

30 de octubre de 2015

Cierre de este informe:

7:46 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	17.756	17.780	-0,1%	-0,4%
S&P 500	2.089	2.090	0,0%	1,5%
NASDAQ 100	4.671	4.679	-0,2%	10,3%
Nikkei 225	19.083	18.936	0,8%	9,4%
EuroStoxx50	3.413	3.421	-0,2%	8,5%
IBEX 35	10.397	10.422	-0,2%	1,1%
DAX (ALE)	10.801	10.832	-0,3%	10,2%
CAC 40 (FRA)	4.886	4.891	-0,1%	14,3%
FTSE 100 (GB)	6.396	6.438	-0,7%	-2,6%
FTSE MIB (ITA)	22.443	22.686	-1,1%	18,0%
Australia	5.239	5.267	-0,5%	-3,2%
Shanghai A	3.559	3.547	0,3%	5,0%
Shanghai B	361	350	3,0%	24,1%
Singapur	2.997	3.002	-0,1%	-10,9%
Corea	2.029	2.034	-0,2%	5,9%
Hong Kong	22.731	22.820	-0,4%	-3,7%
India	26.895	26.838	0,2%	-2,2%
Brasil	45.628	46.741	-2,4%	-8,8%
México	44.635	44.742	-0,2%	3,5%

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

Mayores subidas y bajadas

Ibex 35	% diario	% diario	
MEDIASET ESP	9,6%	ARCELORMITTA	-4,3%
DISTRIBUIDOR	1,7%	BANCO SANTAN	-2,3%
GAMESA	1,6%	ABENGOA SA-B	-2,1%
EuroStoxx 50	% diario	% diario	
NOKIA OYJ	10,5%	DEUTSCHE BAN	-6,9%
BAYER AG-REG	2,1%	SAINT GOBAIN	-4,9%
AIRBUS GROUP	1,8%	SOC GENERALE	-3,7%
Dow Jones	% diario	% diario	
APPLE INC	1,1%	INTEL CORP	-2,0%
JOHNSON&JOH	0,9%	PFIZER INC	-1,9%
PROCTER & GA	0,7%	MICROSOFT CO	-1,2%

Futuros

*Var. desde cierre nocturno.	Último	Var. Pts.	% día
1er Vcto. mini S&P	2.090,50	5,75	0,28%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.403	-3,0	-0,09%
1er Vcto. DAX	10.789,00	-19,50	0,00%
1er Vcto. Bund	157,10	-0,03	-0,02%

Bonos

	29-oct	28-oct	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,33%	-0,35%	2,0pb	-22,70
Alemania 10 añc	0,53%	0,44%	9,2pb	-1,10
EEUU 2 años	0,72%	0,70%	2,1pb	5,9
EEUU 10 años	2,17%	2,10%	7,2pb	0,13
Japón 2 años	0,005%	0,003%	0,2pb	2,60
Japón 10 años	0,301%	0,29%	1,3pb	-3,00

Diferenciales renta fija en puntos básicos

Divisas

	29-oct	28-oct	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,0977	1,0923	+0,5%	-9,3%
Euro-Libra	0,7170	0,7156	+0,2%	-7,7%
Euro-Yen	132,97	132,27	+0,5%	-8,2%
Dólar-Yen	120,67	121,13	-0,4%	+0,7%

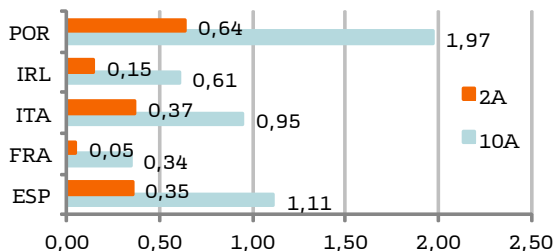
± día: en pb; %año: Var. desde cierre de año anterior

Materias primas

	29-oct	28-oct	% día	% año
CRBs	194,69	195,60	-0,5%	-15,5%
Brent (\$/b)	46,62	47,19	-1,2%	-16,4%
West Texas(\$/b)	46,06	45,94	0,3%	-13,5%
Oro (\$/onza)*	1145,95	1156,10	-0,9%	-3,3%

* 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:

- ✓ Variación Parados (ESP) y Resultados (BMW).

