

2 de diciembre de 2015

Cierre de este informe:

7:44 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	17.888	17.720	1,0%	0,4%
S&P 500	2.103	2.080	1,1%	2,1%
NASDAQ 100	4.716	4.665	1,1%	11,3%
Nikkei 225	19.938	20.012	-0,4%	14,3%
EuroStoxx50	3.480	3.506	-0,8%	10,6%
IBEX 35	10.379	10.387	-0,1%	1,0%
DAX (ALE)	11.261	11.382	-1,1%	14,8%
CAC 40 (FRA)	4.915	4.958	-0,9%	15,0%
FTSE 100 (GB)	6.396	6.356	0,6%	-2,6%
FTSE MIB (ITA)	22.581	22.718	-0,6%	18,8%
Australia	5.258	5.266	-0,1%	-2,8%
Shanghai A	3.689	3.619	1,9%	8,8%
Shanghai B	383	382	0,1%	31,7%
Singapur	2.895	2.870	0,9%	-14,0%
Corea	2.009	2.024	-0,7%	4,9%
Hong Kong	22.522	22.381	0,6%	-4,6%
India	26.084	26.169	-0,3%	-5,1%
Brasil	45.047	45.120	-0,2%	-9,9%
México	43.985	43.419	1,3%	1,9%

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

Majores subidas y bajadas			
Ibex 35	% diario	% diario	% diario
BANCO POPULA	3,1%	ABERTIS	-2,2%
BANKINTER	2,1%	INDRA SISTEM	-2,1%
BANCO SABADE	1,9%	TECNICAS REU	-1,9%
EuroStoxx 50	% diario	% diario	% diario
NOKIA OYJ	1,9%	AIR LIQUIDE	-5,0%
UNIBAIL-RODA	1,3%	SCHNEIDER EL	-4,1%
DEUTSCHE BAN	0,6%	CARREFOUR SA	-3,2%
Dow Jones	% diario	% diario	% diario
UNITEDHEALTH	3,2%	CATERPILLAR	-1,5%
MERCK & CO	2,9%	APPLE INC	-0,8%
PFIZER INC	2,6%	DU PONT (EI)	-0,1%

Futuros			
*Var. desde cierre nocturno.	Último	Var. Pts.	% día
1er Vcto. mini S&P	2.101,25	2,00	0,10%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.482	-4,0	-0,11%
1er Vcto. DAX	11.266,50	-23,50	0,00%
1er Vcto. Bund	158,48	-0,02	-0,01%

Bonos				
	01-dic	30-nov	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,44%	-0,42%	-2,5pb	-34,20
Alemania 10 añc	0,47%	0,47%	-0,5pb	-7,30
EEUU 2 años	0,91%	0,93%	-2,4pb	24,2
EEUU 10 años	2,14%	2,21%	-6,3pb	-2,81
Japón 2 años	-0,005%	-0,005%	0,0pb	1,60
Japón 10 años	0,300%	0,31%	-0,8pb	-3,10

Diferenciales renta fija en puntos básicos

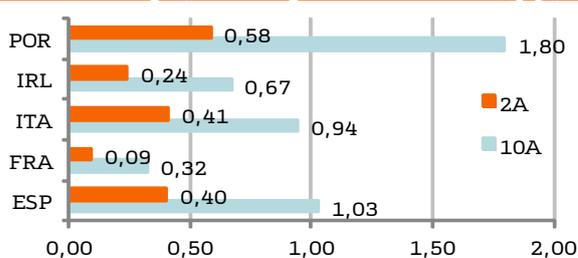
Divisas				
	01-dic	30-nov	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,0633	1,0565	+0,6%	-12,1%
Euro-Libra	0,7050	0,7018	+0,5%	-9,2%
Euro-Yen	130,64	130,05	+0,5%	-9,8%
Dólar-Yen	123,11	122,87	+0,2%	+2,8%

