

15 de marzo de 2016

Cierre de este informe:

7:38 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	17.229	17.213	0,1%	-1,1%
S&P 500	2.020	2.022	-0,1%	-1,2%
NASDAQ 100	4.367	4.362	0,1%	-4,9%
Nikkei 225	17.117	17.234	-0,7%	-10,1%
EuroStoxx50	3.092	3.074	0,6%	-5,4%
IBEX 35	9.143	9.091	0,6%	-4,2%
DAX (ALE)	9.990	9.831	1,6%	-7,0%
CAC 40 (FRA)	4.507	4.493	0,3%	-2,8%
FTSE 100 (GB)	6.175	6.140	0,6%	-1,1%
FTSE MIB (ITA)	18.982	18.988	0,0%	-11,4%
Australia	5.111	5.185	-1,4%	-3,5%
Shanghai A	2.986	2.992	-0,2%	-19,4%
Shanghai B	359	359	0,0%	-15,9%
Singapur	2.848	2.847	0,0%	-1,2%
Corea	1.970	1.972	-0,1%	0,4%
Hong Kong	20.313	20.435	-0,6%	-7,3%
India	24.652	24.804	-0,6%	-5,6%
Brasil	48.867	49.639	-1,6%	12,7%
México	44.692	44.736	-0,1%	4,0%

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

Mayores subidas y bajadas

Índice	% diario	Anterior	% diario
IBEX 35	3,0%	INDRA SISTEM	-1,3%
ARCELORMITTA	2,4%	OBRASCON HUA	-1,2%
AENA SA	2,3%	TECNICAS REU	-0,7%
MAPFRE SA	2,3%	SAFRAN SA	-6,3%
EuroStoxx 50	3,2%	INTESA SANPA	-2,1%
E.ON SE	2,8%	BNP PARIBAS	-2,0%
CARREFOUR SA	2,3%	PFIZER INC	-1,3%
BAYER AG-REG	2,3%	INTEL CORP	-1,0%
Dow Jones	1,4%	MCDONALDS CO	-0,8%
BOEING CO/TH	1,4%	DU PONT (EI)	-0,8%
NIKE INC -CL	1,2%		
MCDONALDS CO	1,1%		

Futuros	Último	Var. Pts.	% día
1er.Vcto. mini S&P	2.014,00	-4,50	-0,22%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.090	-1,0	-0,03%
1er Vcto. DAX	9.989,50	-9,50	0,00%
1er Vcto. Bund	161,64	0,32	0,20%

Bonos	14-mar	11-mar	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,46%	-0,47%	0,4pb	-11,70
Alemania 10 añc	0,28%	0,27%	0,8pb	-35,00
EEUU 2 años	0,96%	0,96%	0,0pb	-9,2
EEUU 10 años	1,96%	1,98%	-2,5pb	-31,02
Japón 2 años	-0,170%	-0,155%	-1,5pb	-16,10
Japón 10 años	-0,039%	-0,01%	-3,4pb	-30,40

Diferenciales renta fija en puntos básicos

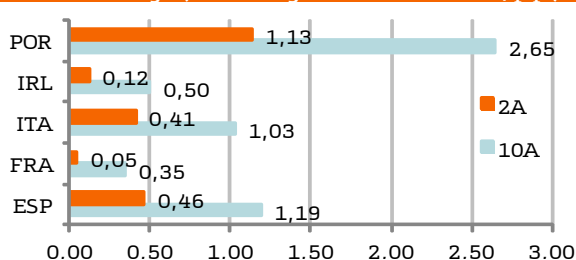
Divisas	14-mar	11-mar	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,1103	1,1156	-0,5%	+2,2%
Euro-Libra	0,7763	0,7753	+0,1%	+5,3%
Euro-Yen	126,38	127,00	-0,5%	-3,3%
Dólar-Yen	113,30	113,82	-0,5%	-5,8%

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

Materias primas	14-mar	11-mar	% día	% año
CRBs	173,01	174,15	-0,7%	-2,1%
Brent (\$/b)	38,56	39,46	-2,3%	7,9%
West Texas(\$/b)	37,18	38,50	-3,4%	0,4%
Oro (\$/onza)*	1235,25	1250,70	-1,2%	16,4%

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

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



Claves del día:

✓ Ventas Minoristas en EE.UU.

Ayer: "Sesión positiva en bolsas pese al crudo".

Sesión positiva ayer en bolsas pese a las caídas del petróleo (WTI -4,4% y Brent -3,14%, al cierre europeo). El crudo se vio penalizado por el retraso de la reunión de la OPEP, que hacía pensar en la falta de acuerdo para un recorte de producción, y por las propias advertencias de la OPEP sobre el exceso de oferta, que continuará a lo largo de este año. En este entorno, y gracias a las medidas del BCE, los bonos soberanos periféricos continuaban soportados: Bund +0,9 p.b. y 10A español -2,0 p.b. Por su parte, el euro se debilitaba frente al dólar acabando la sesión alrededor de 1,110 desde 1,116.

Hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	Est.	Ant.
10:30h	Esp	Subasta letras 3 y 9 meses (2.500M€/3.500M€)				
13:30h	EEUU	Vtas. Min. (Gr.Control)	Feb	m/m	0,2%	0,6%
13:30h	EEUU	Empire Manufacturing	Mar	Ind.	-10,5	-16,64
13:30h	EEUU	Precios Producción	Feb	a/a	0,1%	-0,2%

Próximos días, referencias más relevantes:

X;	Hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	Est.	Ant.
X;	13:30h	EEUU	IPC	Feb	a/a	0,9%	1,4%
X;	13:30h	EEUU	Viviendas Iniciadas	Feb	000	1150k	1099k
X;	13:30h	EEUU	Permisos Construcción	Feb	000	1200k	1202k
X;	14:15h	EEUU	Utiliz. Cap. Productiva	Feb	%	76,9%	77,1%
X;	14:15h	EEUU	Producción Industrial	Feb	m/m	-0,3%	0,9%
X;	19:00h	EEUU	FED: Tipos y rueda prensa			0,25/0,5%	0,25/0,5%
J;	11:00h	UEM	IPC	Feb	a/a	-0,2%	-0,2%
J;	13:00h	GB	Tipos del BoE		%	0,50%	0,50%
J;	15:00h	EEUU	Indicador Adelantado	Feb		0,2%	-0,2%
V;	15:00h	EEUU	Conf. U. Michigan (prel)	Mar	Ind.	92,2	91,7
V;	s/h		Cuádruple Hora Bruja				

Hoy: "El BCE da soporte al ciclo y a los mercados: subimos exposición a renta variable"

Subimos exposición en 10 puntos en los perfiles más conservadores y 15 en los más dinámicos (detalle en la página 2). El BCE arriesgó y, en nuestra opinión, acertó en sus medidas que, no sólo favorecen a los bancos, sino que suponen un apoyo decisivo para la economía y, con ello, para los mercados. Esto nos lleva además a replantearnos nuestra estrategia (i) sectorial: mejoramos nuestra recomendación sobre Bancos (a Comprar desde Vender) y sobre Seguros y Turismo (a Comprar desde Neutral) y (ii) por tipo de activo: recomendamos comprar bonos soberanos periféricos, corporativos europeos y bolsas. En el inmediato corto plazo, esta madrugada se ha reunido el Banco de Japón que, tal y como se esperaba, ha decidido mantener sin cambios su política monetaria. En cuanto al resto de la sesión, hoy en EE.UU. se publicará una batería de datos macro que en conjunto resultará simplemente aceptable y no logrará dar demasiado apoyo a la sesión. De hecho, destacan las Ventas Minoristas del mes de febrero que se estima que moderen su crecimiento hasta +0,2% desde +0,6% anterior. Con todo esto, estimamos una sesión negativa para bolsas, con los bonos soberanos periféricos soportados y el euro cotizando alrededor de 1,110 frente al dólar mientras esperamos la que es la clave de la semana: la reunión de la Fed del próximo miércoles.

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>

Avda de Bruselas, 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.

1.- Entorno Económico

La batería de medidas implementada el jueves pasado por el BCE no sólo mejora las perspectivas para la banca sino que además tendrá un impacto sustancialmente positivo en el ciclo y, en consecuencia, sobre los mercados financieros. A partir de ahora, el apoyo de los bancos a la economía será más sólido y directo. Además, el nuevo programa de compra de bonos corporativos no bancarios en grado de inversión será un claro catalizador para este tipo de activo e irá calando hacia otros similares (como los bonos *high yield*), aunque este proceso llevará más tiempo. Por su parte, el aumento del volumen de compras en el programa de compra de activos (hasta 80.000M€ desde 60.000M€) junto con la intención de no recortar, por el momento, en mayor medida el tipo de intervención impactará positivamente en los bonos soberanos de los países periféricos. Ante esto tomamos las siguientes decisiones:

Aplicamos los siguientes **aumentos de exposición** (a bolsas) según perfiles de riesgo, siendo idénticos para el Inversor Local y el Global:

Perfil Agresivo: 75% vs 60%.

Perfil Dinámico: 60% vs 45%.

Perfil Moderado: 45% vs 30%.

Perfil Conservador: 25% vs 15%.

Perfil Defensivo: 15% vs 5%.

