

1 de marzo de 2016

Cierre de este informe:

7:49 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	16.517	16.640	-0,7%	-5,2%
S&P 500	1.932	1.948	-0,8%	-5,5%
NASDAQ 100	4.201	4.236	-0,8%	-8,5%
Nikkei 225	16.086	16.027	0,4%	-15,5%
EuroStoxx50	2.946	2.929	0,6%	-9,8%
IBEX 35	8.461	8.349	1,3%	-11,3%
DAX (ALE)	9.495	9.513	-0,2%	-11,6%
CAC 40 (FRA)	4.354	4.315	0,9%	-6,1%
FTSE 100 (GB)	6.097	6.096	0,0%	-2,3%
FTSE MIB (ITA)	17.623	17.484	0,8%	-17,7%
Australia	4.922	4.881	0,8%	-7,1%
Shanghai A	2.872	2.813	2,1%	-22,5%
Shanghai B	346	339	2,1%	-18,8%
Singapur	2.675	2.667	0,3%	-7,2%
Corea	1.917	1.920	-0,2%	-2,3%
Hong Kong	19.293	19.112	0,9%	-12,0%
India	23.551	23.002	2,4%	-9,8%
Brasil	42.794	41.593	2,9%	-1,3%
México	43.715	43.473	0,6%	1,7%

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

Mayores subidas y bajadas

Índice	% diario	Indicador	% diario
SACYR SA	12,5%	DISTRIBUIDOR	-0,1%
ARCELORMITTA	7,8%	AMADEUS IT H	0,1%
MEDIASET ESP	5,4%	MAPFRE SA	0,2%
EuroStoxx 50	% diario	% diario	
VOLKSWAGEN-F	4,0%	E.ON SE	-1,5%
AIRBUS GROUP	4,0%	BAYER AG-REG	-1,4%
SAFRAN SA	2,3%	BASF SE	-1,3%
Dow Jones	% diario	% diario	
CATERPILLAR	1,2%	JPMORGAN CHA	-2,2%
AMERICAN EXP	0,4%	EXXON MOBIL	-2,0%
WALT DISNEY	0,2%	PFIZER INC	-1,9%

Futuros

	Último	Var. Pts.	% día
1er Vcto. mini S&P	1.928,50	0,25	0,01%
1er Vcto. EuroStoxx50	2.934	20,0	0,69%
1er Vcto. DAX	9.464,00	57,50	0,00%
1er Vcto. Bund	166,58	0,04	0,02%

Bonos

	29-feb	26-feb	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,57%	-0,55%	-2,4pb	-22,60
Alemania 10 añc	0,11%	0,15%	-4,0pb	-52,20
EEUU 2 años	0,77%	0,79%	-2,0pb	-27,4
EEUU 10 años	1,73%	1,76%	-2,8pb	-53,47
Japón 2 años	-0,235%	-0,226%	-0,9pb	-22,60
Japón 10 años	-0,060%	-0,07%	0,6pb	-32,50

Diferenciales renta fija en puntos básicos

Divisas

	29-feb	26-feb	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,0873	1,0934	-0,6%	+0,1%
Euro-Libra	0,7813	0,7882	-0,9%	+6,0%
Euro-Yen	122,53	124,63	-1,7%	-6,2%
Dólar-Yen	112,69	112,69	+0,0%	-6,3%

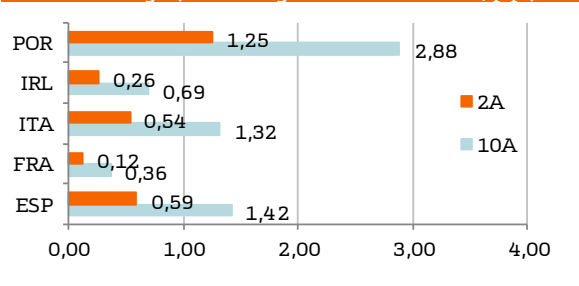
+/- día: en pb; %año: Var. desde cierre de año anterior

Materias primas

	29-feb	26-feb	% día	% año
CRBs	164,02	162,23	1,1%	-7,2%
Brent (\$/b)	35,94	34,77	3,4%	0,5%
West Texas(\$/b)	33,75	32,78	3,0%	-8,9%
Oro (\$/onza)*	1238,74	1222,65	1,3%	16,7%

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

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



Claves del día:

- ✓ Tasa de Paro y PMI Manufacturero final en la UEM.
- ✓ ISM Manufacturero y *supermartes* en EE.UU.