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

Materias primas				
	01-dic	30-nov	% día	% año
CRBs	184,91	183,05	1,0%	-19,8%
Brent (\$/b)	43,48	42,82	1,5%	-22,0%
West Texas(\$/b)	41,85	41,65	0,5%	-21,4%
Oro (\$/onza)*	1069,29	1064,77	0,4%	-9,8%

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

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



#### Claves del día:

- ✓ UEM: IPC y Precios de producción
- ✓ EE.UU: empleo privado (ADP) y conferencia de Yellen

#### Ayer: "Las dudas sobre el ciclo pesan en Europa"

Las bolsas europeas sufrieron ayer leves recortes, en una jornada en la que los principales índices no pudieron mantener los rebotes iniciales. Las cifras de empleo en Alemania fueron positivas y el sector financiero repuntó debido a que las entidades británicas han superado los stress tests del Banco de Inglaterra. Sin embargo, el buen tono inicial se ensombreció tras la publicación del ISM Manufacturero en EE.UU. que mostró el peor dato desde 2009 y al situarse en terreno de contracción volvió a generar dudas acerca del dinamismo de la demanda global. A pesar de este flojo dato de actividad industrial en EE.UU., Wall Street cerró al alza, impulsado por el pensamiento voluntarista de que diciembre sea, al igual que en años anteriores, un mes positivo para la bolsa americana. El Bund se mantuvo soportado y la TIR del bono español se situó por debajo del umbral de 1,50%, con el euro en 1,06\$.

Día/hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	(e)	Ant.
9:00h	ESP	Var. Parados	Nov	m/m	--	82,3
11:00h	UEM	IPC (Preliminar)	Nov	a/a	0,2%	0,1%
11:00h	UEM	Precios producción	Oct	a/a	-3,2%	-3,1%
14:15h	EE.UU.	Var. Empleo ADP	Nov	000	190k	182k
20:00h	EE.UU.	Beige Book	Oct	m/m	0,5%	0,6%

#### Próximos días, referencias más relevantes:

J;13:45h UEM	Reunión Pol. Monetaria BCE y comparecencia de Draghi					
J;16:00h EEUU	Pedidos Bienes Duraderos	Oct F	m/m	--	3,0%	
J;16:00h EEUU	Pedidos Fábrica	Oct	m/m	1,0%	-1,0%	
V; s/h	Cumbre anual OPEP en Viena					
V;14:30h EE.UU.	Var. empleo no agric.	Nov	000	200k	271k	
V;14:30h EE.UU.	Tasa de paro	Nov	%s/pa.	5,0%	5,0%	

#### Hoy: "Lateralidad a la espera de los B.C."

Las bolsas europeas abrirán con un signo moderadamente alcista, impulsadas por el cierre en positivo de Wall Street y por la expectativa de que la subida de tipos de la Fed sea muy gradual debido a los débiles datos del sector manufacturero en EE.UU. Sin embargo, los rebotes podrían ir perdiendo impulso a medida que avance la jornada. Los principales indicadores macro no cambiarán las expectativas del mercado acerca de las decisiones de los bancos centrales: la baja inflación en la UEM (IPC estimado en 0,2% a/a) dará más argumentos al BCE para rebajar aún más el tipo de depósito y ampliar el QE, mientras que las cifras de creación de empleo privado ADP en EE.UU. deberían reforzar la probabilidad de que la Fed suba tipos en diciembre, posibilidad a la que Yellen se referirá hoy en Washington. En consecuencia, las bolsas se mantendrán en un compás de espera hasta conocer con más detalle la estrategia de los bancos centrales. Los bonos europeos estarán respaldados, el crudo debería retroceder y el euro se mantendrá en un rango muy cercano a 1,06\$.

#### 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

**ALEMANIA.-** El número de parados descendió durante el mes de noviembre en -13k frente a -5k estimado y -6k anterior (revisado a mejor desde -5k). Esta reducción en el número de parados ha permitido que la tasa de paro descienda hasta 6,3% frente a 6,4% estimado y anterior, lo que supone el menor nivel de desempleo desde la reunificación del país.