Por sectores, pasamos a Comprar desde Vender **Bancos**; a Comprar desde Neutral **Seguros y Turismo**; a Neutral desde Vender al sector **Industrial y Autos**.

Por tipo de activo, implementamos los siguientes cambios: recomendamos Comprar **bonos europeos soberanos periféricos** (desde Neutral), **bonos europeos corporativos** (desde Vender) y **bolsas** (desde Neutral). Además, nuestra recomendación pasa a ser Neutral sobre **bonos corporativos estadounidenses** (desde Vender) y sobre **bonos high yield** (desde Vender). Por su parte, mantenemos en Neutral los **bonos soberanos europeos core** y en Vender los **bonos soberanos de EE.UU.**

UEM.- La Producción Industrial de la UEM del mes de enero sorprendía a mejor al avanzar +2,8% a/a vs. +1,6% estimado. Además, el dato anterior se revisaba también a mejor: hasta -0,1% desde -1,3%. Éste resultaba ser el mejor dato para este indicador desde agosto de 2011. El desglose mostraba la mejora de todos los componentes: bienes intermedios +1,9% (vs. +1,0% anterior), energía -3,7% (v.s -6,0% anterior), bienes de capital +4,6% (vs. -0,4% previo), duraderos +3,2% (+1,0% anterior) y no duraderos +7,3% (vs. +2,6% previo). En términos intermensuales el dato también resultaba muy positivo al avanzar +2,1% vs. +1,7% estimado y -0,5% anterior (revisado también al alza desde -1,0%).

JAPÓN.- (i) La reunión del **Banco de Japón** se saldaba sin cambios. El banco central mantiene el tipo director en -0,1% y el programa de compra de activos en 80.000BnJPY. En la rueda de prensa Kuroda ha afirmado que la economía japonesa sigue recuperándose de manera moderada, que las expectativas de inflación se han debilitado recientemente pero insiste en que la inflación llegará al 2% en el primer semestre fiscal de 2017. Finalmente, insiste en que tomarán más medidas de estímulo si es necesario; **(ii)** La **Utilización de la Capacidad Productiva** de enero aumentaba hasta +2,6% desde -1,0% anterior; **(iii)** La **Producción Industrial** final de enero quedaba en -3,8% a/a coincidiendo con el dato preliminar y vs. -1,9% en diciembre.

CHINA.- Rumores acerca de que el banco central podría estar preparando una nueva batería de medidas orientadas a fijar un impuesto sobre las transacciones en divisa con el fin contener la depreciación del yuan.

SECTOR PETROLERO.- Caídas del crudo ayer (WTI -3,43% y Brent -2,13%) tras conocerse: **A) Reunión Países Productores de Crudo:** tres países de la OPEP han confirmado que la reunión de productores de crudo (OPEP y no OPEP) se retrasa a mediados de abril en Doha (Qatar). Esta reunión estaba prevista para este domingo. Creemos que el motivo es la falta de consenso ya que Irán incrementará su producción en 1Mbrr/d antes de final de año y a partir de ahí "congelar" su nivel de producción. **B) Informe Mensual (marzo) de la OPEP:** ayer la OPEP publicó el informe mensual de marzo donde

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/wes-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)

destaca: **i) Demanda mundial de crudo en 2015:** creció en +1,54Mbrr/d hasta los 92,98Mbrr/d; **ii) Demanda mundial de crudo en 1T'16:** 93,3 Mbrr/d (+0,32% respecto 4T'15); **iii) Demanda media de crudo 2016:** 94,2Mbrr/d (+1,2%) aunque mejorará en el 4T'16 en 1,25mbrr/d hasta 95,23Mbrr/d, sin cambios desde el pasado informe; **iv) Producción de la OPEP (febrero):** 32,28Mbrr/d (-0,53% respecto enero'16 y +0,21% respecto dic.'15). Cuota oficial: 30Mbrr/d; **v) Producción de crudo a nivel mundial (febrero):** 95,73Mbrr/d (-0,21% respecto a enero); **vi) Inventarios OCDE:** 3.023Mbrr (+1,2% respecto a dic.'15 y +12,2% sobre la media histórica). Esta media representa 65,3 días de consumo (6,8 días por encima de su media histórica). Inventarios China 380,8Mbrr (-0,8% respecto a enero). **CONCLUSIÓN:** Según la OPEP continúa existiendo exceso de oferta de 2,43Mbrr/d y éste será menor en el 4T'16 a raíz de una mejora de la demanda global. Se aprecia que el *shale oil* tendrá una menor producción, pero esta será compensada por Irán. Con este escenario de exceso de oferta vs demanda y, con unos inventarios a niveles máximos desde que se tienen serie históricas, el crudo continuará presionado a la baja.