Ayer: "El dinero se refugia en bonos"

Las bolsas europeas perdieron parte del terreno ganado la semana pasada en una sesión marcada por la debilidad de los precios en la UEM ¿deflación?. De momento los precios vuelven a terreno negativo en febrero (-0,2% vs +0,3% anterior), el dinero se refugia en los bonos (el Bund cotizó en 0,106%) y el euro se debilitó hasta 1,088. Sesión floja.

Hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	Est.	Ant.
9:55h	ALE	Var. Parados m/m	Feb	000	-10k	-20k
10:00h	UEM	PMI Manufacturero	Feb F	Ind.	51.0	51.0
11:00h	UEM	Tasa de paro	Ene	%s/pa.	10.4%	10.4%
16:00h	EEUU	Gasto Construcción	Ene	m/m	0.4%	0.1%
16:00h	EEUU	ISM manufacturero	Ene	Ind.	48.5	48.2

Próximos días, referencias más relevantes:

X;9:00h	ESP	Var. Parados	Feb	m/m	--	57.2
X;14:15h	EEUU	Var. Empleo ADP	Feb	000	185k	205k
X;20:00h	EEUU	Beige Book				
J;10:00h	UEM	PMI Compuesto	Feb F	Ind.	52.7	52.7
J;11:00h	UEM	Ventas Minoristas	Ene	a/a	1.3%	1.4%
J;13:30h	EEUU	Enc. Empl Challenger	Feb	a/a	--	41.6%
J;14:30h	EEUU	Product. No agrícola	4T F	t/t	-3.2%	-3.0%
J;14:30h	EEUU	Costes labor. Unit.	4T F	t/t	4.7%	4.5%
J;16:00h	EEUU	Pedidos B. Duraderos	Ene F	m/m	--	4.9%
J;16:00h	EEUU	ISM no manufact.	Feb	Ind.	53.0	53.5
V;14:30h	EEUU	Var. empleo no agric.	Feb	000	193k	151k
V;14:30h	EEUU	Balanza comercial	Ene	000M	-\$43.80b	-
V;14:30h	EEUU	Tasa de paro	Feb	%.	4.9%	4.9%

Hoy: "¿Supermartes? No para las bolsas".

Es "Supermartes" en EE.UU porque hay primarias para demócratas y republicanos en 11 y 13 estados respectivamente, pero la sesión viene marcada por los malos datos asiáticos, especialmente en China donde el PMI Manufacturero (oficial) descendió en febrero hasta su mínimo de 7 meses (49,0 vs 49,4 esperado) sin síntomas de mejora en el sector servicios (PMI No Manufacturero en mínimos de 7 años) lo que confirma que **un cambio de modelo no se hace de la noche a la mañana**. En Japón se ha publicado una batería de datos macro relacionados con el Consumo (débil), la Inversión (aflojando) y los **beneficios empresariales (entran en terreno negativo)**. En la UEM la macro no acompaña, el PMI Manufacturero (dato final) confirmará la ralentización del sector industrial (51,0 esperado vs 52,3 enero) y en este entorno es difícil que la Tasa de Paro descienda del 10,4% actual. En EE.UU el ISM Manufacturero mejorará ligeramente (48,5), pero seguirá en zona de contracción. En este cotexto **lo razonable es que las bolsas sigan cayendo y los bonos continúen soportados al menos hasta la semana próxima**, cuando Draghi anunciará nuevas medidas de política monetaria... que ya veremos qué efecto tienen y por cuánto tiempo.

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/>

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/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.

