

16 de febrero de 2016

Cierre de este informe:

7:41 AM

#### Claves del día:

✓ ZEW alemán 11h.

#### Ayer: "Rebote inercial respaldado por Draghi"

Lo más relevante de ayer fue el rebote de las bolsas acompañado del retroceso del euro (1,114 vs 1,242) después de que Draghi dijera ante el Parlamento Europeo que el BCE no dudará en actuar para asegurarse de su política monetaria alcanza la economía real, especialmente si ésta se ve afectada por turbulencias financieras, aludiendo a las recientes caídas de las bolsas. También realizó comentarios en favor de la solvencia de los bancos europeos e insinuó que no sufrirán más presiones regulatorias. Gracias a este enfoque y a los comentarios previos, de madrugada, del gobernador del PBOC afirmando que no tendrá lugar una nueva devaluación del yuan (y de la intervención de anoche del propio PBOC en favor del yuan), las bolsas continuaron el rebote del viernes, especialmente los bancos tras el sobre-castigo previo.

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	15.974	15.660	2,0%	-8,3%
S&P 500	1.865	1.829	2,0%	-8,8%
NASDAQ 100	4.019	3.962	1,4%	-12,5%
Nikkei 225	16.054	16.023	0,2%	-15,7%
EuroStoxx50	2.834	2.756	2,8%	-13,3%
IBEX 35	8.179	7.921	3,3%	-14,3%
DAX (ALE)	9.207	8.968	2,7%	-14,3%
CAC 40 (FRA)	4.115	3.995	3,0%	-11,3%
FTSE 100 (GB)	n.d.	6.255	n.d.	-6,7%
FTSE MIB (ITA)	17.042	16.515	3,2%	-20,4%
Australia	4.910	4.843	1,4%	-7,3%
Shanghai A	2.955	2.874	2,8%	-20,2%
Shanghai B	357	351	1,7%	-16,3%
Singapur	2.647	2.608	1,5%	-8,2%
Corea	1.888	1.862	1,4%	-3,7%
Hong Kong	19.152	18.918	1,2%	-12,6%
India	23.454	23.554	-0,4%	-10,2%
Brasil	40.093	39.808	0,7%	-7,5%
México	43.206	42.416	1,9%	0,5%

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

#### Mayores subidas y bajadas

Índice	% diario	% diario
IBEX 35	8,1%	0,8%
ACERINOX	6,6%	1,6%
ARCELORMITTA	6,5%	1,9%
SACYR SA	5,7%	0,8%
EuroStoxx 50	8,4%	-0,3%
E.ON SE	6,9%	0,6%
VOLKSWAGEN-F	5,7%	0,8%
ING GROEP NV	8,3%	0,1%
Dow Jones	3,9%	0,2%
JPMORGAN CHA	3,6%	0,3%
GOLDMAN SACH		
TRAVELERS CO		

#### Futuros

	Último	Var. Pts.	% día
1er Vcto. mini S&P	1.890,25	n.d.	n.d.
1er Vcto. EuroStoxx50	2.835	6,0	0,21%
1er Vcto. DAX	9.209,00	12,50	0,00%
1er Vcto. Bund	164,68	-0,05	-0,03%

#### Bonos

	15-feb	12-feb	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,52%	-0,51%	-1,3pb	-17,60
Alemania 10 añc	0,24%	0,26%	-2,4pb	-39,20
EEUU 2 años	0,71%	0,71%	0,0pb	-33,4
EEUU 10 años	1,75%	1,75%	0,0pb	-52,13
Japón 2 años	-0,138%	-0,155%	1,7pb	-12,90
Japón 10 años	0,088%	0,09%	-0,2pb	-17,70

Diferenciales renta fija en puntos básicos

#### Divisas

	15-feb	12-feb	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,1156	1,1256	-0,9%	+2,7%
Euro-Libra	0,7726	0,7762	-0,5%	+4,8%
Euro-Yen	127,84	127,46	+0,3%	-2,1%
Dólar-Yen	114,55	114,60	-0,0%	-4,7%

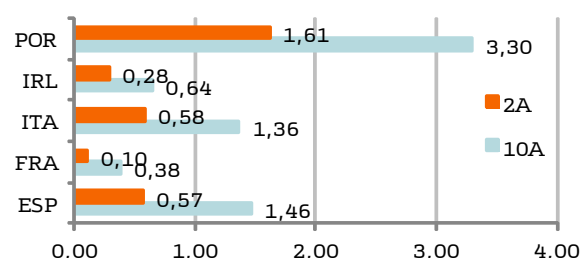
+/- día: en pb; %año: Var. desde cierre de año anterior