Leer más en nuestra web:

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

2.- Bolsa española

AMADEUS (Neutral; Pr. Obj. 40,10€; Cierre: 37,25€). Absorción de minoritarios.- Amadeus IT Holding (valor cotizado) anunció que realizará una absorción de los minoritarios de Amadeus IT Group, mediante canje de acciones. Ecuación de canje: 1 acc. de Amadeus IT Holding por cada 11,31 accs de Amadeus IT Group. Como máximo, Amadeus IT Holding canjeará 393.748 accs de Amadeus IT Group. Aplicando la ecuación de canje, implica que Amadeus IT Holding emitirá 34.814 accs (0,0079% del capital actual de AMS). AMS propondrá a la JGA que estas 34.814 accs se compren a mercado (0,14% del volumen medio diario de los últimos 6 meses). **OPINIÓN:** Noticia que apenas tendrá impacto en la cotización.

BANCO SANTANDER (Neutral; Cierre: 4,51€; Pr.Obj. 4,35€): Obtiene autorización del BCE para calcular el riesgo operacional en Brasil mediante modelos internos. **OPINIÓN:** Con el visto bueno del supervisor, Santander reducirá el riesgo operacional y como consecuencia los APR's (activos ponderados por riesgo) en 7.836 M€. Esta medida permitirá mejorar la ratio de capital CET I "Fully loaded" del grupo Santander en +14 pb hasta el 10,19%.

AENA (Comprar; Pr. Objetivo: 118,5€; Cierre: 108,05€): El tráfico de pasajeros aumenta +16,3% a/a en febrero.- El número de pasajeros en aeropuertos de la red se situó en 13,3 millones de pasajeros. Los 2 principales aeropuertos de la red presentan cifras muy positivas, con incrementos del tráfico de +15,6% en A.S. Madrid Barajas y +20,4% en Barcelona-El Prat. El número de pasajeros en términos acumulados de los 2 primeros meses del año asciende a 26,3 millones de pasajeros, un incremento de +14,3% con respecto al mismo período de 2015. **OPINIÓN:** Se trata de cifras muy positivas, que deberían tener continuidad en los próximos meses por los bajos precios del petróleo y la inestabilidad en destinos turísticos competidores del verano. Con las cifras de febrero, Aena ya acumula 25 meses consecutivos de incremento del número de pasajeros, lo que tiene un impacto positivo en los negocios comercial y *off-terminal*.

ABERTIS (Neutral; P.Obj.: 15,6€; Cierre: 14,12€): Podría pujar por la autopista M6 del Reino Unido.- Abertis es una de las compañías interesadas en la compra de M6 Toll, una autopista de peaje de 40 kms. de longitud en Birmingham cuya valoración podría situarse en unos 2.000 M€. El interés de Abertis por este activo se debe a que el plazo de explotación de este activo vence en 2053, lo que permitiría a la compañía ampliar el plazo medio de concesión de sus activos, que constituye una debilidad de la compañía que 2 de sus principales activos españoles como Acesa y Aumar (que generan un 17,7% de los ingresos totales de la división de autopistas del grupo) vencen en 2021 y 2019 respectivamente. **OPINIÓN:** A pesar de que la compra de este activo ampliaría el plazo medio de explotación de la cartera de concesiones de Abertis, la adjudicación de esta autopista no sería positiva para la cotización de Abertis por las siguientes razones: (i) La autopista M6 no está cumpliendo las estimaciones de tráfico iniciales (48.000 usuarios diarios actuales frente a 55.000 en su máximo y 70.000 estimado inicialmente), lo que provocó una reestructuración de su deuda de 1.900 M.GBP en

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.

2013. (ii) La sociedad cerró el año 2014 con unos ingresos de 72 M.GBP y unas pérdidas de -28,6 M.GBP. Un precio de adquisición hipotético de 2.000 M.€ equivaldría a pagar un múltiplo de 21,5x Ingresos, lo que pone de relieve que se está produciendo una situación de sobrevaloración de activos concesionales debido al interés de los inversores por activos con rentabilidades superiores a la renta fija y la competencia no sólo de compañías gestoras de infraestructuras sino también de inversores institucionales y fondos soberanos.

MERLIN PROPERTIES (Comprar; Precio Objetivo: 11,80€; Cierre: 10,17€): Compra dos inmuebles en Lisboa por 103 M.€.- Los inmuebles adquiridos son un edificio de oficinas alquilado íntegramente a Galp y el edificio Monumental, situado en la plaza Duque de Saldanha, en la zona central de Lisboa, que combina oficinas y espacios comerciales y está ocupado en un 89%. La rentabilidad bruta inicial de ambos inmuebles es 7,4%. **OPINIÓN:** El impacto en la cotización debería ser positivo ya que ambos inmuebles se encuentran ya ocupados, lo que permite obtener ingresos por alquiler desde el principio. Además, el potencial de reducción de *yields* o *cap rates* en Portugal es superior al de otros mercados inmobiliarios en los que opera la compañía como Madrid o Barcelona.

