

2 de febrero de 2016

Cierre de este informe:

7:45 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	16.449	16.466	-0,1%	-5,6%
S&P 500	1.939	1.940	0,0%	-5,1%
NASDAQ 100	4.287	4.279	0,2%	-6,7%
Nikkei 225	17.751	17.865	-0,6%	-6,7%
EuroStoxx50	3.021	3.045	-0,8%	-7,5%
IBEX 35	8.789	8.816	-0,3%	-7,9%
DAX (ALE)	9.758	9.798	-0,4%	-9,2%
CAC 40 (FRA)	4.392	4.417	-0,6%	-5,3%
FTSE 100 (GB)	n.d.	6.255	n.d.	-2,9%
FTSE MIB (ITA)	18.486	18.657	-0,9%	-13,7%
Australia	4.993	5.044	-1,0%	-5,7%
Shanghai A	2.866	2.814	1,8%	-22,6%
Shanghai B	347	341	2,0%	-18,5%
Singapur	2.583	2.602	-0,7%	-10,4%
Corea	1.907	1.925	-0,9%	-2,8%
Hong Kong	19.446	19.596	-0,8%	-11,3%
India	24.871	24.825	0,2%	-4,8%
Brasil	40.570	40.406	0,4%	-6,4%
México	43.631	42.393	2,9%	1,5%

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

Mayores subidas y bajadas

	% diario		% diario
IBEX 35	3,8%	BANCO POPULA	-3,7%
INTL CONS AI	2,3%	BANCO SANTAN	-3,3%
DISTRIBUIDOR	2,2%	REPSOL SA	-3,0%
RED ELECTRIC	2,0%	NOKIA OYJ	-1,3%
EuroStoxx 50	2,0%	VIVENDI	-5,3%
VINCI SA	1,7%	BANCO SANTAN	-3,3%
E.ON SE	1,1%		
IBERDROLA SA	1,1%		
Dow Jones	2,2%	EXXON MOBIL	-2,0%
AMERICAN EXP	1,9%	GENERAL ELEC	-1,6%
NIKE INC -CL	1,7%	3M CO	-1,5%
WAL-MART STO			

Futuros

	Último	Var. Pts.	% día
1er Vcto. mini S&P	1.922,75	-6,00	-0,31%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.017	-12,0	-0,40%
1er Vcto. DAX	9.739,50	-40,00	0,00%
1er Vcto. Bund	162,97	-0,10	-0,06%

Bonos

	01-feb	29-ene	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,47%	-0,49%	1,8pb	-12,40
Alemania 10 añc	0,35%	0,33%	2,6pb	-27,80
EEUU 2 años	0,80%	0,77%	2,4pb	-25,0
EEUU 10 años	1,95%	1,92%	2,8pb	-32,08
Japón 2 años	-0,158%	-0,072%	-8,6pb	-14,90
Japón 10 años	0,055%	0,10%	-4,5pb	-21,00

Diferenciales renta fija en puntos básicos

Divisas

	01-feb	29-ene	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,0888	1,0831	+0,5%	+0,2%
Euro-Libra	0,7544	0,7608	-0,8%	+2,4%
Euro-Yen	131,74	131,21	+0,4%	+0,8%
Dólar-Yen	120,66	120,99	-0,3%	+0,4%

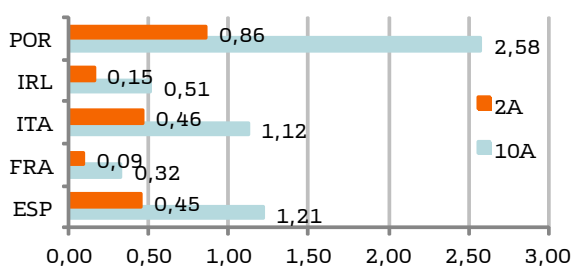
+/- día: en pb: %año: Var. desde cierre de año anterior

Materias primas

	01-feb	29-ene	% día	% año
CRBs	164,02	167,29	-2,0%	-7,2%
Brent (\$/b)	33,48	33,20	0,8%	-6,3%
West Texas(\$/b)	31,62	33,62	-5,9%	-14,6%
Oro (\$/onza)*	1128,40	1118,17	0,9%	6,3%

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

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



Ramón Forcada Eva del Barrio Pilar Aranda
Ana de Castro Jesus Amador Rafael Alonso

Claves del día:

- ✓ España: Var. Parados (enero)
- ✓ EE.UU.: Resultados empresariales

Ayer: "El crudo de nuevo foco de interés."

Consolidación de mercado, nada preocupante y, sobre todo, en línea con lo esperado. Los índices cerraron a la baja con un comportamiento relativo del Ibex (-0,31%) ligeramente mejor que el resto de índices (EuroStoxx 50 -0,89%).

El crudo en EE.UU. cerró con fuertes recortes WTI 31,62\$/brr (-5,95%) que contrastan con el Brent 34,24\$/brr (-1,44%). Por lo que respecta al gas natural: 2,15 \$/Mbtu (-6,35%). Más preocupante es el Baltic Dry index que parece no tener suelo. Última cotización: 314 (-0,95% y iii-34,3%YTD!!!).

La renta fija, un día más, continuó su tendencia positiva. La Tir del Bund quedó en +0,349% y la del 10 años español, en +1,559%. Prima de riesgo: 121,0 (+2,6pb).

Hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	Est.	Ant.
9:00h	ESP	Variación Parados	Ene	m/m	71,0	-55,8
9:55h	ALE	Variación Parados	Ene	m/m	-8K	-14K
11:00h	UEM	Precios Producción	Dic.	m/m	-0,6%	-0,2%
11:00h	UEM	Precios Producción	Dic.	a/a	-2,8%	-3,2%

Próximos días, referencias más relevantes:

X;6:00h	JAP	Conf. Consumidor	Ene		42,5	42,7
X;14:15h	EEUU	Var. Empleo ADP	Ene	000	190k	257k
J;13:00h	GB	Tipos del BoE		%	0,50%	0,50%
J;13:00h	GB	Informe de Inflación BOE				
J;14:30h	EEUU	Product. No Agrícola	4T	t/t	-1,6%	2,2%
J;14:30h	EEUU	Costes Lab. Unitarios	4T	t/t	4,0%	1,8%
J;16:00h	EEUU	Ped. Bs.Durad. ExTTe	Dic	m/m	--	-1,2%
V;8:00h	ALE	Pedidos de Fabrica	Dic	a/a	-1,4%	+2,1%
V;14:30h	EEUU	Var. Empleo No Agric.	Ene	000	205k	292k
V;14:30h	EEUU	Balanza Comercial	Dic	000M\$	-	-
V;14:30h	EEUU	Tasa de Paro	Ene	%/pa.	5,0%	5,0%

Hoy: "EE.UU. y China ayudarán a la sesión."

Para la sesión de hoy esperamos una jornada ligeramente positiva a pesar de la mala evolución del crudo esta madrugada (viene marcando un -1,6%). Sin embargo, la nota positiva proviene de i) EE.UU. que, aunque cerró ligeramente en negativo, la sesión fue de menos a más y ii) China con subidas del CSI300 +1,7%. Por lo que respecta a indicadores macros, hoy tendremos pocas referencias en Europa y ninguna en EE.UU. En la parte doméstica, conoceremos la Variación de Parados (enero). Este dato no moverá mercado. Posteriormente, a las 10:50 Var. Parados en Alemania y a las 11:00 en la eurozona Precios Producción (diciembre) y Tasa de Paro (diciembre).

Más impacto tendrán los resultados trimestrales. En Europa publican 2 compañías (Unibail-Rodamco y LVMH) y en EE.UU. lo harán 31 entre las que destacamos: Dow Chemical; Pfizer; United Parcel Service; Exxon Mobil; y Yahoo!

<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

UEM.- PMI Manufacturero (enero) final: 52,3 (vs 52,3 anterior).

EE.UU.- i) Deflactor del consumo (diciembre) a/a: +0,6%, en línea con lo esperado y +0,4% anterior. En términos intermensuales se redujo hasta -0,1% (vs 0,0% esperado) desde +0,1% anterior revisado al alza desde 0,0%. Si tenemos en cuenta el deflactor en términos subyacentes se aprecia una tendencia de estabilización, repitiendo en el +1,4% (a/a), mientras que intermensualmente se situó en 0% (vs +0,1% estimado) y +0,2% anterior; https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=ASES&subs=IMAS&nombre=EEUU_PCE_deflactordiciembre2015.pdf. **ii) Ingresos personales:** se mantuvo +0,3% (vs +0,2% esperado) y +0,3% anterior. Gastos personales: 0% (vs +0,1% anterior) y +0,5% anterior revisado desde +0,3%; **iii) ISM Manufacturero** (enero): 48,2 (vs 48,4 esperado) y 48,2 anterior. Las partidas que lastraron fueron las Exportaciones (47,0 vs 51,0 ant.) y el Empleo (que retrocede por 2º mes consecutivo hasta 45,9 desde 48); https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=ASES&subs=IMAS&nombre=EEUU_ISM_Manufacturero_Ene2016.pdf. **v) Precios Pagados:** 33,5 en línea con el esperado e igual que el anterior. **Gasto en Construcción:** +0,1% (vs +0,6% esperado) y -0,6% anterior revisado desde -0,4%; **vi) Fischer** (vicepresidente de la Fed) comentó ayer que la reciente volatilidad de los mercados puede ser un signo de ralentización de crecimiento que puede afectar negativamente a EE.UU. Sin embargo considera que es pronto para evaluarlo. A su vez, la caída en el crudo hará que la inflación se mantenga por debajo de lo esperado.

INDIA.- El Banco Central de India mantuvo los tipos sin cambios en el 6,75%, en línea con lo esperado.

AUSTRALIA.- El RBoA ha repetido tipo director esta noche en 2,0% (mínimo histórico; estable desde mayo 2015), como esperado. En su mensaje indica que, aunque sus expectativas sobre el crecimiento son más bien positivas, aún tiene capacidad para seguir bajando si la situación económica lo aconsejase.