1.- Entorno Económico

CHINA.- (i) El PMI Manufacturero continúa en zona de contracción al situarse en febrero en 49,0, por debajo de los 49,4 puntos estimados (que hubiera sido repetir) y el PMI No Manufacturero desciende hasta 52,7 (vs 53,4 anterior). Las cifras elaboradas por Caixin (de elaboración privada) confirman la tendencia a la baja y registran niveles aún inferiores: PMI Manufacturero 48,0 vs 48,4 esperado vs 48,4 anterior. **(ii) El PBOC (banco central) ha vuelto a recortar el Coeficiente de Reservas** exigido a los bancos comerciales en 50p.b., hasta 17,00%, con el objetivo de impulsar el crecimiento económico mediante una mayor disponibilidad de recursos bancarios para otorgar crédito. Como referencia, este ratio estaba en 21,50% a finales de 2011 y el PBOC ha venido recortándolo para liberar recursos de los bancos que puedan entregarse en forma de crédito, que es el arriesgado modelo que, en nuestra opinión, sustenta el rápido crecimiento económico en China. Insistimos en que se trata de un modelo de crecimiento desequilibrado y rápido que está perdiendo vigor más rápidamente de lo que parece al haberse construido en base a lo que denominamos una *triple burbuja*: crédito - inmobiliario - bolsas. Esta situación es la que está actualmente ajustándose, lo que da como resultado una desaceleración notable e inevitable del PIB. El reducir el Coeficiente de Reserva de los bancos evita al PBOC recortar aún más su tipo director (ahora en 4,35%) y reservar esta herramienta para dosificarla, aunque pensamos que no tendrá más remedio que seguir bajando tipos hasta niveles probablemente próximos a cero, como otras economías. Sólo en 2015 recortó el Coeficiente de Reservas en 200 p.b., lo que indica que se está viendo forzado a hacer un empleo intensivo de esta herramienta. Ayer el yuan se depreció desde aprox. 6,540/\$ hasta 6,553/\$ tras adoptarse esta medida, que seguramente tiene como objetivo, en este caso en particular, contrarrestar las recientes salidas de capitales del país ante la progresiva depreciación del yuan. China consume reservas de divisas a un ritmo aproximado de 100.000M\$/mes desde diciembre para tratar de frenar la depreciación del yuan, lo que supone un riesgo abierto aunque dispone de un volumen más que suficiente como para aguantar este ritmo de consumo de reservas durante cierto tiempo (aprox. 3,2bn\$... aunque hace un año superaba los 4,0bn\$). **(iii) Por otra parte, el Gobierno ha anunciado que despedirá entre 5M y 6M de empleados de las denominadas "empresas zombies"** durante los próximos 2/3 años para **reducir la actual sobrecapacidad industrial**. Como referencia, entre 1998 y 2003 fueron despedidos unos 28M de empleados de compañías industriales para forzar la reconversión del sector y la concentración de la producción en las compañías más productivas. Ese es el único antecedente similar que hay en China de una reducción de empleo a gran escala. Sin embargo, durante aquel periodo el PIB se expandía a un ritmo medio de +8,3% (incluso +10% en 2003), lo que hacía relativamente fácil y asumible socialmente este proceso de despidos. Sin embargo, en un contexto como el actual de desaceleración del PIB podría dar lugar a ciertos conflictos sociales. Además, pensamos que durante el periodo 1998/2003 el objetivo de reducir empleo era cerrar plantas ineficientes, mientras que ahora más probablemente persiga una **corrección de la sobrecapacidad existente como consecuencia de la caída de la demanda final** (por la pérdida de competitividad de China), lo que haría más difícil que las personas despedidas encuentren otros empleos y eso, hipotéticamente, es lo que generaría ciertos conflictos sociales. Creemos que se trata de otro síntoma de que la desaceleración de la economía china es más rápida de lo que generalmente se descuenta.

JAPÓN.- (i) La Tasa de Paro descendió en enero hasta el 3,2% vs 3,3% estimado vs 3,3% anterior, aunque la Demanda Interna muestra síntomas de debilidad (Consumo de los hogares -3,1% vs -2,7% esperado vs -4,4%). **(ii) El ritmo de crecimiento de la inversión se desaceleró** en enero hasta +8,5% vs +8,7% esperado vs +11,2% anterior, mientras que los beneficios empresariales entraron en terreno negativo en el 4T '2015 al descender -1,7% vs +9,0% anterior, tras registrar una caída de la facturación de -2,7% vs +0,1% anterior. **(iii) El PMI Manufacturero** desciende una décima hasta 50,1 en febrero (vs 50,2 anterior), aunque se mantiene aún en zona de expansión por la mínima.

UEM.- La inflación volvió a entrar en terreno negativo en el mes de febrero al situarse en -0,2% vs +0,0% esperado vs +0,3% anterior registrando así el nivel más bajo desde el mes de abril de 2015. El índice general de precios se ha visto negativamente afectado por la evolución a la baja en los precios de la energía que descendieron -8,0% (vs -5,4% anterior) pero también se observan síntomas de deterioro

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

* 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)

en los precios de los productos industriales (+0,3% vs +0,7% anterior) y en los servicios (+1,0% vs +1,2% anterior). La tasa subyacente se mantuvo en positivo pero desaceleró hasta +0,7% (vs +0,9% esperado vs +1,0% anterior).