3.- Bolsa europea

H&M (Cierre: 293,30; Var.: +1,20%): Las ventas se aceleran en febrero.- Ha comunicado que las ventas de febrero han crecido +10% a/a en febrero (vs +11% del consenso) vs +15% en febrero del año pasado y eso que la cifra se ve positivamente afectada por un día más de ventas por el 29 de febrero que aporta un +2%. **OPINIÓN:** La cifra supone una aceleración desde el +7% registrado en enero pero al haberse quedado por debajo de lo estimado y ser una cifra inferior a la de febrero del año pasado a pesar del impacto positivo del año bisiesto pensamos que podría tener un ligero impacto negativo en la cotización.

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.-

Los mejores: Consumo discrecional +0,39%; *Utilities* +0,09%; Tecnología de la información +0,07%.

Los peores: *Materiales* -0,65%; Energía -0,62%; Financieras -0,42%.

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: (i) **STARWOOD HOTELS (75,93\$; +7,8%)**, después de que la china Anbang lanzara una oferta de compra por 12.800M\$ en efectivo. Starwood ya había aceptado la OPA de Marriot lanzada el noviembre pasado pero ésta podría verse obligada a mejorarla ya que su oferta es en caja y acciones y actualmente implica un precio de 63,74\$ vs los 76\$ ofrecidos por Anbang; (ii) **GW PHARMACEUTICALS (84,71\$; +120%)**, gracias al éxito de un fármaco basado en el cannabis para el tratamiento de un tipo raro de epilepsia. El estudio de Epidiox ha superado la primera de cuatro pruebas de la Fase III y de llegarse a comercializar podría impulsar sus ventas +1.100M\$ hacia 2021; (iii) **FRESH MARKET (28,39\$; +23,5%)**, después de llegar a un acuerdo con la firma de capital riesgo Apollo Global Management para su adquisición. Apollo ofrece 28,50\$ (prima del +24% respecto al cierre del viernes) y tendrá que dar un giro a la compañía, algo que ya hizo con Sprouts en 2011.

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran títulos energéticos como **SCHLUMBERGER (73,44\$; -2,1%)**, **CHESAPEAKE (4,38\$; -6,8%)** y **BAKER HUGHES (43,88\$; -4,2%)**, a raíz de la caída del precio del crudo una vez se ha cancelado la reunión del 20 de marzo donde se suponía se iba a tomar alguna medida para estabilizar el precio del crudo.

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.

Sector: Telecom

Además de Latam y O2, los resultados muestran más debilidad

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 49.700 M€
 Último: 9,99 €/acc.
 N° Acciones (M.): 4.975 M acc.
 Min / Max (52 sem): 8,5€ / 14,30€
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

Principales cifras*	2014r	2015r	2016e	2017e	TAMI
Ingresos	43.458	47.219	45.823	45.972	2%
Margen Bruto	73,0%	72,7%	73,4%	74,4%	
OIBDA	13.781	11.414	14.332	15.210	3%
Margen OIBDA	31,7%	24,2%	31,3%	33,1%	
EBIT	6.350	2.897	6.210	7.052	4%
Margen EBIT	14,6%	6,1%	13,6%	15,3%	
BNA	3.001	2.745	3.057	3.334	4%
% incremento BNA		-9%	11%	9%	

* Cifras en millones de euros

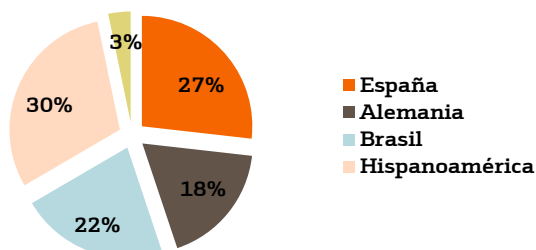
*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Detalle cifras	4T15r	Var. %	2015r	Var. %
Ingresos	11.881	0%	47.219	8,70%
España	3.220	6,0%	12.402	3,2%
Alemania	2.059	2,0%	7.888	42,9%
Brasil	2.587	-9,2%	11.060	-1,5%
Hispanoamérica	3.622	0,1%	14.387	9,4%
Otros	393	10,3%	1.482	-3,0%
OIBDA	401	-88,1%	11.414	-17,2%
España	-1.631	n.a.	2.336	-58,8%
Alemania	586	n.a.	1.858	153,7%
Brasil	983	5,8%	3.573	0,9%
Hispanoamérica	1.124	1,2%	4.356	7,1%
Otros	-662	n.d.	-710	n.d.
EBIT	-1.760	n.d.	2.897	-54,4%
BNA	-1.832	n.d.	2.745	-8,5%