**UEM.-** (i) La tasa de paro en la UEM se redujo durante el mes de octubre en la Eurozona desde 10,8% hasta 10,7%, cuando se estimaba que hubiera permanecido estable. Se trata de un dato positivo, que continúa la tendencia de recorte del desempleo desde el máximo de 12,1% registrado a mediados de 2013. (ii) El PMI Manufacturero final de noviembre de la Eurozona confirmó el dato de 52,8 publicado de forma preliminar. Sí destacó positivamente el repunte del PMI Manufacturero en España desde 51,3 hasta 53,1 en noviembre. Se trata del mejor registro desde agosto en este indicador, que ya acumula 2 años consecutivos por encima del umbral de 50 que separa la contracción de la expansión.

**SUIZA.-** El PIB decepcionó en 3T'15 al situarse en tasa trimestral en 0% vs +0,2% estimado y anterior. Esta tasa sitúa el crecimiento interanual en +0,8%, nivel que coincide con estimaciones pero que es menor que +0,9% del trimestre previo (revisado desde +1,2%). En el desglose por componentes se aprecia una débil evolución de prácticamente todos ellos, siendo el consumo de los hogares +0,4%, impulsado por el sector salud. Las exportaciones avanzaron un leve +0,5%, por el repunte en los sectores químico y farmacéutico, mientras que las exportaciones de relojes y joyería se mantuvieron particularmente débiles. Además, la inflación en el país sigue siendo muy reducida, el nivel de precios del consumidor se situó en -1,4% (a/a) en octubre y la divisa se mantiene apreciada con el euro. Desde que el banco central quitara la intervención sobre el franco, el 15 de enero del pasado año, la divisa se ha apreciado en torno a +11%. En este contexto de pérdida de impulso de su economía, apreciación de su divisa y ausencia de inflación, se espera que el banco central pueda introducir alguna medida de estímulo en su próxima reunión del día 10, considerando que previsiblemente el Banco Central Europeo introduzca alguna medida de expansión monetaria adicional en su reunión de mañana, lo que debilitará aún más al euro. El problema radica en qué medidas podría introducir el SNB, considerando que el tipo de depósitos se sitúa ya en -0,75%.

**EE.UU.-** (i) El ISM Manufacturero de noviembre mostró un registro claramente decepcionante al situarse en 48,6 frente a 50,5 estimado y 50,1 anterior. Se trata del dato más bajo desde junio de 2009 y la primera vez que este indicador se sitúa en terreno de contracción desde noviembre de 2012. (ii) El Gasto en Construcción ha repuntado +1,0% en tasa mensual frente a +0,6% estimado y +0,6% anterior.

(iii) Evans, presidente de la Fed de Chicago, afirmó ayer que le gustaría tener mayor certeza de que la inflación va a repuntar hasta niveles más cercanos a los objetivos de la Fed y reiteró que aunque el primer aumento de tipos se produzca en diciembre, considera que el tipo director debería estar por debajo del 1% a finales de 2016, lo que sugiere que el ritmo de subida de tipos será muy gradual.

**BRASIL.-** El PIB del 3T'15 registró una contracción de -1,7% en tasa trimestral frente a -1,2% estimado y -2,1% anterior (revisado a la baja desde -1,9%). La tasa interanual se sitúa en -4,5% frente a -4,2% estimado y -3,0% anterior, lo que supone un fiel reflejo de los graves problemas que afronta el país en términos de caída del consumo, baja inversión, elevada inflación y creciente déficit fiscal.

**AUSTRALIA.-** El PIB del 3T'15 se incrementó +0,9% frente a +0,8% estimado y +0,3% anterior en tasa trimestral. La tasa interanual se acelera desde +1,9% hasta +2,5% frente a +2,4% estimado.