Leer más en la web:

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

2.- Bolsa española

GAMESA (Comprar; Pº Objetivo 18,8€/acc.; Cierre 16,9€; Var. -1,3%): El Consejo de Administración decide retrasar su decisión sobre la operación de Compra por parte de Siemens.- Esta decisión ha sido tomada después de que el pasado viernes se reconociera que mantienen conversaciones dirigidas a una posible operación corporativa, aunque estas conversaciones se encontrarían todavía en una fase inicial. Adicionalmente, se ha conocido que Gamesa obtiene un nuevo contrato de suministro en México por 200MW. Pondrá en marcha 95 aerogeneradores y entrará en operación a finales de 2016. **OPINIÓN.-** Lo realmente importante será si finalmente se completa una operación corporativa con éxito y a qué precio. Como ya adelantamos en el [Informe Diario](#) del pasado 29/02, día en el que se publicó la noticia, estimamos que al menos el precio ofrecido debería superar los 17€/acc., nivel que suponía +20% con respecto al cierre del día previo (14,4€/acc., el 28/02), aunque ya no deja casi potencial desde los niveles de cotización actuales. También ese mismo día publicamos una [nota](#) específica sobre Gamesa explicando la posible operación, situando nuestra recomendación en Comprar (vs Neutral anterior) y nuestro Precio Objetivo en 18,8€/acc. Creemos que ahora se inicia un proceso de discretas negociaciones entre Gamesa y Siemens... o tal vez no sólo Siemens, sino también otros posibles interesados, como podría ser también Vestas y/u otros fabricantes de aerogeneradores, aunque esto último es una estimación o conjetura nuestra. En cualquier caso, en nuestra opinión, esta aproximación de Siemens a Gamesa ha abierto un proceso de concentración sectorial en una actividad en que el número de jugadores es reducido, lo que podría contribuir a elevar los posibles precios.

REPSOL (Vender; Cierre: 9,20€; Var. Diaria -3,01%): Bajar el precio de las gasolinas.- Repsol y Cepsa, bajarán el precio de las gasolinas para hacer frente a las gasolineras "low cost". De esta forma intentarán mantener cuota de mercado pero su margen de refino se verá dañado. **OPINIÓN:** Era cuestión de tiempo esta decisión en la medida que el indicador Margen de Refino España era relativamente alto. Según los datos operativos del 4T'15 se sitúa en 7,38\$/brr (vs 5,5\$/brr en 4T'14). Se

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.

aprecia ya la desaceleración tras los niveles anormalmente alto (8,8\$/brr en 3T'15 y 9,1\$/brr en 2T'15 vs aprox. 3,5\$/brr de media histórica).

3.- Bolsa europea

SECTOR PETROLERO: La agencia de rating S&P revisó a la baja la calificación de Shell un grado a A+ desde AA- y comentó que hay muchas probabilidades de que recorte un grado al resto de compañías Europas: BP (A perspectiva Negativa), Total (AA- perspectiva Negativa), Eni (A- perspectiva Negativa), Repsol (BBB- perspectiva Negativa) y Statoil (AA- perspectiva Negativa) ante el deterioro de la cuenta de resultados por la baja cotización del crudo. A su vez, estima un crudo de 40\$/brr para 2016 y 45\$/brr para el 2017 y sucesivos. La compañía que más se puede ver afectada es Repsol que perdería grado de inversión con el consiguiente incremento de los costes de financiación.

NOKIA (Cierre: 5,85€; Var. Día: -11,3%): **Sufre un fuerte retroceso tras firmar un acuerdo de cesión de patentes con Samsung.**- Según el acuerdo alcanzado a través de un proceso de mediación, Samsung pagará *royalties* a Nokia por el uso de patentes en el período comprendido entre 2014 y 2018. A pesar de que Nokia prevé ingresar al menos 1.300 M.€ entre los años 2016 y 2018 por *royalties* derivados de este acuerdo y otras negociaciones en curso con otras compañías por la cesión de patentes, la cotización descendió a mínimos de los últimos 6 meses porque Nokia Technologies, la división que gestiona las patentes de la compañía, espera incrementar sus ingresos anuales en 800 M.€, una cifra inferior a los 900 M.€ anuales estimados por el consenso de mercado. **OPINIÓN:** Esta tendencia de ingresos por patentes inferiores a lo estimado podría continuar, debido a que los fabricantes y comercializadores de teléfonos móviles seguirán presionando a los propietarios de patentes con el objetivo de proteger sus márgenes ante la desaceleración del crecimiento en la demanda de *smartphones*.

SANOFI (Cierre: 76,75€; Var.: +0,3%): **Vacuna contra el virus del Zika.**- Su división de vacunas ha puesto en marcha una investigación de la vacuna en fase de estudio y desarrollo dentro de un proyecto focalizado en el virus Zika. **OPINIÓN:** Sanofi ya tiene experiencia en el campo de las vacunas para los virus de la misma familia que el virus Zika (ZIKV). Cuenta con licencias para vacunas autorizadas contra la fiebre amarilla, la encefalitis japonesa y, más recientemente, el dengue. Esta experiencia se convierte en una enorme ventaja contra sus competidores en la búsqueda de una vacuna Zika, que de conseguirlo sería una noticia muy positiva para la compañía.

UBS (Cierre: 16,68CHF; Var. -0,9%): **Los resultados de 2015 baten las expectativas y el dividendo aumentará hasta 0,85 CHF/acc.**- Principales cifras: Margen Bruto (total ingresos): 30.605 MCHF (+9,2%); Gastos operativos: 25.116 MCHF (-1,8%); BAI: 5.489 MCHF (+123,0%); BNA: 6.203 MCHF (+78,9%) vs 5.750 MCHF esperados. **OPINIÓN:** Los resultados del 4T'15 estanco, muestran signos de debilidad (el BNA se sitúa en 949 MCHF vs 2.068 MCHF en 3T'15) debido a la volatilidad de los mercados de capitales, la caída en el volumen de fondos gestionados en los mercados emergentes (-3.500 MCHF; -9,0%) y a la fortaleza del franco suizo (los ingresos descienden hasta 6.775 MCHF vs 7.170 MCHF en 3T'15). En términos de solvencia, la ratio de capital CET-I alcanza el 14,5% y el ROTE se sitúa en 13,7% (vs 8,6% en 2014). El banco pretende pagar un dividendo extraordinario de 0,25 CHF/acc por lo que el dividendo total aumentaría hasta 0,85 CHF/acc lo que implica una rentabilidad por dividendo del 5,09% a los precios actuales.