Ratios	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e
PER*	18,0 x	18,6 x	16,3 x	14,9 x	14,9 x
Rent. dividendo*	6,6%	7,3%	7,5%	4,7%	4,7%
BPA (€/acc)	0,64	0,55	0,61	0,67	0,67
DPA (€/acc)	0,75	0,75	0,75	0,47	0,47
DN/FFPP	1,7x	2,0x	2,2x	1,9x	1,8x
DN/OIBDA	3,7x	4,8x	3,6x	3,1x	3,1x
ROE	10%	10%	13%	13%	13%

*2014 y2015 con cotización de cierre de año. 2016/17/18 con última cotización

Distribución geográfica de ingresos tras salida de R. Unido



Según estimaciones Bankinter

TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 11,1 €
 Recomendación: Neutral

Tras presentar unos resultados más flojos de lo estimado y con la venta de O2 aún en el aire, recortamos nuestro precio objetivo desde 11,8€ hasta 11,1€ (potencial +11%) mientras mantenemos nuestra recomendación en Neutral. Además, insistimos en el riesgo de que finalmente la venta de la filial británica se frustre, en cuyo caso recortaríamos el precio objetivo hasta el entorno de los 9€ y nuestra recomendación pasaría a Vender.

Resumen y opinión:

Recortamos el precio objetivo de la Compañía, hasta 11,1€ desde 11,8€, tras la publicación de unos resultados de 2015 más débiles de lo anticipado, que además mostraban un importante repunte en el endeudamiento de la Compañía. Este aspecto hace si cabe más imprescindible el cierre de la venta de la filial británica de Telefónica, O2, a Hutchison Whampoa. Sólo de este modo la Compañía podrá reducir su deuda y despejar las dudas sobre su capacidad para cumplir con su objetivo de pago de dividendo (0,75€ en efectivo en 2016, rentabilidad por dividendo 7,5%). Insistimos en que si finalmente la venta no sale adelante, recortaríamos nuestro precio objetivo hasta el entorno de los 9€ y fijaríamos nuestra recomendación en Vender.

La venta de O2 sigue en el aire... La resolución de la Comisión Europea se retrasa hasta el 19 de mayo

Como venimos defendiendo, nuestra principal hipótesis en este asunto no es ni un rechazo de plano por parte de las autoridades de la competencia a la operación, ni una aprobación total. Defendemos que el desenlace llegará con un escenario híbrido en el que la Comisión Europea autorizará la compra pero con unas condiciones realmente duras que incluirán importantes desinversiones y que podrían llevar a Hutchison o bien a renegociar el precio de compra pactado (unos 14.000M€) o a desistir de la compra de ciertos activos. Este escenario es difícil de valorar a priori pero los movimientos llevados a cabo por diferentes compañías (por ejemplo, Cellnex) para posicionarse de cara a posibles compras de activos derivados de esta operación, respaldan nuestra teoría. Este escenario es el que consideramos en nuestra valoración. Todo esto pese a que desde Telefónica muestran su confianza en que la operación de O2 culminará sin problemas. En la conferencia con analistas posterior a la presentación de resultados afirmaban que la concentración de espectro derivado de la operación no sería tan alto como para perjudicar la competencia y aludían a las propuestas de Hutchison a la Comisión Europea (congelación de tarifas y mayores inversiones) como muestra de su compromiso con la operación.

¿Cuáles serían las consecuencias de un fracaso en la operación? Además, de no reducir endeudamiento y poner en duda el pago de los dividendos comprometidos, una consecuencia realmente preocupante sería la rebaja de *rating* de la Compañía (actualmente Baa2/BBB/BBB+) que implicaría un aumento de su coste de financiación. En este punto, Telefónica insiste en que ha presentado planes alternativos a las agencias de calificación para, en caso de no cerrar la venta de O2, evitar este escenario. ¿Salida a bolsa de Telxius? Con esta operación estimamos que la Compañía obtendría en torno a 2.300M€, lejos de los 14.000M€ que obtendría por O2... aunque por el momento no han trascendido detalles oficiales de la operación lo que podría implicar una revisión al alza del importe que estimamos.

Equipo de Análisis de Bankinter: Esther Gutiérrez de la Torre (analista principal de este informe)

Ramón Carrasco Pilar Aranda Rafael Alonso Belén San José Eva del Barrio

Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/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.