**SECTOR PETROLERO:** Enfrentamientos en el seno de la OPEP ante la propuesta que se hará de no reducir producción, siguiendo la estrategia de Arabia Saudita. A su vez, se ha conocido que Irak ha incrementado sus exportaciones de crudo hasta 3,37 Mbrr/d en noviembre (vs 2,7Mbrr/d de octubre). Otro país que incumple de forma sistemática su cuota. Por último, 3 países miembros hablan de un crudo de 35\$/brr a corto plazo (vs spot Brent 42,31\$/brr y WTI 40,5\$/brr). Estas noticias presionarán la cotización del crudo a la baja en la sesión de hoy.

Leer más en la web:

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

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/www/2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/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.

## 2.- Bolsa española

**AENA (Neutral; Pr. Objetivo: 101,0€; Cierre: 105,80€): Se confirman las buenas previsiones para 2015 para el tráfico aéreo y para la compañía.-** La ministra de Fomento, Ana Pastor, anunció ayer que el repunte del tráfico permitirá a los aeropuertos españoles en 2015 superar los 200M pasajeros (+2,1%). De esta forma, se trataría del mejor registro desde 2011 (204,38M pasajeros). Aún estamos lejos de los máximos de 2007 con 210,49M pasajeros. En noviembre, el tráfico aéreo alcanzó los 13M pasajeros (+3,1%). Barajas (Madrid) alcanzó los 3,5 M pasajeros (+12,5%) y El Prat (Barcelona) 2,5M pasajeros (+10%). Por otro lado, comentó que AENA cerrará el 2015 con un Ebitda de 2.000M€ (superior a nuestra estimación 1.901M€) y que en 2016 las tasas aeroportuarias bajarán un -1,9%. **OPINIÓN:** Muy buenas previsiones que están en línea con nuestras estimaciones de número de pasajeros superior a los 200M en 2015. La cotización de AENA lo debería reflejar hoy positivamente.

## 3.- Bolsa europea

**RWE (Vender, Cierre: 12,69€; Var. Día: +16,6%): Spin-off de la compañía.-** La eléctrica alemana se revalorizó fuertemente ayer después de anunciar que se dividirá en dos. Los rumores empezaron por la mañana y finalmente RWE confirmó que estudia escindirse en dos, decisión que se tomará en el próximo consejo del 11 de diciembre. La idea es segregar y sacar a bolsa su negocio de redes, comercialización y de renovables en una nueva compañía, mientras que la antigua RWE mantendría la generación tradicional y el *trading* de energía. Realizaría una OPS del 10% del capital y utilizaría los fondos para crecer en renovables. RWE continuará siendo el accionista mayoritario de la nueva compañía en el largo plazo. **OPINIÓN.-** El movimiento tiene sentido ya que supone dejar atrás la generación tradicional, con un elevado peso de carbón y variabilidad en los ingresos, para dar el protagonismo a una nueva compañía que apostaría por las renovables y contaría con la estabilidad del negocio de redes (regulado) y de clientes. La compañía estaría siguiendo los pasos de E.ON aunque con diferencias ya que E.ON se está segregando en dos compañías independientes y no ha planeado ninguna ampliación de capital. Faltan muchos detalles por definir pero, a priori, el anuncio es muy positivo y seguramente le permita impulsar su cotización si aflora el valor de los negocios regulados que ahora mismo se están viendo penalizados por el resto de activos. RWE presenta un múltiplo EV/EBITDA de 3,5x cuando empresas con negocios regulados cotizarían a un múltiplo de 10x. Con esta noticia abrimos la posibilidad de mejorar la recomendación sobre el título a medida que se vayan desvelando los detalles del plan. En mayo de este año cambiamos la recomendación hasta Vender y desde entonces ha caído -42% (incluso con el rebote de ayer).