Ayer: "Los PMI's animan la sesión"

La sesión fue ganando inercia a lo largo del día. Esto se produjo por dos factores: por el lado de la macro, tanto el PMI Manufacturero en Europa como el ISM Manufacturero en EE.UU. batieron expectativas, lo que sugiere que el crecimiento es débil pero continuado. Por el otro, noticias corporativas: Bankia, Abengoa, Ryanair o Commerzbank. Fue destacable el movimiento de los bonos, cuya TIR aumentó considerablemente, el 10A español +8 p.b en una sesión de poco volumen. El euro se mantuvo en 1,102 y las materias primas volvieron a sufrir por la desaceleración de China. El Brent en 48,8€ (-1,5%) y WT en 46,1\$ (-1%).

Día/hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	(e)	Ant.
M;9:00h	ESP	Var. Parados	Oct	m/m	71,0	26,1
M;16:00	EEUU	Pedidos Fábrica	Sep	m/m	-0,9%	-1,7%

Próximos días, referencias más relevantes:

X;10:00h	UEM	PMI Servicios	Oct	Ind.	54,2	54,2
X;14:15h	EEUU	Var. Empleo ADP	Oct	000	180k	200k
X;14:30h	EEUU	Balanza Comercial	Sep	000M\$	-\$4.100b	-
X;16:00h	EEUU	ISM No Manufact.	Oct	Ind.	56,5	56,9
J;s/h	UEM	CE Previsiones Económicas de Otoño.				
J;10:00h	UEM	Boletín Mensual BCE				
J;13:00h	GB	Tipos del BoE		%	0,50%	0,50%
J;14:30h	EEUU	Product. No Agrícola	3T	t/t	-0,4%	3,3%
J;14:30h	EEUU	Costes Labor. Unit.	3T	t/t	2,5%	-1,4%
V;6:00h	JAP	Indicador Adelantado	Sep		101,8	103,5
V;14:30h	EEUU	Var. Empleo No Agric.	Oct	000	184k	142k
V;14:30h	EEUU	Tasa de Paro	Oct	%s/pa.	5%	5,1%
D;s/h	China	Balanza Comercial	Oct	000M	60,4	60,3

Hoy: "Lateralidad o ligero rebote"

Estimamos una sesión tranquila, sin demasiado movimiento y con un cierre lateral o ligeramente alcista, considerando que no hay demasiadas referencias.

En España lo más importante será la Variación de Parados, probablemente algo más débil que el dato de septiembre, pero, de confirmarse (71K), habría que remontarse a octubre de 2010 para ver un dato mejor (68K). Lo realmente importante será si aumenta el número de altas a la Seguridad Social.

En segundo lugar hoy comparece M. Draghi (a las 19h) y Moscovici (s/h). Es posible que M. Draghi sugiera, como ya hizo el fin de semana en un diario italiano, que el BCE sigue debatiendo la introducción - o no - de más medidas de estímulo en diciembre. El impacto de sus declaraciones se trasladará a mañana. Finalmente ha publicado BMW (ha batido expectativas) e Intesa en Europa.

En definitiva, hoy estimamos una sesión lateral o ligeramente alcista en renta variable. La TIR de los bonos podría descender algo, tras el ascenso de ayer, y el euro mantenerse en el entorno de 1,10.

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/responsabilidadlegal>

* 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

EUROPA.- El PMI **Manufacturero** batió expectativas en octubre al situarse en 52,3 vs 52 estimado, preliminar y de septiembre. Este dato se ha visto impulsado por Alemania, cuyo PMI ha mejorado con respecto al dato preliminar, a pesar de haber caído algo con respecto al dato de septiembre: se ha situado en 51,6, nivel superior a 52,1 publicado inicialmente y 52,3 de septiembre. En general todas las geografías muestran una evolución mejor, destacando Reino Unido 55,5 vs 51,8 de septiembre y 51,3 preliminar, Italia, Austria y Holanda.