ESPAÑA.- (i) Los visados de obra en el sector inmobiliario alcanzan 49.695 unidades en 2015 (+42,5%). La actividad promotora registra así fuertes incrementos de actividad aunque el número total de visados de obra se mantiene todavía en niveles muy inferiores a los máximos alcanzados en el periodo 2007/2008, (ii) La deuda del Estado alcanzó en enero 915.684 M€ (-0,17% YTD). (iii) La Cuenta Corriente cerró 2015 con un superávit de 16.700M€ (2% del PIB) vs 10.200M€ en 2014. La mejora se explica por el mayor superávit de bienes y servicios (el abaratamiento del crudo ha sido una gran ayuda) así como por el saldo menos negativo de la balanza de rentas primarias y secundarias. La cuenta de capital arroja un saldo positivo de 6.000M€ por lo que la nación volvió a registrar capacidad de financiación por 22.700M€ vs 14.700M€ en 2014. En cuanto a la cuenta financiera, registró una salida neta de fondos de -70.000M€ en el conjunto de 2015 vs +5.600M€ en 2014, este saldo negativo se explica básicamente por las salidas en Otras inversiones (préstamos, repos y depósitos), probablemente por la incertidumbre política, así como por una inversión directa neta negativa.

EE.UU.- (i) El Índice de Gestores de Compras de Chicago entró en zona de contracción en febrero al situarse en 47,6 vs 52,5 esperado vs 55,6 anterior. (ii) El sector inmobiliario residencial muestra signos de debilitamiento al registrar las Ventas de Vivienda en enero un descenso de -0,9% (vs +3,8% esperado vs +3,1% anterior).

Leer más en nuestra web:

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

2.- Bolsa española

TÉCNICAS REUNIDAS (Vender, Pº Objetivo: En Revisión; Cierre 25€; Var. Día: +1,2%): Resultados 4T'15 débiles, aunque en línea con lo adelantado el 15/02.- Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ventas 4.187,9 (+33%) vs 4.158M€e.; Ebitda 105,3M€ (-37,9%), Ebit 86M€ (-45%); BNA 60,2M€ (-55%); BPA 1,10€/acc. vs 2,84€/acc. e. La Cartera de Pedidos asciende a 12.136M€ (+44%). El nivel de tesorería se sitúa en 533M€ vs 523M€ en 3T'15, cifra que compararía con niveles de 664M€ a cierre de 2014. Esta fuerte caída en el nivel de Ebitda, Ebit y Tesorería se debe a unos sobrecostos muy elevados en el desarrollo en un proyecto en Alberta, Canadá, algo que ya anunciaron el pasado 15 de febrero. Esto ha supuesto una brusca reducción en sus márgenes Ebitda, que se reducen hasta 2,5% desde 5,4% y Ebit hasta 2,1% desde 5%. De cara a 2016 la compañía proporciona el siguiente *guidance*: ventas en el rango 4.300M€/4.600M€, margen Ebit en torno a 4% y mantienen política de retribución al accionista (DVD *yield* aprox. 2,6%). **OPINIÓN.-** Son resultados débiles pero que no sorprenden porque Técnicas ya lo anunció de manera preliminar el pasado 15/02. Por ello, no esperamos gran impacto en su cotización. Mantenemos recomendación en Vender por los siguientes argumentos: (i) **No consigue recuperar los niveles de tesorería**, algo que previsiblemente no ocurrirá hasta finales de 2016 o incluso 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 les afecta directamente. (ii) **Fuerte caída de márgenes**, tanto Ebit como Ebitda y escasa visibilidad acerca de cuándo los recuperará. Esto podría estar indicando que estaría priorizando captar clientes en detrimento de su rentabilidad. (iii) **Fuerte impacto por la caída en el precio del petróleo**, puesto que las petroleras reducen su inversión en compañías de infraestructuras de petróleo. (iv) Focalizan su esfuerzo de contratación futura en Oriente Medio y de hecho elevan el porcentaje de su cartera hasta el 63% desde el 23% en 2014. Esto nos parece un riesgo nada despreciable considerando el impacto en los ingresos fiscales de Arabia Saudí de la caída en el precio del petróleo (aprox. 80% de los ingresos fiscales).