**VOLKSWAGEN (Vender; Cierre: 130,1€; Var. Día: -1,1%).- Sus ventas caen un 25% en noviembre en EE.UU: OPINIÓN:** Se trata de una noticia negativa y esperada: este desplome es consecuencia lógica del escándalo sobre manipulación de emisiones por parte de la compañía. Este asunto está teniendo dos impactos claros: por un lado, la incertidumbre y desconfianza generada en el consumidor estaría frenando las compras de vehículos del grupo. Por otro lado, la paralización de ventas de vehículos equipados con el motor TDI de dos litros y cuatro cilindros y el de tres litros V6. El impacto de estas noticias será sin duda negativo: EEUU representa alrededor del 6% de las ventas totales del grupo. Además, conviene recordar que esta tendencia se está produciendo también en Europa. En concreto, en octubre sufrió una caída del -0,8% en Europa mientras su cuota de mercado caía hasta 25,2% desde 26,1% en 2014.

## 4.- Bolsa americana y otras

## S&amp;P por sectores.-

**Los mejores:** Salud +1,8%; Financiero +1,2%; Tecnología +1,2%

**Los peores:** Telecom +0,4%; Industriales +0,5%; Materiales Básicos +0,6%

Entre las compañías que MEJOR EVOLUCIÓN presentaron ayer destacan: (i) CONSOL ENERGY (8,7\$; +9,8%), una ligera subida en la cotización ayer del crudo (el WTI en concreto) y una recomendación de compra por parte de una casa de análisis impulsaron al valor; (ii) WYNN RESORTS (66,8\$; +6,4%), la importante caída de ingresos del sector de los casinos en Macau (-32%) ya estaba descontada y, además, podría ser compensada en parte por la mejor evolución de los casinos situados en Las Vegas;

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada

Eva del Barrio

Pilar Aranda

Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Ana de Castro

Jesús Amador

Rafael Alonso

Belén San José

Esther G. de la Torre

Avda de Bruselas, nº 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_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.

(iii) **ELLI LILLY (86,5\$; +5,4%)**, gracias a la mejora de recomendación de un importante banco de inversión que mantiene unas expectativas muy positivas para el conjunto de fármacos que actualmente está desarrollando la compañía; (iv) **FACEBOOK (107,1\$; +2,8%)**, tras el cierre de la sesión Mark Zuckerberg, CEO de la compañía, anunciaba que donará el 99% de sus acciones a una fundación, aunque mantendrá el control de la compañía.

Entre los valores que **PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran: (i) **CUMMINS (92,4\$; -7,9%)**, penalizada por una debilidad mayor a lo estimado en el sector manufacturero manifestada en la publicación del ISM Manufacturero, que caía a terreno de contracción alcanzando su menor nivel desde 2009; (ii) **KINDER MORGAN (22,4\$; -4,9%)**, castigada por la rebaja de perspectiva (a negativa desde estable) otorgada a su *rating* (Baa3) por parte de Moody's; (iii) **CSRA (30,6\$; -3%)**, corregía parte de los avances de la sesión anterior. Recordemos que el valor cerró el lunes con una revalorización cercana al 8% tras ser incluida en el S&P500.

**YAHOO (33,7\$; -0,3%)**: Los rumores apuntando a que la compañía estaría estudiando una posible venta de su negocio de Internet impulsaban su cotización tras el cierre (alrededor de +7%). Esta decisión llegaría después de la negativa evolución del valor que no está consiguiendo ganar terreno en el negocio publicitario con líderes de mercado como Google y Facebook.

**SECTOR AUTOMÓVIL**: Las ventas de coches aumentaron un +1,4% en noviembre hasta alcanzar los 1,32M de unidades en EE.UU. El bajo precio de la gasolina, los descuentos y la buena marcha del mercado laboral están respaldando una positiva evolución en el sector auto de EE.UU. Por compañías: las ventas Toyota aumentaron un +3,4% (vs. 2,4% estimado), las de Fiat Chrysler +3,0% (vs. 2,2% estimado), GM +1,5% (vs. +2,9% estimado), Ford +0,3% (+3,2% estimado) y Volkswagen+Audi -16% (vs. -5,9% estimado) mientras que las totales del grupo Volkswagen cayeron un -25% (ver noticias europeas para más información).