BCE: En los ocho primeros meses del QE, el BCE ha comprado bonos soberanos españoles por 45.346M€. La deuda española ha sido la cuarta más comprada en este programa, solo superada por Alemania (92.279M€), Francia (73.279M€) e Italia (63.152M€). Sólo en el mes de octubre la institución compró 6.042M€.

FRANCIA.- (i) El Tesoro emitió 3.925M€ a 3M, a una rentabilidad de -0,261% desde -0,254% anterior y un ratio bid to cover de 2,344x desde 2,349x anterior. (ii) Emitió 1.689M€ a 6M, a una rentabilidad de -0,256% desde -0,252% anterior y un ratio bid to cover de 2,783x desde 2,679x anterior. (iii) Emitió 1.691M€ a 12M, a una rentabilidad de -0,257% desde -0,257% anterior y un ratio bid to cover de 2,66x desde 2,79x anterior.

EE.UU.- (i) El ISM **Manufacturero** batió expectativas al situarse en 50,1 vs 50 estimado, aunque retrocede dos décimas con respecto al registro previo: 50,2. A pesar de que bate expectativas es un dato débil, comparado con los meses previos. Hay que remontarse a mayo de 2013 para encontrar un dato similar. Se encuentra además en un nivel muy cercano a 50, el cual separa expansión de contracción. El impacto de la pérdida de tracción de la economía a nivel global, particularmente China, ha impactado negativamente en el indicador, al igual que otros factores como la apreciación del dólar. El Indicador de Precios Pagados (octubre) se situó en 39 desde 39,8 estimado y 38 anterior. (ii) El PMI **Manufacturero que elabora Markit** (octubre) también bate expectativas: 54,1 vs 54 estimado y 54 anterior. (iii) El **Gasto en Construcción** muestra una evolución similar, ya que bate expectativas por una décima hasta +0,6%, pero retrocede con respecto a +0,7% anterior.

Leer más en la web:

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

2.- Bolsa española

BONOS HIBRIDOS: S&P modifica el criterio de cómputo a la hora de calificar los bonos híbridos de Telefónica, Repsol y Gas Natural.- La agencia de calificación ha decidido computar el 100% de las emisiones realizadas por estas tres compañías como deuda en lugar del 50,0% como hasta ahora (el otro 50,0% se consideraba capital). **OPINIÓN:** La agencia de calificación considera que las cláusulas recogidas en ciertas emisiones de Telefónica, Repsol y Gas Natural ofrecen demasiada discrecionalidad al emisor para rescatar las emisiones, factor que reduce la protección de la deuda senior. Mediante esta medida, el endeudamiento de las compañías afectadas aumentará de manera notable ya que el volumen de bonos híbridos en circulación asciende a 5.200 M€ en Telefónica, 2.000 M€ en Repsol y 1.500 M€ en Gas Natural. El cambio de cómputo implicaría que a efectos de S&P, Telefónica vería incrementada su deuda en 2.600 M€ (el 5,6% de la deuda neta estimada), Repsol en 1.000 M€ (en torno al 7,7% de la deuda neta estimada) y Gas Natural en 750 M € (el 4,6% de su deuda neta estimada). A pesar de que las compañías afectadas tienen margen de maniobra para mejorar su coste de financiación amortizando anticipadamente el volumen en circulación de bonos híbridos y emitiendo deuda senior, el cambio de criterio de S&P es una mala noticia para las compañías afectadas que también verán reducidos sus ratios de cobertura de deuda e intereses.

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/>

Avda de Bruselas, 12

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-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](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento%20normativo/analisis/responsabilidad%20legal)

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

GAMESA (Neutral; Pº Objetivo 14€; Cierre 14,5€; Var. Día +0,8%). Alcanza un nuevo contrato en India. Construirá dos parques llave en mano de 100 MW cada uno de ellos. A lo largo del tercer trimestre Gamesa ha alcanzado órdenes de suministro por 450MW y en los primeros nueve meses del año por 896MW. **OPINIÓN.-** Es una noticia positiva para Gamesa ya que incrementa su presencia en India que es un país estratégico, ya que se esperan fuertes inversiones en el país en los próximos años. Gamesa cerró 2014 como principal fabricante en el país.

