

13 de noviembre de 2015

Cierre de este informe:

7:45 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	17.448	17.702	-1,4%	-2,1%
S&P 500	2.046	2.075	-1,4%	-0,6%
NASDAQ 100	4.589	4.637	-1,0%	8,3%
Nikkei 225	19.597	19.698	-0,5%	12,3%
EuroStoxx50	3.388	3.448	-1,8%	7,7%
IBEX 35	10.144	10.377	-2,2%	-1,3%
DAX (ALE)	10.783	10.908	-1,1%	10,0%
CAC 40 (FRA)	4.857	4.953	-1,9%	13,7%
FTSE 100 (GB)	6.179	6.297	-1,9%	-5,9%
FTSE MIB (ITA)	21.859	22.385	-2,3%	15,0%
Australia	5.051	5.126	-1,5%	-6,6%
Shanghai A	3.781	3.805	-0,6%	11,6%
Shanghai B	378	377	0,3%	30,1%
Singapur	2.923	2.959	-1,2%	-13,1%
Corea	1.973	1.993	-1,0%	3,0%
Hong Kong	22.408	22.889	-2,1%	-5,1%
India	25.598	25.867	-1,0%	-6,9%
Brasil	46.884	47.065	-0,4%	-6,2%
México	44.121	44.348	-0,5%	2,3%

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

Majores subidas y bajadas			
	% diario		% diario
Ibex 35			
ENDESA	0,3%	REPSOL SA	-7,3%
AMADEUS IT H	0,3%	ARCELORMITTA	-6,2%
AENA SA	-0,1%	SACYR SA	-5,5%
EuroStoxx 50	% diario		% diario
SIEMENS AG-R	1,9%	UNICREDIT SP	-5,5%
ENGIE	1,5%	AIRBUS GROUP	-3,7%
MUENCHENER R	0,0%	BANCO SANTAN	-3,7%
Dow Jones	% diario		% diario
UNITED TECH	1,0%	CATERPILLAR	-4,5%
CISCO SYSTEM	0,0%	EXXON MOBIL	-2,7%
WALT DISNEY	-0,3%	CHEVRON CORP	-2,5%

Futuros			
	Último	Var. Pts.	% día
*Var. desde cierre nocturno.			
1er Vcto. mini S&P	2.042,75	2,25	0,11%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.386	27,0	0,80%
1er Vcto. DAX	10.787,00	76,00	0,00%
1er Vcto. Bund	156,33	-0,05	-0,03%

Bonos				
	12-nov	11-nov	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,36%	-0,36%	0,4 pb	-25,80
Alemania 10 añc	0,61%	0,61%	-0,2pb	6,70
EEUU 2 años	0,87%	0,87%	-0,4pb	20,6
EEUU 10 años	2,31%	2,33%	-1,9pb	14,04
Japón 2 años	0,005%	0,005%	0,0pb	2,60
Japón 10 años	0,302%	0,32%	-1,7pb	-2,90

Diferenciales renta fija en puntos básicos

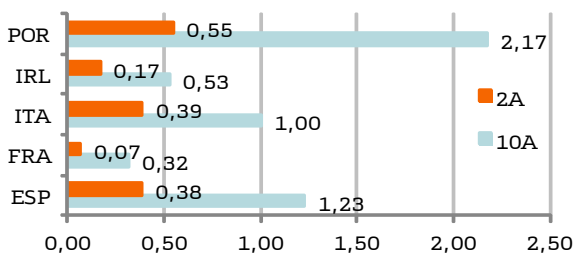
Divisas				
	12-nov	11-nov	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,0814	1,0743	+0,7%	-10,6%
Euro-Libra	0,7099	0,7062	+0,5%	-8,6%
Euro-Yen	132,58	131,98	+0,5%	-8,5%
Dólar-Yen	122,68	122,61	+0,1%	+2,4%

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

Materias primas				
	12-nov	11-nov	% día	% año
CRBs	186,94	188,86	-1,0%	-18,9%
Brent (\$/b)	43,34	44,95	-3,6%	-22,3%
West Texas(\$/b)	41,75	42,93	-2,7%	-21,6%
Oro (\$/onza)*	1085,22	1086,32	-0,1%	-8,4%

\* 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:

- ✓ PIB del 3T '15 en la UEM
- ✓ Ventas minoristas y Confianza U.Michigan en EE.UU.