En este contexto de impacto negativo por la caída del precio del petróleo, la reducción de márgenes, la fuerte caída de beneficio y la reducción del nivel de tesorería, mantenemos recomendación en Vender. Además, es importante tener en cuenta que el reducido nivel de beneficio de la Compañía en relación a

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.

la dimensión de sus Ingresos (60M€ vs 4.188M€) hace que su **cuenta de resultados esté sujeta a un elevado riesgo**, ya que 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, por pequeñas que éstas fueran, permitirían, en un contexto de ciclo/negocio favorable, un aumento de los beneficios proporcionalmente superior. Sin embargo, en el actual contexto, esto se presenta más bien como un riesgo que como una oportunidad. Podríamos decir que la Compañía tiene una "cuenta de resultado de elevada beta", lo cual es otro de los factores de riesgo que nos han llevado a situar nuestro Precio Objetivo en revisión y nuestra recomendación en Vender. En los próximos días publicaremos una nota sobre la compañía actualizando nuestro Precio Objetivo.

INDRA (Vender; Pr. Obj.: 9,56€; Cierre: 8,443€): Resultados 2015 malos pero generando ya caja neta positiva en 4T'15.- Publicó ayer resultados de 2015 y, un trimestre más, malos. Ventas: 2.850M€ (-2,99%); Ebit -641M€ (vs -62M€ en 2014); BNA -641M€ (-92M€ en 2014). DN 700M€ (+5,5% respecto 2014 y -16% respecto 3T'15); DN/Ebitda: 5,4x; BPA -3,91€/acc. (-0,56€/acc. en 2014); Flujo de Caja neto -50M€ (-47M€ en 2014) como consecuencia principalmente de la peor evolución operativa y los planes de ajuste de plantilla (-78 M€). Excluyendo este último impacto, el FCF del ejercicio habría sido de +28 M€. En el 4T15 el Cash Flow Libre generado ha sido de +137 M€, importe que incluye una salida de caja de -60M€ por los planes de ajuste de la plantilla. Excluyendo este impacto, el FCF del trimestre habría sido de 197 M€. El Circulante Operativo Neto ha disminuido hasta 232M€ (vs 648M€ dic. 2014), equivalente a 30 días de ventas de los últimos 12 meses (vs 81 días de 2014). Los saneamientos han supuesto una mejora de 287M€ (35 días de ventas), mientras que la mejora sostenible aportada por la gestión equivale a 130M€ (16 días de venta). Destaca la mejoría en el cuatro trimestre (equivalente a 31 días de ventas o 250 M€) como consecuencia del impacto de los efectos no-recurrentes, la mejoría de los plazos de pago y la puesta en marcha de un plan de mejora permanente de la gestión de los proveedores. Para 2016, la compañía prevé una ligera caída en ventas, acompañado de una mejora en margen Ebit y flujo de caja. **OPINIÓN:** Malos resultados, aunque como era de esperar. Sin embargo, la perspectiva dada por la compañía es la mejor de los últimos 24 meses lo que implicaría una mayor visibilidad. Destacar que Indra ya estaría generando flujo de caja positivo en el 4T'15 y, en consecuencia, es previsible que mantenga esta tendencia en 2016. Sin embargo, continúa el riesgo de ampliación de capital por el elevado apalancamiento.

ACCIONA (Comprar, Pº Objetivo: 79,7€; Cierre: 70,37€): Bate expectativas con sus cuentas de 2015.- Cifras principales año completo comparadas con el consenso de Reuters (R) y nuestras estimaciones (BKT): Ventas 6.544M€ (+0,7%), EBITDA 1.174M€ (+8%) vs 1.166M€ R y 1.175M€ BKT, BNA 207M€ (+12%) vs 201M€ R y 199M€ BKT. En el desglose por negocios destaca el comportamiento de la división de Energía (76% del EBITDA), que avanza +14% por el buen comportamiento de AWP y el crecimiento de la generación en los mercados internacionales; Infraestructuras -3,5%, por la caída de Construcción ya que Agua y Servicios suben +0,2% y +49,9%, respectivamente; Otras actividades -10,2%, por la caída de la Inmobiliaria (-45,2%) y Bestinver (-33%) ya que Trasmediterránea mejora (+1,7%). La Deuda Financiera Neta cae -2,5% en el año hasta 5.159M€ (DFN/EBITDA 4,4x vs 4,9x en 2014). Las inversiones suman 223M€ (-35%). **OPINIÓN:** Este resultado bate las expectativas y supera el *guidance* dado por la compañía (crecimiento de un dígito medio). Son unas cuentas que van ganando solidez, con mejora de márgenes (margen EBITDA 17,9% vs 16,7% 2014 y 17,8% 9M'15). Además, la cartera de construcción mejora notablemente (aumenta +18% hasta 6.722M€ vs +0,2% en 2014). También es positiva la reducción de la DFN cuyo ratio DFN/EBITDA se sitúa por debajo del nivel de 4,5x que la compañía califica como "cómodo". Como aspecto negativo destacaríamos que la mejora del resultado está totalmente apoyada en la división de Energía ya que Infraestructuras y Otras Actividades están en negativo. A las 11h habrá un *conference call* donde explicarán los resultados pero probablemente no den grandes guías hasta el 12 de abril, fecha en que tiene lugar su "día del inversor".