#### Materias primas

	15-feb	12-feb	% día	% año
CRBs	n.d.	160,90	n.d.	n.d.
Brent (\$/b)	33,61	32,28	4,1%	-6,0%
West Texas(\$/b)	n.d.	29,44	n.d.	n.d.
Oro (\$/onza)*	1209,35	1237,92	-2,3%	13,9%

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

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



Hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	Est.	Ant.
10:00h	GB	IPC	Enero	a/a	+0,3%	+0,2%
11:00h	ALE	ZEW Sentimiento Ec.	Feb.	Índice	0,0	10,2
12:00h	BRA	Ventas Por Menor	Dic.	a/a	-7,1%	-7,8%
14:30h	EEUU	Empire Manufacturing	Feb.	Índice	-10,5	-19,4
16:00h	EEUU	Índ. Precios Viv. NAHB	Feb	Índice	60	60

#### Próximos días, referencias más relevantes:

X;15:15h	EEUU	Utiliz. Cap. Product.	Ene	%	76,7%	76,5%
X;15:15h	EEUU	Prod. Industrial	Ene	m/m	+0,4%	-0,4%
J;s/h	UEM	Reunión de Jefes de Estado europeos.				
J;2:30h	China	IPC	Ene	a/a	+1,9%	+1,6%
J;13:30h	UEM	Actas del BCE				
J;16:00h	EEUU	Indicador Adelantado	Ene		-0,2%	-0,2%
V;14:30h	EEUU	IPC	Ene	a/a	+1,3%	+0,7%
V;16:00h	UEM	Confianza Consumidor	Feb	Ind.	-6,6	-6,3

#### Hoy: "Veremos el ZEW... veremos..."

La *noche asiática* ha sido buena tras publicarse una entrega de crédito en China superior a lo esperado en enero y extenderse la especulación de que los gobiernos/bancos centrales intervendrán para reconducir la situación... aunque no haya nada específico que permita creer que efectivamente eso será así. De hecho, si algo se ha puesto de manifiesto durante las últimas semanas es que la ley de los rendimientos marginales decrecientes se cumple también para los bancos centrales: los QE's y los tipos negativos surten efecto al principio pero pierden influencia con el tiempo. En ese momento nos encontramos. Tiene cierto riesgo *conducir mirando sólo al retrovisor...* La referencia hoy es el ZEW alemán (11h), que se espera muy flojo: 0 vs 10,2 enero vs 16,1 diciembre... Parece que Arabia Saudí y Rusia se van reunir en Doha para hablar del precio del petróleo y eso está ayudando a que éste rebote, lo que a su vez ayuda a las bolsas, pero parece improbable que, siendo quienes son, puedan llegar a algún acuerdo. Cuidado con las decepciones. Seguramente las bolsas volverán a rebotar hoy a la apertura y el tono será bueno después del *trastazo* de estos días, en base a una sensación de re-estabilización espontánea, pero los riesgos son superiores y el ciclo no es el mismo, por lo que sería bueno andarse con cuidado. De hecho, puede ser bueno aprovechar los rebotes para reducir algo exposición, como propusimos ayer.

#### Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio Pilar Aranda Belén San José Ramón Carrasco  
Ana de Castro Jesus Amador Rafael Alonso Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

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

Avda de Bruselas, 12  
28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](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.-** La Balanza Comercial de Dic. Publicada ayer salió más débil de lo esperado: superávit 21.000M€ vs 22.000M€ esperados vs 22.600M€ en Nov.

**CHINA.-** Crédito en yuanes (nueva producción) mejor de lo esperado en enero: 2,51bnCNY vs 1,90bnCNY esperado vs 0,598bnCNY en Dic.

Leer más en nuestra web:

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

## 2.- Bolsa española

**TÉCNICAS REUNIDAS (Vender, Pº Objetivo: en revisión; Cierre 28,9€; Var. Día: +2,8%): Presenta resultados preliminares 4T'15 inesperadamente y anuncia fuerte caída de beneficio.-** A pesar de la caída en el beneficio, la cifra de ingresos y de cartera de pedidos ha sido muy fuerte en 2015. Principales cifras: la cartera de pedidos asciende a 12.100M€ (+44%), las ventas 4.180M€ (+33%); Ebit 86M€ (-45%) y Beneficio Neto 60M€ (-55%). Por otra parte, no consiguen mejorar su nivel de tesorería, el cual se redujo considerablemente en 3T'15. Se sitúa en 530M€ vs 523M€ en 3T'15, cifra que compararía con niveles de 664M€ a cierre de 2014. Esta fuerte reducción de sus resultados 2015 se ha visto influida por factores relacionados con la ejecución de un proyecto en Alberta, Canadá, en el cual han tenido que incurrir en costes mucho más elevados de los inicialmente estimados por la inestabilidad derivada de la caída en el precio del petróleo y por condiciones meteorológicas adversas. Técnicas habría preferido asumir estos sobrecostes priorizando cumplir los plazos del proyecto, por un tema de imagen. Para 2016 el crecimiento de Técnicas podría moderarse: estiman un nivel de ventas que se situaría en un rango 4.300M€/4.600M€, un margen Ebit en torno a 4% vs 5% cierre de 2014 y 4,9% en 3T'15. Finalmente, reiteran que mantienen intacta su política de retribución al accionista.