**Ayer: "La Fed y el crudo preocupan."**

Las bolsas mantuvieron un tono negativo en una sesión marcada por la caída del precio del petróleo, la comparecencia de Draghi ante el Parlamento Europeo y las declaraciones de Bullard, Dudley, Fisher y Yellen. **El presidente del BCE considera que los riesgos para la UEM han subido y en EE.UU Bullard alerta del riesgo de mantener una política monetaria acomodaticia durante demasiado tiempo, Dudley entiende que las condiciones para subir tipos podrían alcanzarse pronto y Fisher recordó que una subida de tipos podría ser apropiada.**

Día/hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	(e)	Ant.
9:00h	ESP	IPC, final	Oct.	a/a	-0,7%	-0,9%
11:00h	UEM	PIB	3T	a/a	+1,7%	+1,5%
14:30h	EE.UU.	Vtas minoristas (G.C.)	Oct.	m/m	+0,4%	-0,1%
14:30h	EE.UU.	Precios Producción	Oct.	m/m	+0,2%	-0,5%
16:00h	EE.UU.	Confianza U.Michigan	Nov.	Índice	91,5	90,0
s/h	ITA	S&P revisa el Rating de la deuda				

Próximos días, referencias más relevantes:

L;0:50h	JAP	PIB (t/t anualizada)	3T P		-0,3%	-1,2%
L;11:00h	UEM	IPC	Oct F	a/a	--	0,0%
M;11:00	ALE	ZEW Sentim. Econ.	Nov	Ind.	--	1,9
M;14:30	EEUU	IPC	Oct	a/a	0,1%	0,0%
M;15:15	EEUU	Prod. Industrial	Oct	m/m	0,1%	-0,2%
X;14:30h	EEUU	Permisos Construcción	Oct	000	1140	1103
X;14:30h	EEUU	Viviendas iniciadas	Oct	000	1155	1206
J;s/h	JAP	Actas del BoJ				
J;16:00h	EEUU	Indicador Adelantado	Oct		0,5%	-0,2%
V;16:00h	UEM	Confianza consumidor	Nov A	Ind.	--	-7,7

**Hoy: "El PIB en la UEM decepcionará."**

En la UEM conoceremos *el PIB del 3T'15*. El consenso espera un crecimiento de +0,4% t/t pero esperamos que el dato real sea inferior en base a: (i) la producción industrial muestra signos de debilidad, (ii) el crecimiento en Alemania se ha ralentizado en el 3T'15 (+0,3% t/t vs +0,4% t/t anterior) y (iii) alcanzar la misma tasa de crecimiento que en el 2T'15 es un reto teniendo en cuenta la coyuntura internacional. En EE.UU, las cifras de actividad y confianza confirmarán la fortaleza de la economía soportando la visión sobre una posible subida de tipos en la próxima reunión de la Fed. **En este entorno lo más sensato es ser prudente y nuestro razonamiento es el siguiente:** (i) los índices de volatilidad están volviendo a subir y (ii) los resultados empresariales en EE.UU dejan un sabor agrisado con un BPA que se comporta mejor de lo esperado pero que continúa en terreno negativo. La buena noticia es que el mercado de bonos europeo confía en que Draghi introducirá más estímulos monetarios en la próxima reunión del BCE (prevista para 2 y 3 de diciembre).