VISCOFAN (Compra; Cierre: 55,01€; pr.Obj.:62,2€): Resultados 2015 buenos.- Ayer presentó resultados de 2015, buenos. Ventas 740M€ (+7,8%); Ebitda 213,8M€ (+15,3%); margen Ebitda +28,9% (vs +27,0% en 2014); BNA 119,6M€ (+15,4%); Caja Neta de 3,2M€ por la venta de Grupo IAN (precio 55,8M€ y plusvalía de 0,4M€). Dividendo complementario: 0,82€ (+13,8%); con lo que DPA'15

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.

asciende a 1,35€ (+14,4%). Rent. dividendo: +2,45% y pay-out del 52%. Las ventas de envolturas crecieron un +8,8% y lo que penalizaron las ventas fueron las de energía que decrecieron un -4,7%. Para 2016 estiman un crecimiento de Ventas entre +2%/+4% (755M€/770M€); Ebitda +4%/+6% (222M€/227M€); Resultado Neto de operaciones continuadas entre +6%/+8% (127M€/130M€); Capex entre +30%/+40% (75M€/80M€) calculadas bajo una hipótesis de 1,1€/€ y 4,20BRL/€. **OPINIÓN:** Resultados buenos a pesar de la ligera caídas en las ventas del sector cárnico en el 4T'15. Resaltar la fortaleza de balance y un mercado de envolturas estable y creciendo. El mercado debería recoger estos resultados positivamente.

ACERINOX (Vender; Pº Objetivo 7,9€; Cierre 10,1€): Resultados 4T'15 muy débiles, afectados por la caída de las materias primas y la desaceleración china.- Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg) y Análisis Bankinter: Ventas 4.221M€ (-4%) vs 4.270M€ e. y 4.336M€ (A. BKT); Ebitda 286M€ (-37%) vs 250M€ (A. BKT); EBIT 120,9M€ (-60%) vs 103M€ (A. BKT); BNA 42,9M€ (-68%) vs 26M€ (A. BKT); BPA 0,16€/acc. vs 0,52€/acc. en 2014, 0,204€/acc. e. (Bloomberg) y 0,10€/acc. (A. BKT). La deuda financiera neta se eleva hasta 711M€ desde 615,7M€, lo que supone un ratio de endeudamiento sobre Ebitda de 2,5x. La compañía continúa avanzando en la consecución del Plan Estratégico 2015-2016 y ha conseguido ya el 55% de los objetivos, lo que equivale aproximadamente a un ahorro de 37M€. Por áreas geográficas, el 38% de los ingresos proceden de Europa, el 45,7% de Norteamérica, el 10,7% de Asia y el 5,4% de África. **OPINIÓN:** Son resultados muy débiles, por lo que estimamos que el impacto en mercado será negativo. Esta debilidad de los resultados era lógica, al verse afectados no sólo por la caída en el precio de las materias primas sino también por el aumento de las importaciones procedentes de Asia y los elevados niveles de inventarios de los almacenistas. En este contexto complicado para ACX mantenemos recomendación de Vender. Consideramos que la nula visibilidad en el precio de las materias primas y particularmente el níquel seguirá lastrando al valor, ya que la caída en el nivel de precios pospone las decisiones de compra de los almacenistas ante la expectativa de que puedan caer aún más los precios. También se verá afectada por la pérdida de inercia de la economía china, principal consumidor a nivel global de acero, lo que no permite anticipar una recuperación de los precios. El pasado 20 de enero publicamos una nota sobre la compañía, [link directo](#).

