,9 x	11,6 x	17,5 x
<b>Enagás</b>	<b>9,8 x</b>	<b>10,2 x</b>	<b>11,2 x</b>	<b>10,4 x</b>	<b>12,6 x</b>

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Revisamos al alza el precio objetivo de Enagás de 23,5 a 26€, lo que se traduce en un potencial de revalorización de +19% desde la cotización actual, y mantenemos la recomendación sobre el valor en Comprar. Creemos que la compañía ofrece un modelo de negocio sólido con una atractiva remuneración al accionista (rentabilidad por dividendo próxima al 6% vs 3% del bono español) si bien somos conscientes de que la incertidumbre regulatoria puede limitar su potencial en el corto plazo.

### Comentario de los Resultados 1T14:

Principales cifras 1T14: Ingresos 313,7M€ (+0,6%); EBITDA 245,9M€ (+4,9%); EBIT 162,8M€ (+6,6%); BNA 99,7M€ (+5,0%). Estas cuentas se ven influenciadas por un cambio en el método de consolidación: BBG y Altamira pasan a consolidarse por puesta en equivalencia en 2014, aportando sólo al BNA, mientras que en 2013 se consolidaban proporcionalmente. Excluyendo este efecto, el incremento de los ingresos sería +4,3% y del EBITDA +8,7%. De cara a los próximos trimestres, estos crecimientos deberían moderarse para converger a +2,4% en el BNA.

Por otro lado, la deuda neta se incrementa en 124M€ hasta 3.897,0M€ (3,8x EBITDA), como consecuencia de la adquisición del 22,38% de Transportadora del Gas de Perú (TgP). Así, el resultado financiero se deteriora y resta -26M€ vs -20M€ en el 1T13. No obstante, el coste financiero de la deuda se sitúa en 3,2%, por debajo del 3,3% objetivo. Las inversiones realizadas alcanzan 399,1M€ (373M€ por la compra de TgP).

La demanda total de gas transportada asciende a 107.393GWh (-3,1%) por la caída en el sector eléctrico (-33%) y de la demanda convencional por la climatología (el invierno ha sido suave). Llama la atención el fuerte incremento de la demanda de tránsito de gas (exportaciones y buques), +71%, propiciado quizás por la crisis de Ucrania. De cara a los próximos meses, el efecto de la buena climatología debería diluirse pero lo cierto es que la evolución de la demanda es bastante débil en comparación con lo que se estimaba en febrero (+5% en 2014).

Por otro lado, la compañía reiteró sus objetivos para este año: BNA +2,4%, DPA +2,4% (el *payout* se mantiene en el 75%), inversiones 625M€, ratio DN/EBITDA en 3,8x con un coste medio de la deuda de 3,3%.

Enagás ha ido cumpliendo sus objetivos marcados durante los últimos siete años por lo que no tenemos motivos para pensar que este año no los logrará. El principal riesgo radica en los cambios regulatorios, en un contexto en el que la evolución de la demanda no ayuda, ya que podría generar más déficit.

En los últimos años el mercado de gas también ha ido presentando un déficit de tarifa (diferencia entre los costes del sistema y sus ingresos). Es muy reducido en comparación con el eléctrico (déficit acumulado'13 de 326M€ vs 29.000M€) pero la posibilidad de que se convierta en estructural está llevando al Gobierno a revisar el sistema, lo que se podría traducir en un descenso a la remuneración del transporte.

### Compra de TgP:

En marzo Enagás cerró la compra de una participación del 20% en TgP por 481M\$, así que dicha compañía empezará a aportar en la cuenta de resultados desde de abril de 2014, aunque ganará mayor importancia a partir de 2016. Adquiere un 22,38% pero al mismo tiempo cede el 2,38% al Fondo de Pensiones de Canadá (CPPIB) a cambio de una participación del 30% en la Compañía Operadora de Gas del Amazonas (Coga), la empresa transportadora de TgP. Además, se establecerá un esquema de gestión que permitirá a Enagás participar en la operación de las infraestructuras. Con estos movimientos, los principales accionistas de TgP son CPPIB con el 36,8% del capital, seguido de Sonatrach con el 21,2% y de Enagás con el 20%. En nuestra opinión, esta operación encaja en la estrategia de internacionalización de la compañía y debería suponer una oportunidad de crecimiento (Perú presenta una tasa de crecimiento del 5,5% con una inflación del 2,3%). No obstante, habría pagado unos múltiplos elevados. En 2013, TgP facturó 509,4M\$ (+10%), EBIT 183,6M€ (-17%) y BNA 63,4M\$ (-31%), con una deuda neta estimada de 639M\$. Por tanto, Enagás estaría pagando un EV/EBIT'13 de 16x y un PER de 38x, múltiplos bastante altos, si bien están calculados con unas cuentas que se vieron penalizadas por efectos puntuales (el BNA'14 debería volver a 100M\$).

### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 26,0€/acción en función del método de descuento del dividendo. El incremento respecto al precio objetivo anterior, 23,5€, se explica por la mejora en las condiciones financieras. La tasa libre de riesgo ha descendido así como la prima de riesgo, lo que se traduce en una reducción de la tasa de descuento hasta 6,2% vs 7% anterior. Seguimos estimando una tasa de crecimiento (TACC) del 2,8% durante los tres primeros años y fijamos un crecimiento a perpetuidad del 1,25%.

Por último, señalar que dicho precio objetivo supone un ratio PER implícito de 15x, inferior al del promedio del sector, como se puede ver en la tabla de la izquierda.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador

Rafael Alonso

Pilar Aranda

Ana de Castro

Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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