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.-

Los mejores: *Utilities* +0,98%; Telecomos +0,93% y Materiales básicos +0,71%.

Los peores: *Oil&Gas* -1,85%; Financieras -0,55%; Industriales -0,29%.

AYER publicaron (compañías más relevantes, BPA 4T frente a consenso de mercado): Aetna (1,37 vs 1,21); Dominion Resources (0,70 vs 0,884); Alphabet (8,67 vs 8,078); Mattel (0,63 vs 0,609); Anadarko (-0,57 vs -1,102).

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.

HOY publican (principales compañías; BPA esperado): Antes de la apertura Pfizer (0,523) y Dow Chemical (0,693); 13:45h UPS (1,418); 14h Exxon (0,638); al cierre del mercado Yahoo! (0,122).

S&P 500, SALDO DE RESULTADOS 4T PUBLICADOS: Con 214 compañías publicadas, el BPA medio ajustado arroja una caída de -3,06% vs -6,7% estimado para el total del S&P 500 antes del inicio de publicación de resultados y frente a -2,32% en el 3T (aunque se esperaba -6,9%). El 76,2% ha batido estimaciones vs 69,5% en el 3T, el 8,9% en línea con las expectativas vs 8,6% en el 3T y el 15,0% ha quedado por debajo vs 21,9% en el 3T.

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: (i) **TWITTER (18,68\$; +11,1%)**, gracias al rumor de que el fondo Silver Lake Partners y Marc Andreessen (cofundador de Netscape) estarían interesados en la firma, información que ha sido desmentida; (ii) **ALERE (54,01\$; +45%)**, ya que Abbot Laboratories llegó a un acuerdo para hacerse con la compañía por 56\$/acción (EV 8.400M\$ incluyendo 2.600M\$ de deuda). Con esta operación Abbot incrementará sus ventas de analíticas hasta 7.000M\$.

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentra: (i) **DOMINION RESOURCES (70,88\$; -1,8%)**, después de anunciar una oferta de compra por su rival Questar por 4.400M\$. Ofrece 25\$/acción en efectivo, lo que supone una prima de +23%. Es un sobreprecio algo elevado, motivo por el que su cotización se vio penalizada. Además, sus cuentas del 4T no convencieron.

ALPHABET (752,0\$; +1,22%): La matriz de Google se ha convertido en la mayor empresa del mundo por capitalización (549.000M\$) después de las subidas que está experimentando tras las presentación de sus cuentas 4T'15 (+5% en el *after market*). Principales cifras 4T'15: Ingresos 21.329M\$ (+18%), BNA 4.923M\$ (+5,3%), BPA 8,67\$ vs 8,078\$ estimado. En cuanto al negocio de publicidad de Google, sus ingresos aumentaron +17% a 19.080M\$ con el número de clicks pagados subiendo +31% vs +21,8% estimado. En conjunto, la compañía atraviesa un buen momento gracias a la favorable marcha de su negocio de publicidad y a Youtube, al tiempo que va explorando nuevas iniciativas ("*other bets*") que puedan ser rentables en el futuro.

YAHOO! (29,57\$; +0,20%): El mercado está esperando que la compañía anuncie nuevas medidas ya que los accionistas estarían presionando a la CEO, Marissa Meyer, para que relance la compañía. En este sentido, se habla de una reducción de la plantilla de un -15% así como del cierre de varias unidades. El anuncio se haría hoy tras la publicación de resultados de esta tarde. En nuestra opinión, esta reestructuración difícilmente será una solución para que su negocio en Internet se recupere frente a la competencia de compañías como Google y Facebook.

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
Rafael Alonso

Ramón Carrasco
Belén San José

Ana Achau (Asesoramiento)
Esther G. de la Torre

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

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

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

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.

Sector Farma

Estrechamiento de márgenes y múltiplos relativos caros.

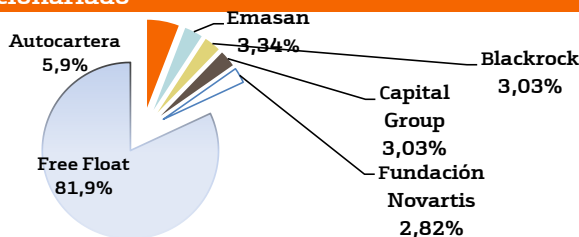
Precio Objetivo: 88,1 CHF

Recomendación: Neutral

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 210.144,0 M€
 Último: 78,5 CHF/acc.
 N° Acciones: 2.677,0 M acc.
 Max / Min (52 sem): 103,2/77,55
 Cód. Reuters / Bloomberg: NOVN.VX / NOVN VX