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](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

**ESPAÑA.- Fitch ha rebajado 2 escalones a Cataluña**, desde BBB- hasta BB (bono basura) y le asigna Perspectiva Negativa (es decir, el próximo movimiento más probable sería también a la baja), en base a los siguientes 2 argumentos: (i) Fragilidad en términos de liquidez en combinación con la persistencia de déficits fiscales (estima 20% s/PIB acumulado para el periodo 2015/17). (ii) Incertidumbre sobre si el Gobierno le seguirá dando acceso al FLA (Fondo de Liquidez Autonómica) a pesar de las tensiones que se producirán entre ambas partes. Sorprendentemente, aunque de forma colateral, se alude a "posibles disturbios sociales" (textualmente "civil disruption"). Recordamos que S&P ya tenía Cataluña en bono basura desde antes de octubre (BB) y, a pesar de ello, en dicho mes le bajó la calificación otro escalón más, hasta BB- (es decir, hasta el tercer nivel a partir del cual se considera como bono basura o especulativo). La nota de Fitch puede consultarse en el siguiente enlace: <https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/pressrelease?id=993918>

**UEM.- (i)** La producción industrial descendió en septiembre más de lo esperado al registrar una caída de -0,3% m/m vs -0,1% vs -0,4% anterior (revisado desde -0,5%). En tasa interanual, aumenta +1,7% vs +1,3% esperado vs +2,2% anterior (revisado desde +0,9%).

**EE.UU.-** Las peticiones semanales de desempleo se mantienen estables en 276 k vs 270 k esperado vs 276 anterior y el desempleo de larga duración aumenta ligeramente hasta 2.174 k vs 2.155 k esperado vs 2.163 k anterior. Las solicitudes de desempleo se mantienen en niveles sustancialmente inferiores a 300 k confirmando así la fortaleza del mercado laboral.

**ALEMANIA:** El PIB (dato preliminar) desaceleró una décima en el 3T'15 hasta +0,3% t/t (en línea con lo esperado) aunque en tasa interanual aumenta +1,8% vs +1,8% esperado vs +1,6% anterior.

**JAPÓN:** La producción industrial (dato final) descendió en septiembre -0,8% vs -0,9% anterior y la utilización de la capacidad productiva aumentó en el mismo mes 1,5% m/m vs -0,9% m/m anterior.

**SECTOR PETROLERO:** El vice Ministro de la Energía de Irán (Houshang Falahatian) confirmó ayer que la producción de crudo de su país en 2016 será de 4,3Mbrr (vs 2,7Mbrr actual) una vez se implemente el levantamiento de las sanciones internacionales. De ser así, esto supondrá incorporar al mercado +1,6Mbrr/d lo que incrementará el exceso de oferta actual, que estimamos entre 1,5Mbrr/d y 2Mbrr/d. Por otro lado, se publicaron las cifras semanales de inventarios de crudo en EE.UU. con un incremento de +4,22Mbrr (vs +1,01Mbrr esperados y +6Mbrr comunicados por API el martes). Más malas noticias para el sector y la cotización del crudo lo reflejó (WTI -2,75% y Brent -3,82%). El sector petrolero debería seguir haciéndolo mal en la sesión de hoy.

Leer más en la web:

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

## 2.- Bolsa española

**AENA (Neutral; Pr. Objetivo: 101,0€; Cierre: 100,35 €): Los resultados del 3T'15 superan las expectativas.-** Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos: 2.689,7 M.€ (+12,3%); Ebitda 1.592,4 M.€ (+11,6%); BNA 639,2 M.€ (+84%), BPA de 2,42 frente a 2,06 € estimado. El beneficio neto se ha visto favorecido por unas deducciones fiscales extraordinarias en el cálculo del IS. El crecimiento de los resultados operativos se debe al buen comportamiento del tráfico aéreo (+5,2%), que ha permitido impulsar los ingresos del negocio aeronáutico, la contribución positiva del aeropuerto de Luton y la evolución positiva del negocio comercial, cuyos ingresos se incrementaron +17,7%. **OPINIÓN:** La cotización se debería ver respalda por el aumento de ingresos a pesar de la recuperación de los incentivos a las compañías aéreas para aumentar los vuelos, la mejora de las cifras operativas que mantienen el elevado ritmo de crecimiento de los anteriores trimestres, un margen Ebitda que se mantiene en niveles superiores al 59%, y la reducción de -11,2% en la deuda neta.

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](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.