Resultados 2015: más flojos de lo inicialmente estimado:

Aunque los ingresos aumentaban por encima de lo estimado (47.219M€, +8,7% en términos reportados, por encima de los 46.968M€ esperados) el OIBDA resultaba claramente decepcionante (11.414M€, -17,2%, por debajo de los 14.272M€ esperados) al igual que el BNA (2.745M€, -8,5% vs. 3.424M€ estimados). Es cierto que la cuenta de resultados se vio impactada en 2015 por diferentes extraordinarios, como la provisión por gastos de reestructuración (-3.122M€). Esto explica la importante caída del OIBDA en España. Eso sí, a partir de 2017 verá un impacto positivo de 370M€ en ahorro anual), pero nos preocupa la debilidad en Brasil y el repunte del endeudamiento. En términos de endeudamiento, la deuda financiera neta sobre OIBDA asciende a 54.500M€ (+4.179M€) lo que supone un ratio de apalancamiento (deuda financiera neta sobre OIBDA) de 4,8x, muy superior al del ejercicio anterior (3,7x). Pese a que la Compañía insiste en que con la venta de O2 este ratio caería a niveles en torno a 2,4x, este punto nos sigue preocupando especialmente ya que, como comentábamos, esta operación está lejos de cerrarse. Este punto amenaza además la política de dividendo, pese a que la compañía reitera que pagará 0,75€ por acción en efectivo en 2016 (rentabilidad por dividendo 7,5%) podría tener que recuperar el esquema de dos pagos: uno en efectivo y otro vía *scrip dividend* que sumaran en conjunto los 0,75€ por acción.

En cuanto al resto de objetivos para el conjunto de 2016, pocas sorpresas. Quedaban en línea con lo esperado por el consenso: crecimiento de ingresos superior al +4% interanual, que el margen OIBDA se establezca frente a 2015, que el CapEx/Ventas excluyendo espectro quede entorno al 17%. Y todo ellos una vez más subordinados a la venta de O2...

En conclusión, nuestro recorte en el precio objetivo y recomendación Neutral se fundamenta en: (i) la falta de avances en la operación de O2, (ii) unos resultados 2015/4T15 que presentan sombras tanto en la cuenta de resultados como en el balance y (iii) el riesgo de mayor debilitamiento futuro de las cifras derivado de la alta exposición a Latam.

Ante esto, el principal catalizador que nos llevaría a una posible revisión al alza nuestra valoración sería que la venta de O2 se confirme o que se presenten alternativas suficientemente sólidas en caso de no fructificar. Por ejemplo, una posible OPV de O2 o su venta a otro competidor, escenarios que Telefónica parece estar ya valorando; que la Compañía ofrezca más detalles que nos hagan modificar nuestra estimación sobre el importe de la OPV de Telxius (¿salida a bolsa de un mayor porcentaje, se estima un 30%, de este negocio?); que se confirmen otros movimientos corporativos (¿salida a bolsa de la filial mexicana?).

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2011r	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI ¹⁴⁻¹⁹
Ingresos	62.837	62.356	50.547	43.458	47.219	45.823	45.972	47.216	49.026	51.391	3%
<i>Margen Bruto</i>	70,9%	71,0%	72,8%	73,0%	72,7%	73,4%	74,4%	74,4%	74,4%	74,4%	
OIBDA	20.210	21.231	17.477	13.781	11.414	14.332	15.210	15.238	15.889	16.949	4%
<i>Margen EBITDA</i>	32,2%	34,0%	34,6%	31,7%	24,2%	31,3%	33,1%	32,3%	32,4%	33,0%	
EBIT	10.064	10.798	8.861	6.350	2.897	6.210	7.052	7.025	7.605	8.570	5%
<i>Margen EBIT</i>	16,0%	17,3%	17,5%	14,6%	6,1%	13,6%	15,3%	14,9%	15,5%	16,7%	
BAI	6.488	5.864	5.728	3.073	311	3.365	4.453	4.440	5.030	6.006	12%
BNA	5.403	3.928	4.593	3.001	2.745	3.057	3.334	3.325	3.767	4.498	7%
<i>Tasa de variación interanual</i>		-27,3%	16,9%	-34,7%	-8,5%	11,4%	9,1%	-0,3%	13,3%	19,4%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2011r	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Activo No Corriente	108.800	104.177	89.597	99.448	91.398	92.695	94.317	96.193	98.405	101.026
Activo Circulante	20.823	25.596	29.265	22.900	31.576	22.045	17.502	18.049	18.728	19.576
Total Activo	129.623	129.773	118.862	122.348	122.974	114.740	111.820	114.242	117.133	120.602
FFPP	21.636	20.461	21.185	21.135	17.891	17.217	18.217	19.215	20.345	21.694
Minoritarios	5.747	7.200	6.297	9.186	9.665	6.551	6.932	7.311	7.741	8.255
Pasivo no corriente	14.003	13.993	11.064	11.630	13.432	11.513	11.220	11.463	11.753	12.101
Deuda financiera	66.311	66.853	60.699	59.782	60.070	57.872	53.414	53.280	53.134	52.955
Pasivo Corriente	21.926	21.266	19.617	20.615	21.916	21.587	22.037	22.973	24.159	25.597
Total Pasivo	129.623	129.773	118.862	122.348	122.974	114.740	111.820	114.242	117.133	120.602