3.- Bolsa europea

VOLKSWAGEN (Vender; Cierre: 112,70€; Var. Día: +3,1%).- El regulador medioambiental de EE.UU. acusa a la compañía de haber manipulado los motores diésel de 10.000 coches más de sus marcas de lujo.- La Agencia de Protección Medioambiental de EE.UU. (EPA) afirmó ayer que Volkswagen instaló dispositivos para manipular los datos en los tests de emisiones contaminantes en 10.000 vehículos más de los que había admitido anteriormente. En concreto, este presunto fraude afectaría a motores diésel 3.0 montados en los modelos VW Touareg, Porsche Cayenne y Audi A6 Quattro. **OPINIÓN:** Aunque Volkswagen ha negado inicialmente esta acusación, el impacto de esta noticia será claramente bajista para la compañía en la sesión de hoy, ya que este nuevo fraude supone un riesgo de que las sanciones impuestas a la compañía en EE.UU. sean aún más duras. Aunque 10.000 coches no sea un número relevante si se compara con los 482.000 vehículos afectados en EE.UU. y 11 millones de coches a nivel global, estas nuevas revelaciones afectan a los vehículos de lujo del grupo con motor diésel, lo que tendrá una influencia negativa para los resultados ya que son los modelos que aportan márgenes más elevados a la compañía.

BMW (Cierre: 94,36€; Var. Día: +1,07%): Presenta resultados superiores a las expectativas del mercado en el 3T'15.- Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 22.350 M.€ (+14%) frente a 22.300 M.€ estimado, EBIT de 2.350 M.€ (+4,3%) frente a 2.160 M.€ estimado. El margen del negocio de automóviles se ha situado en 9,1% frente a 9,4% en el mismo período del año anterior debido a los costes de lanzamiento de las nuevas Serie 7 y X1, pero se mantiene dentro del rango objetivo fijado por la compañía para el conjunto del año en el rango 8% / 10%. **OPINIÓN:** Estos resultados darán soporte a la cotización, ya que la compañía ha confirmado *guidance* para el conjunto del año 2015, en el que prevé un sólido incremento del volumen de ventas y el EBIT. Además, los resultados muestran una estabilización de la demanda en China y una mejora en los modelos de mayores márgenes en Europa.

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.-

Los mejores: Petróleo & Gas +2,42%; Salud +2,0%; Financieras 1,36%.

Los peores: *Utilities* +0,16%; Telecomos +0,16; Bienes de consumo +0,41%.

AYER publicaron (principales compañías; BPA real vs esperado): Noble Energy (-0,21\$ e vs. -0,177\$ e); VISA (0,62\$ vs. 0,63\$ e); Loews (0,58\$ vs. 0,557\$); AIG (0,52\$ vs. 1,029\$).

HOY PUBLICAN (principales compañías; hora; BPA esperado): Kellogg (a las 14:00h; 0,837\$ e); Fidelity (a las 13:00h; 0,904\$ e); Discovery (a las 13:00h; 0,420\$); Cablevision (tras el cierre del mercado; 0,226\$); Sigma-Aldrich (tras el cierre del mercado; 1,055 \$).

S&P 500, SALDO DE RESULTADOS 3T PUBLICADOS: Con 359d e 500 compañías publicadas (72% del total), el BPA medio ajustado arroja una caída de -3% vs. -6,9% previsto al inicio de la temporada para el conjunto de las compañías del S&P 500.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada

Eva del Barrio

Pilar Aranda

Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro

Jesús Amador

Rafael Alonso

Belén San José

Esther G. de la Torre

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

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

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

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento/normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron se encuentran (i) **PFIZER (35,06\$; +3,7%)** ya que el mercado reconoció que la adquisición de Allergan (cuya sede se encuentra en Irlanda) le reportará un importante ahorro fiscal. (ii) **CHEVRON (94,96\$; +4,5\$)** al anunciar que iniciará la actividad de *offshore* en África Central.