**ACS (Neutral; Pr. Objetivo: 33,60€; Cierre: 30,05€): Presenta resultados levemente inferiores a las expectativas con una significativa reducción de la deuda.-** Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Reuters): Ingresos 26.366 M.€ (+3,6%) frente a 26.455 M.€ estimado; Ebitda 1.816 M.€ (+4,7%) frente a 1.828 M.€ estimado; BNA 574 M€ (+4,2%). El aumento de los ingresos se debe al crecimiento de la actividad en América (+24,5%), que ya representa el 45,2% de las ventas totales del grupo y ha permitido compensar la caída de ingresos en Asia Pacífico (-12,9%) por la menor contratación de las compañías mineras a su filial Cimic. Los negocios de construcción y medio ambiente han registrado un crecimiento de +2,1% y +47,5% respectivamente, mientras el área de servicios industriales retrocede -4,4% como consecuencia de la venta de activos renovables en 1T'15. La deuda neta se sitúa en 3.880 M.€ lo que implica una reducción de -33,9% con respecto al mismo período de 2014 gracias a la venta de John Holland y Leighton Services, la salida a bolsa de Saeta Yield y la mejora operativa en Australia. **OPINIÓN:** El impacto inmediato de estos resultados en la cotización debería ser levemente bajista, ya que las principales magnitudes operativas han registrado crecimientos inferiores a lo estimado por el consenso. Sin embargo, en el medio plazo la cotización se debería mantener soportada por la reducción de deuda hasta un nivel equivalente a 1,5x Ebitda y el incremento de +3,7% de la cartera total, que debería proporcionar mayores ingresos por la apreciación del dólar (el 38,5% está concentrado en América, con importante presencia en EE.UU.)

**SACYR (Vender, Cierre 2,2€; Var. Día: -5,5%): Registra un fuerte incremento del beneficio neto por las plusvalías en la venta de Testa.-** Cifras principales acumuladas 9M15: Ingresos 2.123 M.€ (+15,3%); Ebitda 146 M.€ (+51,3%); BNA 532 M.€. Los resultados están condicionados por varios efectos no recurrentes: las plusvalías brutas de 1.280 M.€ en la venta de Testa a Sacyr y un impacto negativo de 373 M.€ derivado del ajuste a valor razonable de la participación en Repsol. El beneficio neto excluyendo atípicos se habría situado en 75 M.€. **OPINIÓN:** A pesar de que los resultados operativos mejoran por el incremento de la actividad internacional y de que la compañía ha conseguido reducir su deuda neta en un 20,8% durante el 3T'15 hasta 4.224 M.€, la cotización seguirá penalizada por la participación de 8,7% en Repsol, que Sacyr tiene valorada en 17,5 € por acción, un 55% por encima del valor de mercado de Repsol según el cierre de ayer.

**OHL (Vender; Pr. Objetivo: 8,0€; Cierre: 6,443€): Descenso de los beneficios por la caída del Ebitda en el área de Concesiones.-** Cifras principales del 3T'15: Ingresos 3.132,2 (+22,9%); Ebitda 71,8,8 (-7,5%); Ebit 493,6 (-25,3%); BNA 70,1 M.€ (-19,9%). **OPINIÓN:** A pesar del crecimiento de las ventas en el período, la cotización se puede ver penalizada por la caída del Ebitda de Concesiones (negocio que genera el 79,3% del Ebitda del grupo) debido al descenso de la aportación por rentabilidad garantizada de las autopistas de México.

**ABENGOA (Neutral; Pº Objetivo (Clase B) 1,2 €/acc.; Cierre: 0,98€; Var. Día: -2,19%): Hoy publica rds 3T'15 y podrían comunicar pérdidas significativas.-** Hoy a cierre de mercado presenta resultados de 3T'15. Según filtraciones a prensa, podría anunciar pérdidas superior a los 1.000M€. No hay estimaciones de consenso de mercado. El motivo sería reconocer que varios de los proyectos que estaba desarrollando en realidad son fallidos. Especialmente, algunos contratos que la compañía tiene en Latinoamérica y cuya viabilidad está en el aire por falta de financiación. **OPINIÓN:** Esta noticia podría deberse a la entrada del Corporación Financiera Gonvarri en el accionariado de la compañía y haya solicitado una limpieza de balance y de la cartera de proyectos. Lo razonable es que la cotización tenga un mal comportamiento en la sesión de hoy.