ABENGOA (Vender; Cierre 0,138€; Var. Día: -2,8%): Presenta resultados 2015 muy débiles que incluyen fuertes pérdidas. Seguimos recomendando Vender.- Principales cifras: Ventas 5.755M€ (-19,5%) y Ebitda 515M€ (-64%). Además registra pérdidas por -1.213M€ vs +125M€ en 2014. Estas pérdidas incluyen -878M€ por los costes derivados de la paralización de determinados proyectos del área de construcción, deterioros de activos e intereses de demora. La deuda corporativa asciende a 6.325M€ y la deuda bruta total a 9.395M€, todo ello para un Patrimonio Neto de 696M€ (se reduce desde 2.646M€ en 2014) y de tesorería de 680M€ (se reduce desde 1.810M€ a cierre de 2014). Por áreas de negocio todas ellas presenta una evolución débil: Ingeniería y Construcción registra unas ventas de 3.330 (-26%) y Ebitda 193M€ (-76%). En el área de infraestructuras las ventas se reducen hasta 166,5 (-50%) y el Ebitda 115M€ (-52%) y el área de Producción Industrial registra unas ventas de 2.018M€ (-6%) y Ebitda 39,9M€ (-86%). Por otra parte, Atlántica Yield, filial norteamericana de Abengoa, ha registrado también una fuerte pérdida en 2015, de -209M\$, por el incremento de los gastos financieros que pasan a 526M€ desde 197M€ en 2014. Además retrasa el abono de dividendo hasta 4T'16. **OPINIÓN.-** El impacto de estos resultados en la cotización será negativo, por las elevadas pérdidas en las que incurre y porque su posición tanto de Patrimonio Neto como de liquidez está fuertemente tensionada. La compañía atraviesa una situación muy complicada ya que cuenta hasta finales de marzo para alcanzar un acuerdo con sus acreedores y evitar una situación de concurso de acreedores (actualmente en precurso). Una de las claves será qué nivel de quita están dispuestos a aceptar los acreedores (bancarios y de circulante), información que todavía no existe. Continuamos defendiendo que la incertidumbre es demasiado elevada y el riesgo de invertir en Abengoa muy alto, de carácter especulativo en estas circunstancias, y por lo tanto mantenemos recomendación de Venta.

PHARMA MAR (Cierre: 2,26€; Var. Día: +6,86%): Resultados muy flojos con retroceso del BNA de -50%.- Principales cifras de 2015 comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos Totales 193,8M€ (+11%) vs. 161,2M€ estimado. Ingresos por divisiones: (i) Biofarmacia 94,6€ (+15%) de los que 80,7€

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.

corresponden a Yondelis (+7,6%). (ii) Las Ventas de la división de Química de Gran Consumo 67,3M€ (+3%).(iii) Acuerdos de licencia y co-desarrollo (*royalties*) 30,8M€ (+18%). EBITDA TOTAL 19,3M€ (-25%) y por divisiones: Ebitda de Biofarmacia 14,4M€ (-50%) y Ebitda de Química de Gran Consumo 5,1M€ (-11%). El BNA retrocedió hasta 6,5M€ (-50%) y BPA 0,03€ vs. 0,07€ estimado. La Inversión en I+D se situó en 63,5M€ (+21%) de los que el 88% fueron destinados al segmento de oncología. Los gastos de Marketing aumentaron +18% (total 48,6M€), casi el 50% invertidos en la actividad promocional de Yondelis. **OPINIÓN:** Los resultados quedan muy por debajo de las estimaciones previstas para el BPA, aunque sí batieron en ingresos. Las ventas de Yondelis (su medicamento estrella y principal fuente de ingresos) aumentan +15% pero el estrechamiento de márgenes, que la compañía atribuye al incremento del gasto en I+D, no augura buenas perspectivas: el Margen Ebitda se estrecha hasta 9,9% desde 14,7% en 2014 y, tomado aisladamente el Margen Ebitda de la división del Biofarmacia, este se reduce hasta 15% desde 35% el año pasado. En cuanto a la deuda financiera neta, se reduce hasta 46,9M€ (-14% desde dic '14) pero el Ebitda empeora a mayor ritmo, de manera que el apalancamiento de la Pharma Mar aumenta hasta 2,4x (DFN/Ebitda) desde 2,1x en 2014. En definitiva, la tendencia de estrechamiento de márgenes que se aprecia en las cifras y el incremento de sus ratios de endeudamiento suponen un riesgo al alza, fundamentalmente porque la evolución de sus ingresos depende (con un peso del 42%) de las ventas de Yondelis. A pesar de estar aprobado para su comercialización en EE.UU., por el momento, no hay impacto positivo sobre las cifras que invite a pensar que dicha tendencia se revierta. El valor rebotó ayer con fuerza pero es probable que hoy corrija y veamos retrocesos.