**CAMPAÑA DE COMPRAS DE NAVIDAD**: Los datos preliminares de ShopperTrak apuntan a una caída del -10,4% a/a (hasta 20.430M\$) en las ventas acumuladas durante el jueves/domingo pasado en tiendas físicas. En Acción de Gracias habrían descendido un -12,5% a/a (hasta 1.760M\$) mientras que en el *Black Friday* habrían caído un -11,9% a/a (hasta 10.210M\$). Ahora bien, desde ShopperTrak afirman que la temporada completa de compras navideñas será positiva, especialmente el mes de diciembre. De hecho, mantiene una previsión de +2,4% para el conjunto de la temporada.

Por otra parte, Adobe Digital Index señala que las ventas *online* habrían avanzado un +25% a/a en Acción de Gracias (hasta alcanzar 1.730M\$), un +14% en el Viernes Negro (hasta 2.740M\$) y un +12% (hasta 2.980M\$) en el *Cyber Monday*.

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.

## Se avecinan cambios en el *IBEX-34*

### Resumen y opinión.-

*El próximo 10 de diciembre el Comité Asesor mantendrá una reunión ordinaria para decidir la composición del IBEX-35. En nuestra opinión, en esta ocasión se confirmará la salida de Abengoa y posiblemente la exclusión de FCC o ArcelorMittal mientras los candidatos con más papeletas para entrar son Cellnex y Merlin Properties.*

### Antecedentes

El jueves 10 de diciembre, se celebra la reunión trimestral del Comité Asesor Técnico de los índices IBEX (CAT en adelante) en la que decidirá si implementa algún cambio en la composición del selectivo español.

En la toma de sus decisiones, el Comité analiza cuáles son los 35 valores más líquidos del mercado bursátil español durante el periodo de control, esto es, los seis meses previos a la revisión del índice.

### ¿Qué creemos que ocurrirá en la reunión del CAT?

**En esta ocasión sin duda habrá cambios:** el IBEX está compuesto por 34 valores desde que el pasado 25 de noviembre el CAT decidiera excluir a Abengoa del índice.

En nuestra opinión, **se confirmará la salida de Abengoa.** Además, atendiendo a los niveles de volúmenes, **es posible que se produzca algún otro movimiento.** En este punto, **ArcelorMittal y FCC vuelven a situarse en la parte inferior de la tabla.** La única duda al respecto vuelve a **presentarla OHL** cuya capitalización media computable en este periodo de control ha caído, por segunda ocasión consecutiva, por debajo del 0,30% de la capitalización media del índice. Dándose por tanto el caso para una posible exclusión del selectivo aunque éste no es nuestro escenario central: los datos de volumen de OHL son mayores que los de los otros candidatos.

**Los candidatos claros a entrar son Cellnex y Merlin Properties:** (i) cumplen con el límite mínimo de capitalización y (ii) superan ampliamente en volumen negociado a todos los demás candidatos.

Composición Actual IBEX-35		Cambios: Escenario Más Probable	
Abertis	Ferrovial	Abertis	Ferrovial
Acciona	Gamesa	Acciona	Gamesa
Acerinox	Gas Natural	Acerinox	Gas Natural
ACS	Grifols	ACS	Grifols
Aena	IAG	Aena	IAG
Amadeus	Iberdrola	Amadeus	Iberdrola
<b>ArcelorMittal</b>	Inditex	ArcelorMittal / FCC	Inditex
Banco de Sabadell	Indra	Banco de Sabadell	Indra
Banco Popular	Mapfre	Banco Popular	Mapfre
Banco Santander	Mediaset	Banco Santander	Mediaset
Bankia	OHL	Bankia	<b>Merlin Properties</b>
Bankinter	Red Eléctrica	Bankinter	OHL
BBVA	Repsol	BBVA	Red Eléctrica
CaixaBank	Sacyr	CaixaBank	Repsol
DIA	Técnicas Reunidas	<b>Cellnex</b>	Sacyr
Enagas	Telefónica	DIA	Técnicas Reunidas
Endesa		Enagas	Telefónica
<b>FCC</b>		Endesa	

Fuente: Análisis Bankinter

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Esther G. de la Torre <http://broker.bankinter.com/>  
 Ramón Forcada Pilar Aranda Rafael Alonso Jesús Amador Belén San José <http://www.bankinter.com/>  
 Eva del Barrio 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/www/2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/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.