**IAG (Comprar; Pr. Obj: 9,8€; Cierre 8,423€).- Emitirá 1.000M€ en bonos convertibles en acciones.-** El precio de conversión se ha fijado en 13,8088€ que supone una prima de +62,5% sobre su cotización media. La emisión se realizará en dos tramos: (i) 500M€ con vencimiento 2020 a tipo interés fijo de 0,25% anual y (ii) 500M€ a tipo fijo 0,625% anual y vencimiento 2022. La emisión efectiva se llevará a cabo el 17 de noviembre. **OPINIÓN:** La operación, a priori, no es negativa para para el accionista: (i) Por un lado, destinará los fondos a financiar la compra de Aer Lingus, amortizando el préstamo puente solicitado para ello. (ii) La emisión contiene una cláusula referente a los dividendos con el fin de proteger el pago de los mismos y trasladar la intención de la aerolínea de consolidar el pago del dividendo. (iii) Si llegado el vencimiento los bonistas decidieran recibir acciones, IAG tendría que hacer una ampliación de capital (lo que sería dilutivo para el accionista) pero también podría pagar con

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](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.

autocartera (esto no restaría valor para los accionistas). No obstante, IAG tiene la opción de amortizar anticipadamente la totalidad de los bonos a partir de 2020 los del 1er tramo y en 2022 los del 2º tramo. Por tanto, hay que esperar hasta dentro de tres y cinco años para valorar el impacto definitivo.

### 3.- Bolsa europea

**ENEL (Comprar; Cierre: 4,02€; Var. Día: -2,0%): Buenos resultados.-** Principales cifras de sus cuentas 9M'15 recién publicadas comparadas con el consenso de Reuters: Ingresos 55.998M€ (+3,6%), EBITDA 12.161M€ (+4,9%), EBITDA recurrente 11.888M€ (+3,7%) vs 11.552M€ estimado, EBIT 6.308M€ (-11,7%), BNA 2.089M€ (+7,3%), BNA recurrente 2.641M€ (+42%). Todas las regiones aumentan su EBITDA con la excepción de Italia. La DFN se sitúa en 39.357M€ vs 37.383M€ en dic'14. Las inversiones suman 4.680M€ en el período. Por otro lado, la compañía ha reafirmado sus objetivos de 2015. **OPINIÓN:** Los resultados baten las expectativas y confirman que la compañía está cerca de lograr sus objetivos anuales (EBITDA 15.000M€, BNA 3.000M€). El EBITDA 9M'15 recoge una reversión parcial de unas provisiones por los residuos nucleares en Eslovaquia una vez ha cambiado la regulación. El EBIT cae por un impacto negativo en el 3T de -1.600M€ de *impairment losses* de sus activos en Rusia, Rumanía y Eslovaquia. El BNA se ve impulsado gracias a la caída de los costes financieros y a menores impuestos así como por la reversión de provisiones. Vigilaríamos el incremento de la deuda si bien debería reducirse gracias a las desinversiones planeadas (del orden de 5.000M€). Hoy realizarán una *conference call* de resultados pero lo relevante llegará el próximo 18 de noviembre con su actualización estratégica donde explicarán la integración de sus activos en Latam y darán pistas de la compra del 30% que no poseen de EGP, entre otros aspectos.

**ROCHE (Cierre: 266,8CHF; Var. Día: +0,04%): Vende la planta de España (Madrid, Leganés).-** El objetivo es optimizar su capacidad productiva mundial orientada a la expansión en el área biotecnología. **OPINIÓN:** Esta decisión estratégica afectará también a las plantas de fabricación de principios activos (la de Clarecastle en Irlanda, Florence en EE.UU.) y a la de comprimidos de Italia (Segrate). La fábrica de Madrid, con 250 empleados, está especializada en comprimidos y cápsulas de gelatina dura. Está previsto que la venta se materialice en 2016, por el momento no se conocen más detalles de la operación.