**OPINIÓN.-** Ha sido un año realmente bueno en términos de ventas y sobre todo en incremento de cartera de pedidos, sin embargo pensamos que el valor va a sufrir por tres motivos: (i) no consigue recuperar los niveles de tesorería, algo que previsiblemente no ocurrirá hasta finales de 2016 o incluso 2017. A pesar de que disfruta de un balance saneado, su tesorería es muy importante a la hora de captar contratos. (ii) Fuerte caída de márgenes, tanto Ebit como Ebitda, aunque para conocer el nivel exacto es necesario esperar hasta la presentación de resultados definitiva (viernes 26 de febrero). Esto sugiere que estaría priorizando la captación de contratos en detrimento de su rentabilidad y que los clientes estarían presionando en precio. (iii) Técnicas Reunidas, a pesar de haber conseguido elevar la cartera de pedidos considerablemente, se está viendo afectada por la caída en el precio del petróleo, lo que es razonable para una compañía de infraestructuras de petróleo. En este contexto de impacto negativo de caída de precio de petróleo, reducción de márgenes, fuerte caída de beneficio y reducción en los niveles de tesorería, reducimos nuestra recomendación hasta Vender desde Comprar y situamos Precio Objetivo en revisión desde 51,6€/acc. En los próximos días publicaremos una nota actualizada sobre la compañía.

**ENAGÁS (Neutral; Pº Objetivo: 29,6€; Cierre: 25,49€): Resultados en línea y la compañía confirma su solidez.-** Cifras principales (año completo) comparadas con el consenso de Bloomberg (BB) y nuestras estimaciones (BKT): Ingresos 1.221,6M€ (-0,2%); EBITDA 900,5M€ (-4,2%) vs 920,9M€ BB y 908,9M€ BKT; EBIT 602,0M€ (+2,1%); Rdo. Puesta en Equivalencia 46,2M€ (+314%), BNA 412,7M€ (+1,5%) vs 409,8M€ BKT. La Deuda Financiera Neta sube 178M€ hasta 4.237M€ (4,7x EBITDA, 4,5x EBITDA ajustado por los dividendos de las filiales) pero su coste medio cae de 3,2% a cierre de 2014 hasta 2,7% actual. Las inversiones del período ascendieron a 530,2M€ (206,1M€ en España y resto internacional). **OPINIÓN:** Los ingresos de las actividades reguladas incorporan un impacto negativo de -59,6M€ como consecuencia de que en 2015 recogen un año completo de la reforma regulatoria (esto se ha compensado en parte con los 16,2M€ que se reciben por Castor). Por otro lado, los gastos operativos aumentan +13,1% por un cambio en determinados criterios de contabilización de filiales y por la incorporación de Castor (sin estos efectos el incremento sería de +1,8%). Esta evolución se va compensando a medida que descendemos en la P&G con unas menores Amortizaciones (-14,8%) gracias a la extensión de la vida útil de determinados activos de transporte (y a la ausencia de saneamientos de activos que en 2014 restaron 40,4M€), a unos menores Costes Financieros que

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.

suponen -90,9M€ vs -105,5M€ en 2014 gracias a que el coste medio de la deuda cae de 3,2% a 2,7%, una mayor aportación de los Resultados por Puesta en Equivalencia (compañías participadas, pero no controladas: 46,2M€ vs 11,2M€ en 2014) y una carga fiscal más ligera (al reducirse el Impuesto de Sociedades desde 30% hasta 28%), lo que permite que al final el BNA ofrezca una tasa de variación ligeramente positiva (+1,5%). Los resultados no dan sorpresas si bien sí resulta destacable la aportación de los negocios internacionales por lo que la apuesta de internacionalización de la empresa estaría siendo acertada. También destacaríamos que la compañía vuelve a cumplir con sus objetivos anuales. De hecho, los supera (objetivos: crecimiento del BNA de +0,5%, inversiones de 430M€ y Deuda Neta de 4.240M€). A las 9h habrá un *conference call* de resultados donde actualizarán sus objetivos estratégicos 2016-2020 que próximamente publicaremos en una nota con nuestras impresiones. Como mínimo, nuestra recomendación se mantiene en Neutral pero no descartamos mejorarla en función del *conference call* de hoy.