Accionariado



Principales cifras y ratios

(M \$)	2013r	2014r	2015r	2016e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	57.920	53.634	50.387	49.883	-4,9%
Ebitda	15.835	15.490	14.551	14.158	-3,7%
Mg. Ebitda	27,3%	28,9%	28,9%	28,4%	
BAI	10.807	12.272	8.134	9.597	-3,9%
BNA ex-extraord.	9.309	10.727	7.028	8.350	
Extraordinarios	-17	-447	10.766		
BNA	9.292	10.280	17.794	8.350	-3,5%
BPA (\$/acc.)	3,83	3,76	7,20	3,38	
DPA (\$/acc.)	2,47	2,79	2,69	2,70	
Rent. Divid.	3,1%	3,0%	3,1%	3,5%	
PER	16,4x	21,3x	12,1x	22,8x	
ROE	14%	12%	23%	9%	
DFN/Ebitda	0,7x	0,5x	1,1x	0,8x	
DFN/FF.PP.	0,2x	0,1x	0,2x	0,1x	
EV / Ebitda	13,1x	15,1x	16,0x	14,2x	

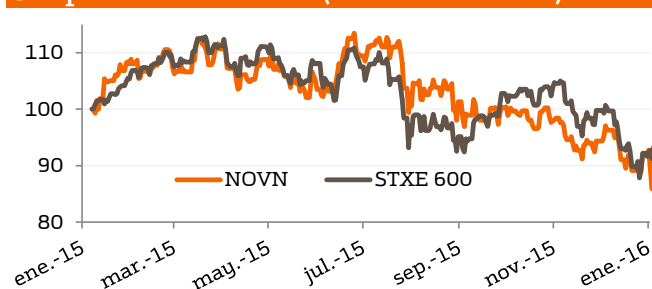
⁽¹⁾TAMI 13/16

Fuente: Análisis Bankinter.

Valoración

Crecimiento sostenible esperado (g)	0,75%
Coste de capital (Ke)	4,0%
Coste de la deuda (Kd)	5,7%
Prima de riesgo (Rp)	4,7%
Tasa libre de riesgo (RFR)	0,4%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	5,3%
Beta (5 años)	0,97
Precio objetivo (CHF/acc.)	88,1
Cotización (CHF/acc.)	78,50
Potencial de revalorización	12%

Comparativa con Ibox35 (últimos 12 meses)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)
 Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso
 Eva del Barrio Pilar Aranda Belén San José

Esther Gutierrez de la Torre Avda. Bruselas 12
 Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento) 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.

Ha presentado unos decepcionantes resultados del 4T'15 y del conjunto del 2015: sin extraordinarios el BNA retrocede -34%. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral y establecemos un Precio Objetivo "orientativo" de 88,1CHF/acc. (potencial +12%), que supone aceptar un PER de 23x (vs. 13x su comparables europeas) y pagar 14x su Ebitda (estimado 2016), que parece caro frente a 11x de la media de sus comparables. El pasado mes de noviembre excluimos el valor de las Carteras Modelo Europeas por el deterioro de márgenes (Mg. Ebitda: 35% en 1T'15, 32% en 2T'15, 31% en 3T'15 y 28% en 4T'15), tendencia que se prolongará, al menos, en el corto plazo.

RESULTADOS (presentó resultados el 27/01/16):

(i) Principales cifras del 4T 2015 comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 12.520M\$ (-4%) vs. 12.800M\$ estimado; Ebit 1.677M\$ (-29%) y Beneficio Neto de operaciones continuadas 1.054M\$ (-57%).

(ii) Principales cifras del conjunto del año comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 49.414M\$ (-5%) vs. 49.933M\$ estimado, Ebitda 14.551M\$ (-6%); Ebit (op. continuadas) 8.977M\$ (-19%) y Beneficio Neto (op. continuadas) 7.028M\$ (-34%), BPA 2,71\$ vs. 2,9\$ estimado. Los dividendos también quedan por debajo de estimaciones: 2,70 CHF/acc. vs. 2,80 CHF/acc. estimado. Para el 2016 esperan que las ventas y los beneficios no varien mucho respecto al 2015, es decir, crecimiento cero. Por otra parte, preparan un plan de reducción de costes para 2020 con un objetivo de 1.000M\$/año.

COMENTARIO:

Estos resultados incluyen plusvalías después de impuestos de 10.766M\$ (antes de impuestos 12.700M\$) que corresponden a las siguientes Operaciones No Continuas: (i) la desinversión en la División de Salud Animal (4.600M\$), (ii) intercambio de activos con GSK (2.800M\$ por el intercambio de su Negocio de Vacunas por la División Oncológica de GSK y 5.900M\$ por la contribución de Novartis en la *jointventure* para desarrollar conjuntamente la rama de *Consumer Healthcare*). Adicionalmente, estas transacciones generaron unos gastos de 600M\$. Por tanto, el negocio de oncología adquiere un peso todavía más relevante (62% de los ingresos desde 56% en 2013), sin embargo la contribución del Ebitda al grupo se está deteriorando (52% desde 59% en 2013).

OPINIÓN:

Se trata unos resultados francamente débiles. No sólo quedan por debajo de las estimaciones de consenso de mercado, sino que quitando las partidas extraordinarias, el BNA retrocede -34%. Novartis adolece de un estrechamiento de márgenes, resultado de unas apuestas que no parecen estar dando el resultado esperado. Durante el 4T los factores que han continuado penalizando las cifras de la compañía han sido, fundamentalmente, dos: (i) La fortaleza del dólar, que seguirá erosionando la cuenta de resultados. (ii) Las ventas de la unidad Alcon (división centrada en la vista y cuidado de los ojos adquirida en 2010/2011 por 41.200M\$) han caído -13% en el 4T'15 (2.349 M\$), acumulando un retroceso en el año de -9%, y el Margen Ebitda ha pasado de 14% en 2012 a 8% en 2015. Además, el *guidance* para Alcon este año no ofrece destacables mejoras (su crecimiento se podría limitar al dígito medio simple hacia finales de año). Teniendo en cuenta los elevados recursos que se han destinado a este negocio, los resultados parecen insuficientes (la contribución del Ebitda de Alcon al grupo ha pasado del 9% en 2012 al 5% en 2015).