**ROLLS ROYCE (Cierre: 536,5 GBP; Var. Día: -19,6%).- Anuncia un nuevo *profit warning*:** Rebajaba ayer sus previsiones de beneficio para 2016 en 650MGBP ante las perspectivas de menor demanda de repuestos y servicios de mantenimiento (el consenso de mercado anticipaba un beneficio de 1.050MGBP en 2016 antes de la rebaja). Además, aunque mantenía el *guidance* de beneficio para este año sin cambios respecto al anunciado en julio (1.300/1.500MGBP), anunciaba que se situará en la parte baja del rango estimado. **OPINIÓN:** Malas noticias aunque no del todo sorprendentes: se trata de la quinta rebaja de *guidance* en los últimos 20 meses. La compañía atraviesa un momento muy complicado ante la debilidad de sus tres principales áreas de negocio y se ha visto obligada a lanzar un plan de reestructuración encaminado a reducir gastos fijos en un rango entre 150/200MGBP por año para tratar de reconducir la situación a partir de 2017. Además, anuncia que revisará la política de retribución al accionista y es previsible que la rebaje significativamente.

### 4.- Bolsa americana y otras

#### S&P por sectores.-

**Los mejores:** Tecnología -0,8%; Telecomos -0,9%; Servicios de Consumo -0,9%

**Los peores:** Petróleo & Gas -2,4%; Materiales Básicos -2,0%; Salud -1,8%

Entre las compañías que MEJOR EVOLUCIÓN presentaron ayer destacan: (i) KOHL'S (45,79\$; +6,1%) batió expectativas trimestrales: Ventas 4.430M\$ vs 4.400M\$ esperados; Ventas comparables +1%, como esperado; Margen Bruto 37,1% vs 37,3% esperado; BPA 0,750\$ vs 0,689\$. Esto le permitió ayer

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](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.

disfrutar de un fuerte rebote, sobre todo como reacción contraria a su fuerte caída del lunes (-4%), que fue debido a unas malas perspectivas de ventas que finalmente no se han cumplido.

Entre los valores que PEOR EVOLUCIÓN ofrecieron ayer se encuentran: (i) NORSTROM (63,47\$; 1,9%, pero cayó hasta 51,20\$ (-19,3%) en el mercado fuera de hora) es otro *retailer* que, como Macy's anteayer, publicó ayer después del cierre resultados trimestrales flojos (BPA 0,570\$ vs 0,720\$) debido a un *timing* peor de lo esperado para la industria (*retailers* "físicos") porque el consumidor americano parece que no está reaccionando tan positivamente como se esperaba al abaratamiento de la gasolina y las visitas a los centros comerciales no se están reactivando como se esperaba, debido también a un clima más cálido que otros años (y parece que las perspectivas en este sentido para el 4T son similares). Simplificando algo el enfoque sobre esto, parece que las tendencias de consumo en EE.UU. se están moviendo positivamente hacia autos, casas (aunque se trata de una inversión y no de consumo) y tecnología de última generación que proporciona "prestigio social", como iPhones, etc, antes que realizar una actividad de consumo según el patrón convencional e histórico americano consistente en desplazarse a centros comerciales y grandes almacenes. Esto está castigando las cotizaciones de muchos *retailers*. (ii) ADVANCED AUTO PARTS (164,64\$; -15%) publicó cifras trimestrales que decepcionaron al mercado y eso forzó que su CD dimitiera, lo que de alguna forma da la razón al hedge fund Starboard que tiene un 3,7% de la compañía y lleva tiempo presionando al equipo gestor para que realice cambios estratégicos que éste ha venido resistiéndose a adoptar.

**AYER publicaron** (principales compañías; BPA real vs esperado): Kohl's (0,750\$ vs 0,689\$), Nordstrom (0,570\$ vs 0,720\$), Advance Auto Parts (1,950\$ vs 2,086\$); Viacom (1,540\$ vs 1,546\$), Applied Materials (0,290\$ vs 0,288\$) y Cisco (0,590\$ vs 0,563\$).