Equipo de Análisis de Bankinter Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Jesús Amador Pilar Aranda Belén San José Eva del Barrio

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.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2015e	2016e	2018e	2019e	2020e	VR
+BNA	2.745	3.057	3.334	3.325	3.767	4.498
+Amortizaciones	8.517	8.122	8.158	8.212	8.284	8.380
+Gastos Financieros *(1-t)	2.065	2.349	2.152	2.135	2.118	2.097
- Inversiones en activos fijos	8.672	8.373	8.629	8.822	9.103	9.470
- Inversiones en circulante	655	406	-54	-126	-183	-239
= CFL Operativo	4.000	4.749	5.069	4.975	5.248	5.744
WACC	5,9%					
g	1,0%					
EV	112.270 M€					
- Deuda Neta	51.494 M€					
- Minoritarios	6.551 M€					
EqV	54.224 M€					
Nº acciones	4.975 M					
Estimación DCF	10,9 €/acción					

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 11,1€/acc empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de partes. Establecemos una valoración de 10,9€ a través del primero y de 11,2€ con el segundo. Por tanto, si equiponderamos ambos enfoques llegamos a nuestra valoración final de 11,1€/acc.

Las hipótesis empleadas en el método de descuento de flujo de caja libre operativo se resumen en las tablas adjuntas. Esta valoración implica un potencial de revalorización de alrededor del 11% desde los niveles actuales de cotización.

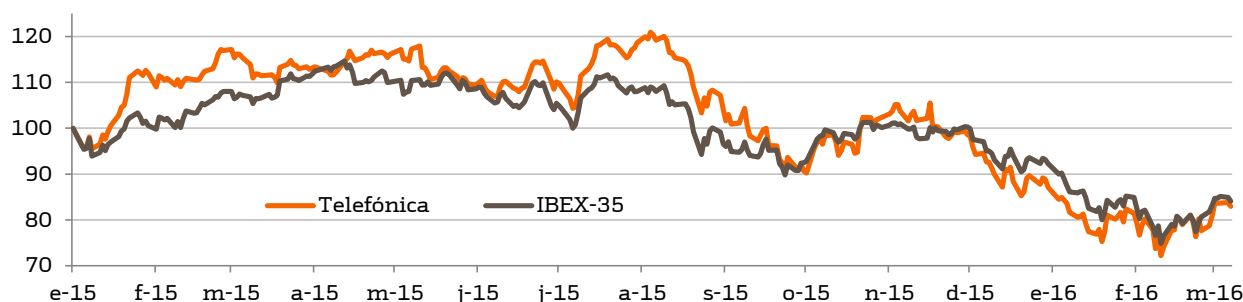
Valoración por Suma de Partes

	EV	EV/EBITDA
España	32.268	11,0 x
Alemania	24.499	10,5 x
Brasil	26.921	6,0 x
Hispanoamérica	35.556	6,5 x
Otros	-5.350	6,0 x
Total	113.894	
- Deuda Neta	51.494	
- Minoritarios	6.551	
EqV	55.849	
Nº acciones	4.975	
Estimación SoTP	11,2 €/acción	

Matriz de Sensibilidad de la Valoración por Flujos de Caja

		Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
		0,3%	0,5%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%	1,8%
WACC	5,2%	11,3	12,4	13,5	14,9	16,4	18,0	20,0
	5,4%	10,4	11,4	12,4	13,6	15,0	16,5	18,2
	5,6%	9,5	10,4	11,4	12,5	13,7	15,0	16,6
	5,7%	9,1	9,9	10,9	11,9	13,0	14,3	15,8
	5,9%	8,3	9,1	10,0	10,9	11,9	13,1	14,4
	6,1%	7,6	8,3	9,1	10,0	10,9	12,0	13,2
	6,4%	6,7	7,3	8,0	8,8	9,6	10,5	11,6
	6,6%	6,1	6,7	7,3	8,0	8,8	9,6	10,6
	6,8%	5,5	6,1	6,7	7,3	8,0	8,8	9,7

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Equipo de Análisis de Bankinter: Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Jesús Amador Pilar Aranda Belén San José Eva del Barrio

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/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.