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

Sector: Telecom

En manos de la Comisión Europea: la venta de O2 es clave

TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 11,8 €
Recomendación: Neutral

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 47.956 M€
Último: 9,64 €/acc.
Nº Acciones (M.): 4.975 M acc.
Min / Max (52 sem): 8,7€ / 14,30€
Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

Principales cifras	3T15	Var.%	9M15	Var. %
Ingresos	11.919	4,8%	35.337	4,2%
España	2.998	0,2%	8.842	-1,6%
Alemania	1.979	-1,1%	5.828	0,9%
Brasil	2.736	5,2%	8.473	4,9%
Hispanoamérica	3.634	12,6%	10.765	10,9%
Otros	573	n.d.	1.429	n.d.
OIBDA	3.693	4,8%	11.013	3,5%
España	1.335	-2,9%	3.933	-4,2%
Alemania	403	27,8%	1.272	16,2%
Brasil	831	2,0%	2.590	1,1%
Hispanoamérica	1.080	3,0%	3.232	8,5%
Otros	44	n.d.	-14	n.d.
Margen OIBDA	31,0%	-0,20%	31,2%	0%
EBIT	1.589	6,3%	4.657	2,6%
BNA	884		4.577	
BPA	0,17		0,91	

* Cifras en millones de euros
* Var. en términos orgánicos

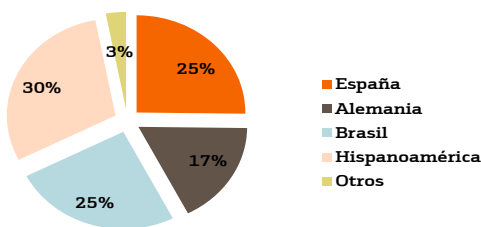
Principales cifras*	2014	2015e	2016e	2017e	TAMI
Ingresos	50.377	46.767	46.960	48.466	-1%
Margen Bruto	69,9%	71,4%	71,4%	71,4%	
OIBDA	15.515	14.934	14.694	15.349	0%
Margen OIBDA	30,8%	31,9%	31,3%	31,7%	
EBIT	6.967	5.883	5.610	6.283	-3%
Margen EBIT	13,8%	12,6%	11,9%	13,0%	
BNA	3.001	3.125	3.613	4.088	11%
% incremento BNA		4%	16%	13%	

* Cifras en millones de euros
* TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Principales ratios	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
PER*	17,8 x	15,0 x	13,0 x	11,5 x	10,4 x
Rent. dividendo*	6,6%	7,8%	7,8%	6,1%	6,7%
BPA (€/acc)	0,64	0,64	0,74	0,84	0,93
DPA (€/acc)	0,75	0,75	0,75	0,59	0,65
DN/FFPP	2,4x	2,7x	2,8x	2,5x	2,3x
DN/OIBDA	3,2x	3,2x	3,9x	3,6x	3,3x
ROE	14%	15%	18%	19%	19%

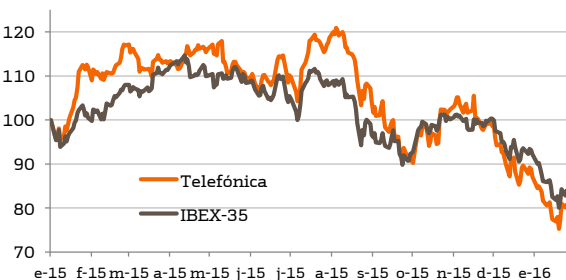
*2014 con cotización de cierre de año. 2015/16/17 con última cotización

Distribución geográfica de ingresos tras salida de Reino Unido



Según estimaciones Bankinter

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Mantenemos nuestra recomendación en Neutral y nuestro precio objetivo en 11,8€ pero cuantificamos el riesgo de que finalmente la operación de O2 se frustre. En este escenario nuestro precio objetivo se vería reducido hasta el entorno de los 9€ y nuestra recomendación pasaría a Vender. Además, insistimos en el riesgo por la exposición a Latam y por la consolidación en el sector. Todo ello sin olvidar que el aumento de los costes por contenidos, que asumirá para defender su apuesta por los servicios de la televisión de pago, puede acabar contrarrestando la mejora de la tendencia de sus cifras en España.

Nuestra opinión:

Mantenemos nuestra recomendación de Neutral y precio objetivo en 11,8€ a la espera de conocer el desenlace de la operación de venta de O2 a Hutchison Whampoa, que podría revelarse durante la primera quincena de febrero. Se trata de una operación clave para la compañía puesto que en principio implicaría recibir una inyección de casi 14.000M€. Además, según la información proporcionada por la compañía, esta operación no generaría en principio minusvalías. Con estos fondos la compañía lograría reducir su endeudamiento (su deuda financiera neta supera los 50.000M€), reforzar el balance y crecer en sus principales mercados. El principal obstáculo para que se consiga cerrar con éxito es la importante reducción de competencia en Reino Unido derivado de la misma: supone la fusión del segundo operador móvil del mercado británico (O2) con el cuarto (Three, controlado por Hutchison) y la reducción de cuatro a tres operadores móviles en dicho mercado.