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran: (i) **VISA (75,22\$; -3%)** por unos decepcionantes resultados que no batieron ni en ventas (3.571M\$ vs. 3.565M\$ e), ni en beneficio (BPA 0,620\$ vs. 0,633\$ e) y las previsiones para 2016 quedaron por debajo de consenso. Además, cierra el acuerdo para adquirir VISA Europa por 21.200M€\$. Visa pagará 16.500M€ a los accionistas de Visa Europe, 11.500M€ en efectivo y 5.000M€ en acciones de clase A de Visa Inc. valoradas en 5.000M€. Además, podría abonar otros 4.000M€ dentro de cuatro años por cumplimiento de hitos. Por otra parte, ha anunciado un programa de recompra de acciones. (ii) **KINDER MORGAN (26,62\$; -2,7%)** por el recorte de estimaciones de una casa de análisis debido a que el bajo precio de las *commodities* podría provocar que el valor caiga otro 20%. (iii) **HEWLETT-PACKARD** ayer inició la actividad tras haber dividido su negocio. Por un lado, HP Inc. (13,83\$; +13%) que continuará el negocio tradicional de la impresoras, que tuvo muy buena acogida por los inversores y por otro lado, Hewlett-Packard Enterprise (14,49%, -1,56%) que ofrecerá soluciones y servicios (almacenamiento, *cloud*....).

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> 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.

Bancos españoles

Precio Objetivo: 5,80 €/acc (vs 7,90 € anterior)

Recomendación: Neutral (vs Comprar)

2-nov.-15

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 73.015 M€
Ultimo 5,10 €/acc.
Nº Acciones: 14.317 M acc.
Max / Min (52 sem): 7,41 / 4,55
Cód. Reuters / Bloomberg: SAN.MC/ SAM.SM

Datos Básicos (compañía)

P/VC16e 0,7x Accionistas ppales. (estimado):
P/E 16e 9,9x Blackrock 5,09%
Yield (e) 3,9% Consejo 1,04%

% Revalorización	YTD	1 mes	3 m	6 m
Banco Santander	-23,5%	8,2%	-17,8%	-23,6%
EuroStoxx Banks	2,7%	5,1%	-12,8%	-11,0%
Íbex -35	1,1%	8,2%	-7,8%	-9,1%

Principales cifras y ratios

Datos en M€	2014 r	2015 e	2016 e	TAMI(1)
Mg. de Intereses	29.548	29.880	31.488	+3,2%
Mg. Bruto	42.612	43.111	45.292	+3,1%
Mg. Explotación	22.574	22.599	24.420	+4,0%
Provisiones	-10.562	-9.508	-10.679	+0,6%
BNA	5.816	6.963	7.406	+12,8%
BPA	0,49	0,49	0,52	+3,3%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Resultados del ejercicio 2015

Datos en M€	9M 15	9M 14	Var%
Mg. de Intereses	24.302	21.834	11,3%
Comisiones netas	7.584	7.172	5,7%
ROF's	1.702	2.229	-23,6%
Otros ingresos	790	337	134,4%
Margen Bruto	34.378	31.572	8,9%
Gtos gener & Adm	-14.342	-13.125	9,3%
Amortización	-1.806	-1.697	6,4%
Margen Neto	18.230	16.750	8,8%
Dotaciones insolv.	-7.550	-8.110	-6,9%
Rdos Extraord. & Otros	-1.913	-1.500	27,5%
BAI	8.767	7.140	22,8%
Impuestos	-2.649	-1.882	40,8%
Minoritarios & Otros	1.011	898	12,6%
BNA	5.107	4.360	17,1%
Tasa Morosidad	4,50%	4,64%	-0,1 pp
Tasa Cobertura	71,1%	70,1%	1,0 pp
Core Capital (*)	9,85%	n.d	n.d
ROTE	11,40%	11,30%	0,1 pp