**HOY publican** (principales compañías; hora; BPA esperado): Tyco (Antes de la apertura; 0,609\$).

**S&P 500, SALDO DE RESULTADOS 3T PUBLICADOS:** Con 459 compañías publicadas (92% del total), el BPA medio ajustado arroja una caída de -2,52% vs -6,9% estimado para el total del S&P 500 antes del inicio de publicación de resultados, por lo que a estas alturas ya se puede afirmar que, en general, las compañías americanas han batido expectativas, aunque la variación del BPA no ha llegado a situarse en positivo. El 70,1% han batido estimaciones, el 7,9% en línea con las expectativas y el 22,1% han quedado por debajo. El mix cualitativo parece ha empeorado ligeramente en los últimos días. En nuestra opinión, parece razonable la evolución prácticamente plana que el S&P500 está ofreciendo este año (-0,6% hasta ayer) teniendo en cuenta que el BPA'15 esperado (conjunto del ejercicio) es -0,1% (aunque nos parece probable que la cifra real sea algo mejor, ligeramente en positivo). Conviene tener presente que, *ceteris paribus* (es decir, suponiendo constantes el resto de variables), las bolsas deben ofrecer una evolución parecida a la de los resultados empresariales... y, en el caso americano, es probable que la Fed aplique una subida de tipos en su reunión del 15/16 de diciembre (y que debería tener continuidad en otra más u otras 2 más que se aplicarían en 2016), lo que no debería ayudar en absoluto a las valoraciones y tampoco, por tanto, a las cotizaciones. Como referencia y en lo que se refiere a los resultados empresariales americanos (S&P500), hasta ahora su evolución trimestral en 2015 ha sido la siguiente: BPA 1T +1,6%; BPA 2T -0,5%; BPA 3T (provisional) -2,5%. La estimación para el 4T es -1,5%, aunque pensamos que la realidad será algo mejor (¿+1%/+2%?).

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](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.

**Bancos españoles**

Nuevo Precio Objetivo: 3,65 €/acc (vs 5,0 €)

Recomendación: Neutral (sin cambios)

12-nov.-15

**Datos Básicos (mercado)**

Capitalización (M €): 7.324 M€  
 Último 3,44 €/acc.  
 N° Acciones: 2.129 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 4,90/3,15 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: POP.MC/POP. SM

**Datos Básicos (compañía)**

P/V C'16e 0,57x Accionistas ppales. (estimado):  
 P/E 16 e 15,0x Sindicatura accionistas (9,77%)  
 Yield e 1,2% Allianz (3,49), Credit Mutuel (4,0%)

% Revalorización	YTD	1 mes	3 m	6 m
Banco Popular	-16,4%	-10,9%	-14,5%	-28,6%
EuroStoxx Banks	3,7%	1,0%	-7,8%	-10,5%
Ibex -35	1,0%	1,3%	-4,6%	-8,4%

**Principales cifras y ratios**

Datos en M€	2014 r	2015 e	2016 e	TAMI(1)
Mg. de Intereses	2.331	2.181	2.163	-3,7%
Mg. Bruto	3.876	3.414	3.254	-8,4%
Mg. Explotación	2.005	1.645	1.476	-14,2%
Provisiones & otros	1.675	1.354	980	-23,5%
BNA	330	291	495	+22,4%
BPA	0,17	0,13	0,23	+14,9%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

**Resultados 9M 2015**

Datos en M €	9M'15	9M'14	Var%
Mg. de Intereses	1.686	1.760	-4,2%
Comisiones netas	446	512	-12,9%
ROF's	429	687	-37,5%
Otros ingresos	112	144	-22,3%
<b>Margen Bruto</b>	<b>2.673</b>	<b>3.103</b>	<b>-13,9%</b>
Gtos gener & Adm	-1.176	-1.287	-8,6%
Amortización	-103	-112	-8,1%
<b>Margen Neto</b>	<b>1.394</b>	<b>1.704</b>	<b>-18,2%</b>
Provisiones & Extraord.	1.020	1.361	-25,0%
BAI	374	344	8,7%
Impuestos & Otros	96	42	128,6%
<b>BNA</b>	<b>278</b>	<b>302</b>	<b>-8,0%</b>
Tasa Morosidad	13,12%	13,85%	-0,73 pp
Tasa Cobertura	41,6%	43,9%	-2,3 pp
Core Capital ( )	10,6%	10,4%	0,16 pp
ROE	2,91%	3,22%	-0,3 pp