De no salir adelante esta venta, Telefónica no conseguiría mejorar sus niveles de endeudamiento y su capacidad para pagar dividendos en efectivo quedaría comprometida. Recordemos que en 2016 está previsto el pago de un dividendo de 0,75€ íntegramente en efectivo. La segunda, y más que notable, consecuencia sería un posible empeoramiento del rating de la compañía (actualmente Baa2/BBB/BBB+) que amenazaría con incrementar el coste de financiación de la misma.

Si este escenario se materializara nuestro precio objetivo bajaría hasta el entorno de los 9€ desde 11,8€ actual y la recomendación sobre el valor a Vender desde Neutral. Además, un aspecto relevante a tener en cuenta bajo esta hipótesis es que la rentabilidad por dividendo caería sustancialmente por debajo del 7,9% actual.

Ahora bien, nuestro escenario central sigue siendo la aprobación de la venta. Eso sí, con unas duras condiciones de desinversión de diferentes activos por parte de Hutchinson que pueden derivar en una negociación a la baja del precio de compra de la filial o en el abandono de la compra de ciertos activos. A este respecto nos parecen significativos los movimientos que otras telecos (por ejemplo, Cellnex) están implementando para poder optar a la compra de alguno de estos activos. Ciertamente si el desenlace final fuera el que comentamos, el principal riesgo sería encontrarnos con una situación como la vivida por TeliaSonera-Telenor, que abandonaron su fusión por la dureza de las condiciones impuestas por parte de la Comisión Europea. Aunque insistimos en que éste no es nuestro escenario central.

Aparte de este asunto, volvemos a insistir en que los principales factores de riesgo que afectan a nuestra valoración son:

- Elevada exposición a Latam, sobre todo a Brasil. En 2014 la exposición a Brasil era de un 22% y de un 26% al resto de Latam mientras que en 2015 estimamos que serán de un 25% y de casi el 30% respectivamente. Este riesgo está recogido dentro de nuestra estimación para el WACC (6,4% en nuestro escenario central).

- El proceso de consolidación en el sector teleco español derivará en presiones de precios que ponen en peligro la mejora de márgenes que la operadora viene experimentando en España.

- El aumento de costes por contenido para seguir con su apuesta por la televisión de pago. Así, pagará 2.400M€, importe nada desdeñable, por los derechos de retransmisión de la UEFA, la Liga de Campeones y la Liga española durante las próximas tres temporadas. Y esto sin olvidar el nuevo plan de bajas voluntarias recién anunciado por la compañía que supone una provisión de 2.900M€ que será íntegramente reconocida en las cuentas de 2015. Eso sí, a partir de 2017 este plan generará 370M€ de ahorro anual en OIBDA.

En definitiva, insistimos en que el timing de la compañía no es el mejor, vigileremos de cerca la operación de O2 y actualizaremos nuestra recomendación tras la presentación de resultados prevista para el 26 de febrero.

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)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Paseo de la Castellana, 29
28046 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.

E.ON, RWE: Lo peor ha quedado atrás.

Resumen y opinión.-

Las dos compañías han tomado medidas drásticas para afrontar el nuevo entorno energético en Alemania. Además, el riesgo de nuevas provisiones para hacer frente al apagón nuclear se ha reducido notablemente. Por tanto, pensamos que lo peor habría quedado atrás.

Nuestras preferencias de inversión dentro del sector de las Utilities siguen centrándose en nombres españoles como Iberdrola y Acciona pero pensamos que E.ON podría experimentar una revalorización importante si la reestructuración que está en marcha se completa satisfactoriamente y no hubiera novedades en torno a las provisiones nucleares.

Antecedentes.-

En septiembre del año pasado publicamos una nota llamando la atención sobre la delicada situación de estas dos compañías. Lo hicimos para romper la creencia de que las eléctricas alemanas podían suponer un buen refugio en tiempos de volatilidad de mercado. Pues bien, después de la publicación de la nota, las cotizaciones de E.ON y RWE llegaron a caer -12% y -22%, respectivamente.

Entonces su situación se había visto agravada por las noticias en torno a las provisiones necesarias para hacer frente al apagón nuclear, pero ahora el entorno parece más amigable. Se publicaron los test de estrés para valorar si las provisiones realizadas hasta la fecha eran suficientes y parece que sí lo son. Además, se han sucedido una serie de acontecimientos que nos lleva a mejorar nuestra opinión sobre las compañías.

En esta nota nos centramos en E.ON, ya que RWE dejó de formar parte del Eurostoxx-50 en octubre del año pasado.

Reestructuración de E.ON: ¿de qué estamos hablando?-

E.ON va a separar sus actividades en dos compañías:

1) E.ON, que se focalizará en la actividad de comercialización, renovables (ex-hidráulica) y redes de distribución. También incorporará el negocio de generación nuclear. En conjunto, estas actividades supondrán el 70% aprox. del EBITDA.

2) Uniper, que mantendrá el negocio de generación tradicional (incluyendo la generación hidráulica), el de exploración y producción y las actividades de *trading* de energía (30% del EBITDA).

La estrategia avanza según lo previsto y la segregación se hará efectiva en la segunda mitad de 2016. Entonces, E.ON entregará acciones de Uniper a sus actuales accionistas (se deshará de una participación mayoritaria) y en el medio plazo terminará por salir totalmente de la compañía.