COLONIAL (Neutral; Cierre: 0,60€; Var. Día: -0,17) Qatar Investment Authority podría aumentar su participación en la compañía.- Grupo Villar Mir y Qatar Investment Authority (QIA), principales accionistas de la compañía con un 15% y un 13% respectivamente, podrían alcanzar un acuerdo para realizar un canje de acciones entre Colonial y su filial francesa SFL (de la que QIA posee un 22% de participación), de forma que la mayoría de las acciones que tiene QIA en SFL se convertirían en acciones de Colonial. A su vez, Colonial realizaría una ampliación de capital que podría ascender a 500 M.€. **OPINIÓN:** Todavía no se conocen los detalles de la operación por lo que no se puede valorar con precisión el impacto en la compañía. Sin embargo, en el caso de completarse, Colonial tendría una mayor dimensión y capacidad de crecimiento mediante la inversión en nuevos activos inmobiliarios, mientras que SFL, la compañía que tiene los activos inmobiliarios en zona *prime* de París, podría mantener sus ventajas fiscales inherentes a su condición de SIIC, un tipo de sociedad comparable a las Socimis en España.

3.- Bolsa europea

ELÉCTRICAS ALEMANAS.- La Comisión alemana que está vigilando el proceso de desmantelamiento de las centrales nucleares se volverá a reunir el 22 de marzo y el 13 de abril. **OPINIÓN:** El informe de la Comisión no se ha cerrado a finales del mes de febrero como estaba previsto de lo que se deduce que la solución para el problema de las nucleares está siendo complicado. Según se ha ido filtrando, las compañías transferirían las provisiones realizadas a un fondo controlado por el Gobierno antes de 2022, la responsabilidad de desmantelar las centrales nucleares seguiría siendo de las eléctricas mientras que el Estado debería hacerse cargo del almacenamiento de los residuos a través del citado fondo de control público. Creemos que hasta la publicación de la decisión final es fácil que veamos volatilidad en las compañías afectadas.

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.-

Los mejores: *Utilities* +0,24%; Servicios de consumo -0,4%; Telecomunicaciones -0,47%.

Los peores: Salud -1,60%; *Oil&Gas* -1,18%; Financieras -1,02%

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 MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: (i) **CONSOL ENERGY (8,63\$; +10,1%)**. A pesar de que fue una jornada negativa para las compañías del sector de petróleo y gas, la cotización de la compañía experimentó un fuerte rebote tras anunciar que venderá su mina Buchanan en Virginia y otras reservas de carbón a Coronado IV LLC por 420 M.\$, que empleará en el pago de sus deudas. (ii) **CATERPILLAR (67,7\$; +1,2%)**. A pesar de que la compañía se está viendo afectada por la desaceleración del ciclo, la cotización se ha visto respaldada por los rebotes puntuales en los precios de las materias primas y el mercado está valorando de forma positiva los recortes de costes implementados por la compañía, entre los que destacan el abandono de la producción de algunos modelos de maquinaria con menor demanda.

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer destacan: (i) **ENDO INTERNATIONAL (41,81\$; -21,0%)**. La firma farmacéutica sufrió un severo retroceso tras anunciar que venderá su división de salud femenina por no haber encontrado comprador; (ii) **VALEANT PHARMACEUTICALS (65,80\$; -18,4%)**. La cotización cayó con fuerza ayer después de que la compañía retrasara su presentación de resultados y reconociera que está siendo investigada por la SEC, el organismo supervisor del mercado equivalente en EE.UU. a la CNMV en España. Por último, (iii) **SOUTHWESTERN ENERGY (5,78\$; -9,4%)**. La compañía prevé un recorte de costes del 80% a lo largo de 2016 para hacer frente a los bajos precios de la energía, pero la ausencia de nuevas perforaciones sugiere que una hipotética recuperación en 2017 será aún más complicada.

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)

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.