**CONSORCIO AVE MEDINA - LA MECA: Nuevas tensiones en el seno del consorcio, lo que afectará a OHL, Talgo, Indra y Abengoa.**- Arabia Saudí no ha aceptado ninguna de las reclamaciones impuestas por el consorcio por sobrecostes imprevistos. Según un rumor, OHL habría incluso mostrado su deseo de abandonar el proyecto cuando termine la instalación de 210Km de vía, para una longitud de 450Km. **OPINIÓN.**- Noticia negativa para los principales integrantes del proyecto puesto que el hecho de que no hayan aceptado estos sobrecostes puede provocar fuertes caídas en márgenes o incluso pérdidas en el proyecto. Arabia Saudí además atraviesa un momento complicado, motivo por el cual probablemente no haya aceptado dichos sobrecostes, por el impacto que tiene en sus cuentas las caídas en el precio del petróleo (se calcula que algo más del 70% de sus ingresos fiscales procede del crudo). A esto se une ahora el aumento de la violencia de algunos grupos extremistas. A pesar de ello, todo parece indicar que el proyecto evoluciona de acuerdo a los plazos y que se entregará en 2017. Esta noticia impactará negativamente en las empresas que componen el consorcio, entre ellas destacamos OHL, Talgo, Indra o Abengoa.

### 3.- Bolsa europea

**ORANGE (Neutral; Cierre: 15,4€; Var. Día: +3,1%): Resultados de 2015 por encima de las expectativas.**- Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 40.236M€ (-0,1%) vs. 40.072 estimado, EBITDA 12.426M€ (+0,1%) vs. 12.138M€ estimado, EBIT 4.742M€ (+9,5%), BNA 2.958M€ (+141%) vs. 2.523M€ esperado y BPA 0,92€ (+196%) ligeramente por debajo del 0,95€ esperado. En cuanto al endeudamiento, aumenta hasta 26.552M€ al cierre de 2015 (+1,8%) pero el ratio deuda financiera neta sobre EBITDA se mantiene en 2,14x. **OPINIÓN:** Cifras mejores de lo estimado que reflejan que la estrategia de recorte de costes de la compañía está funcionando. Destacamos la progresiva mejora de márgenes que viene experimentando la operadora cuyo margen EBITDA aumenta hasta 30,9% desde 30,8%. Además, Orange reafirma sus objetivos de mejora de EBITDA en 2016 y reducción del ratio de endeudamiento hacia 2x. En cuanto al dividendo, lo confirma en 0,60€/acción tanto en 2015 como en 2016, lo que implica una rentabilidad por dividendo cercana al 4% tomando el cierre de ayer. Finalmente, afirma que las conversaciones con Bouygues para un posible acuerdo de compra de su división de telecomunicaciones aún se extenderán durante varias semanas. En nuestra opinión, estos resultados tendrán un impacto positivo en la cotización del valor de hoy. A este respecto, recordamos que incluimos Orange en nuestras Carteras Modelo de Acciones europeas en la última revisión de febrero a la espera de la publicación de unos resultados mejores de lo estimado (link directo al documento: [https://docs.bankinter.com/stf/analisis/analisis\\_bankinter/carteras\\_modelo\\_europeas.pdf](https://docs.bankinter.com/stf/analisis/analisis_bankinter/carteras_modelo_europeas.pdf)).

### 4.- Bolsa americana y otras

Ayer la bolsa de EE.UU. estuvo cerrada la celebración del día del Presidente.

**Hoy publican varias compañías**, siendo las más relevantes (hora; BPA estimado por el consenso de mercado): Baxalta (pre apertura; 0,555\$) y FirstEnergy (al cierre; 0,568\$).

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.

**S&P 500, SALDO DE RESULTADOS 4T '15 PUBLICADOS:** Con 378 compañías publicadas, el BPA medio ajustado recoge una caída de -2,53% 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 '15 (aunque se esperaba -6,9%).

Ayer la sesión estuvo cerrada por la festividad del Día de Presidente, por lo que no hay noticias relevantes.

---

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)	<a href="http://broker.bankinter.com/">http://broker.bankinter.com/</a>
Ana de Castro	Jesús Amador	Rafael Alonso	Belén San José	Esther G. de la Torre	<a href="http://www.bankinter.com/">http://www.bankinter.com/</a>

**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_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.