Los detalles financieros se desvelarán en el mes de mayo. En principio, E.ON mantendrá el grueso de la deuda de la compañía por lo que Uniper nacerá sin apenas deuda, si bien se apalancará enseguida, y con los activos ya provisionados.

¿Qué consecuencias tendrá todo esto?

La cotización de E.ON se ha estado viendo penalizada por la incertidumbre en torno a las nucleares, a la mala marcha del negocio de generación convencional y a la tendencia de reducción de emisiones de CO2.

Con la publicación de los *tests* de estrés, el primer riesgo queda neutralizado ya que se descarta el peor escenario en relación al apagón nuclear. Así, la compañía no tendrá que aumentar sus

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Eva del Barrio <http://broker.bankinter.com/>
Ramón Forcada Pilar Aranda Rafael Alonso Jesús Amador Belén San José <http://www.bankinter.com/>
Esther G. de la Torre Ana de Castro Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento) Paseo de la Castellana, 29
Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP> 28046 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 de su ratón.

provisiones y, por tanto, no se va a ver forzada ni a suprimir el dividendo, ni a ampliar capital, ni a aumentar su nivel de deuda, como se barajaba hace unos meses.

En cuanto a los otros dos riesgos, se salvan con el plan de segregación de actividades. Como hemos visto, E.ON pasa a estar centrada en negocios regulados, que cotizan a múltiplos más altos, y a energías limpias.

Cuadro 1.- Cifras E.ON (las cuentas 2015 se presentan el 9 de marzo).

Mill €.	2015	2016	% a/a
EBITDA	7.300	7.000	-4%
BNA	1.590	1.470	-8%
EV/EBITDA	3,6 x	3,9 x	
PER	11,7 x	12,3 x	

Fuente: Bloomberg, Análisis Bankinter.

Cuadro 2.- Estimaciones tras *spin-off*.

Mill €.	E.ON	Uniper
EBITDA	4.900	2.100
BNA	1.103	368

Fuente: Bloomberg, Análisis Bankinter.

Por tanto, E.ON debería empezar a cotizar a los múltiplos propios de las compañías reguladas. Así, realizamos dicho ejercicio y presentamos una tabla de sensibilidad en función de los múltiplos EV/EBITDA y PER (tomando el promedio resultante de la valoración que resulta en cada caso). Tal y como recoge el Cuadro 3, el punto central de la tabla quedaría en 11,6€/acción, lo que implica un potencial de revalorización en torno al 20%.

Cuadro 3.- Estimación Precio Objetivo y potenciales de revalorización.

Estimación Pº Obj. en función de multiplicadores						Potencial de revalorización					
PER \ EV/EBITDA	7 x	8 x	9 x	10 x	11 x		7 x	8 x	9 x	10 x	11 x
14 x	8,6	9,8	11,1	12,3	13,5	14 x	-9%	4%	17%	30%	43%
15 x	8,9	10,1	11,3	12,6	13,8	15 x	-6%	7%	20%	33%	46%
16 x	9,2	10,4	11,6	12,8	14,1	16 x	-3%	10%	23%	36%	49%
17 x	9,4	10,7	11,9	13,1	14,3	17 x	0%	13%	26%	39%	52%
18 x	9,7	10,9	12,2	13,4	14,6	18 x	3%	16%	29%	42%	55%

Datos elaborados por Análisis Bankinter.

Dicho esto, también tendríamos que tener en cuenta cómo quedarían los niveles de deuda tras el *spin-off*:

E.ON mantendría el grueso de la deuda financiera de la compañía (DFN'16e 4.800M€) y las obligaciones de jubilación de unos 44.500 empleados (unos 16.900M€). Por tanto su deuda neta total rondará los 21.700M€. Esto implica un ratio sobre el EBITDA'16e de 4,4x, algo elevado en relación a sus comparables, lo que podría limitar su potencial.

En cuanto a Uniper, nacerá sin apenas deuda financiera pero enseguida se apalancará y además tendrá que hacer frente a las obligaciones de jubilación de sus 14.000 empleados (unos 5.300M€).

Conclusión.-

Parece que queda descartado el peor escenario en relación al apagón nuclear. Así, E.ON no se va a ver forzada ni a suprimir el dividendo ni a ampliar capital ni a aumentar sus niveles de deuda. Dicho esto, la compañía tiene que continuar con sus planes de ventas de activos pero eso entraría dentro de la profunda reestructuración que está en marcha. Con todo, la presión vendedora sobre

el título se ha relajado sobremanera y desde mínimos E.ON ha recuperado +34% (y todavía podría continuar revalorizándose según nuestras estimaciones).

Creemos que la estrategia de segregación es positiva ya que implica separar dos tipos de negocios con perfiles de riesgo diferentes, lo que permitirá "cristalizar" el valor de las actividades más estables y predecibles.

Haciendo el ejercicio de valorar E.ON con los múltiplos propios de una compañía regulada obtendríamos un precio objetivo en el entorno de 11,6€/acción, que implica un potencial de revalorización en torno a +20% que nos lleva a mejorar la recomendación hasta Comprar desde Neutral (en octubre pasado ya mejoramos la recomendación desde Vender hasta Neutral).

Ahora bien, como el capítulo nuclear no está cerrado definitivamente y la reestructuración no se ha ejecutado por completo, tenemos que advertir sobre el riesgo de la recomendación, siendo sólo adecuada para los perfiles más agresivos (de hecho E.ON presenta una beta de 1,15 frente al Eurostoxx-50).