(\*) Fully loaded

**Síntesis de Valoración: Método WEV**

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,5%
ROTE sostenible estimado	6,8%
Coste de capital (Ke)	8,5%
Valor Contable Ajustado (VCPA'16e)	4,8
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>3,65</b>
Cotización (€/acc.)	3,44
<b>Potencial de revalorización</b>	<b>6,2%</b>

(\*) Warranted Equity Value

Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

**B. Popular**

Precio Objetivo

3,65 €

Recomendación:

Neutral

**La tasa de mora mejora, pero se mantiene por encima de la media sectorial**

**Resultados 9M'15:** La cuenta de P&G muestra signos de debilidad en los ingresos típicos y el ahorro en costes (-8,6%) no es suficiente para compensar la caída en el margen de intereses (-4,2%) y en comisiones (-12,9%), en un entorno menos propicio para la generación de ROF's (-37,5%; -16,7% t/t). La reducción en el coste del riesgo (las provisiones caen -44,1%) permite que el BNA (278 M€;-8,0%) registre una caída inferior a la experimentada por el margen de explotación (-18,2%). La ratio de capital CET I "fully loaded" se mantiene estable en 10,60% (vs 10,57% en 2T'15).

**Nuestra Opinión:** La caída en el coste de financiación minorista (62 pb vs 70 pb en 2T'15) permite que el margen con clientes se mantenga estable en 2,56% (vs 2,57% en 2T'15). El aumento en la actividad comercial (la contratación crece +24,0% en Pymes) se refleja en un aumento de +21 pb en la cuota de mercado (+30 pb en empresas) pero el elevado peso de los activos no-rentables (representan el 17,2% de la inversión) dificultarán la mejora en ingresos durante los próximos trimestres. El stock de inmuebles se reduce (-44 M€ vs +89 M€ en 2T'15) pero el ritmo de caída en el saldo de dudosos se estanca en el 3T'15 (-459 M€ vs -464 M€ en 2T'15).

**Recomendación:** Mantenemos nuestra recomendación en Neutral pero revisamos a la baja nuestro precio objetivo hasta 3,65 €/acc (vs 5,0 € anterior) ya que reducimos nuestras provisiones de BNA para 2015 (hasta 291 M€ vs 391 anterior) y 2016 (hasta 495 M€ vs 639 anterior) en base a: (i) esperamos que el entorno actual de tipos de interés (en mínimos históricos) se prolongue durante 2016 complicando aún más la gestión del margen de intereses (la rentabilidad de la inversión desciende en el 3T'15 hasta 3,18% vs 3,27% en 2T'15), (ii) estimamos que la contribución de los ROF's a la cuenta de P&G se reducirá paulatinamente hasta alcanzar el 10,0% de los ingresos en 2016 (vs 16,1% actual), (iii) la evolución del saldo de dudosos muestra signos de mejora pero la tasa de mora (13,12%) se mantiene por encima de la media sectorial (en torno al 10,90%) y la tasa de cobertura (41,6%) es inferior a sus competidores directos cuya ratio se sitúa por encima del 50,0%, (iv) Popular mantiene su estrategia de gestión en relación a las cláusulas suelo pero un dictamen por parte de las autoridades contrario a lo esperado por el equipo gestor conllevaría un impacto negativo estimado cercano a 100 M€ (en torno a un tercio del BNA esperado para 2015), (v) desde nuestro punto de vista, la venta de su filial de banca privada (actualmente en estudio) pone de manifiesto las dificultades del banco para mejorar la cuenta de resultados durante los próximos trimestres de manera orgánica.

**Equipo de Análisis de Bankinter:**

**Rafael Alonso (analista principal de este informe)**

Ramón Forcada Jesús Amador Castrillo

Eva del Barrio Ana de Castro González

Pilar Aranda Esther Gutierrez

Ana Achau (Asesoramiento)

Ramón Carrasco

Belén San José

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

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

Avd. 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](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.