(*) Fully loaded

Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	2,0%
ROTE sostenible estimado	12,5%
Coste de capital (Ke)	11,1%
Valor Contable Ajustado (VCPA'16e)	5,04
Precio objetivo (€/acc.)	5,80
Cotización (€/acc.)	5,10
Potencial de revalorización	13,7%

(*) Warranted Equity Value

Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

B. Santander

Precio Objetivo

5,80 €

Recomendación:

Neutral

Resultados 9M'15: El negocio típico muestra signos de desaceleración

Resumen de resultados 9M'15: La evolución de la cuenta de P&G muestra signos de **desaceleración en las partidas relacionadas con el negocio típico** bancario (margen de intereses + comisiones) así como el **impacto negativo de los tipos de cambio en los mercados emergentes** durante el 3T'15. Los ingresos en términos constantes (ex - tipo de cambio) aumentan en la misma proporción que los costes de gestión (+7,0% ambas partidas), lo que pone de manifiesto cierta pérdida de tracción en la actividad comercial (márgenes) y en la gestión de los costes. La **mejora en la calidad de los activos** (la tasa de mora desciende hasta el 4,50% vs 4,64% en 2T'15) permite reducir el esfuerzo en provisiones (-8,0% en términos comparables) y el BNA alcance 5.106 M€ (+17,1% vs +24,3% en 2T'15).

Nuestra Opinión: Los resultados ponen de manifiesto la **dificultad del entorno macro en las economías emergentes** (Brasil, Chile, Argentina y Polonia), el aumento de la competencia en mercados desarrollados como Reino Unido y España y el mayor **coste regulatorio en EE.UU** donde los costes de gestión aumentan +11,7% en moneda local. Desde nuestro punto de vista, el deterioro económico en Brasil (el PIB desciende -2,6% en 2T'15), la fuerte depreciación de la divisa (el real acumula una pérdida del -32,0% frente al euro) y las elevadas tasas de inflación (los costes generales aumentan +4,9% en términos nominales vs +4,4% en 1S'15) impactarán negativamente en la evolución de la cuenta de P&G durante los próximos trimestres. El aumento de la **presión competitiva en España** se refleja en el deterioro del margen de activo (se sitúa en 2,32% vs 2,50% en 2T'15) y en la estabilización del coste de financiación minorista en torno a 0,57% mientras que en **Reino Unido principal fuente de resultados del banco** (representa el 22,0% del BNA), el aumento en la inversión crediticia (+5,0% a/a y +1,0% t/t) **no es suficiente para compensar el deterioro del margen** de intereses (actualmente en 1,80% sobre ATM's vs 1,85% en 2T'15).

Recomendación: Revisamos a la baja nuestro precio objetivo hasta 5,80€ /acc (vs 7,90 € anterior) y nuestra recomendación hasta Neutral desde Comprar en base a: (i) **reducimos significativamente nuestras provisiones de BNA** para 2015 (desde 7.456 M€ hasta 6.963 Me) y 2016 (desde 8.571 M€ hasta 7.406 M€) debido a la evolución negativa de las divisas en mercados emergentes, las menores perspectivas de crecimiento en Brasil, el aumento de costes en EE.UU y México así como la caída de márgenes en España y Reino Unido, (ii) **la ratio de capital CET1 "fully loaded" se mantiene estable en 9,85%** (vs 9,83% en 2T'15) ya que el aumento en la volatilidad de los mercados de capitales (especialmente en Brasil) ha tenido un impacto negativo de -11 pb en el 3T'15 contrarrestando así la generación orgánica de capital (+13 pb) en dicho periodo. El equipo gestor mantiene su previsión de generar +10 pb de capital trimestralmente pero **entendemos que la volatilidad en los mercados de capitales continuará siendo elevada dificultando así una mejora sustancial de la ratio de capital** durante los próximos meses.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Jesús Amador

Pilar Aranda

Belén San José

Ramón Carrasco

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

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

Eva del Barrio

Ana de Castro

Esther Gutierrez

Ana Achau (Asesoramiento)

Avd. Bruselas, nº 12

28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&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.