### ¿Cuáles son los criterios del CAT en la toma de decisiones?

En términos generales las *Normas Técnicas para la Composición y Cálculo de los Índices de Sociedad de Bolsas* fijan dos requisitos básicos:

- En primer lugar, el CAT computa el **volumen de contratación en euros** en el mercado de órdenes durante el periodo de control, que en este caso incluye los meses de junio a noviembre inclusive. Además, considera diferentes factores para garantizar la calidad de dicho volumen. Entre otros, considera aspectos como el número de operaciones contratadas o posibles cambios en el accionariado.
- En segundo lugar, sólo pueden formar parte del IBEX 35 aquellos valores cuya **capitalización media** sea superior al 0,30% de la capitalización media del selectivo durante el mencionado periodo de control. En todo caso, las normas técnicas toman en consideración el capital flotante de los diferentes valores y, para ello, establecen diferentes coeficientes a aplicar sobre la capitalización media de los mismos de tal forma que se penaliza a aquéllos cuyo capital flotante es menor.

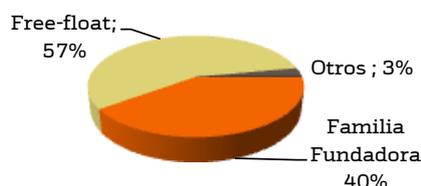
Sector: Concesiones y Construcción

Los *drivers* positivos mantienen su vigencia. Recuperando *momentum*.

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 16.628 M€  
 Último: 22,35 €/acc.  
 N° Acciones: 744 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 15,18 / 23,37 €/acc.

### Accionariado

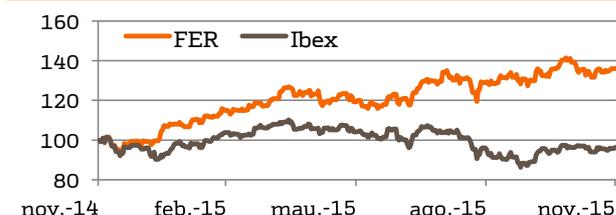


Resultados	2014r	2015e	2016e	2017e	TAMI(%)
Ingresos	8.811	9.670	10.154	10.524	6,1%
Ebitda	983	1.118	1.178	1.225	7,6%
Ebit	744	875	928	963	9,0%
BAI	505	649	714	759	14,5%
BNA	403	467	536	569	12,2%

Principales ratios	2014	2015e	2016e	2017e
BPA (€/acc)	0,71	0,63	0,73	0,77
DPA (€/acc)	0,66	0,70	0,75	0,79
Dividend yield	4,0%	3,1%	3,3%	3,5%
PER			35,6x	31,0x
ROE		7%	8%	9%
Deuda neta / Ebitda <sup>1</sup>	6,8 x	5,8 x	5,7 x	5,8 x
Deuda Neta/FFPP	1,1 x	1,1 x	1,1 x	1,2 x

Evolución bursátil	2012	2013	2014	2015
ACS	-17%	31%	16%	7%
Abertis	6%	37%	7%	-6%
OHL	13%	34%	-37%	-40%
Eiffage	79%	25%	1%	41%
Vinci	7%	33%	-5%	35%
FCC	-53%	74%	0%	-45%
Ferrovial	20%	26%	17%	36,5%

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

<sup>1</sup> Deuda total grupo incluyendo proyectos de infraestructura

## Ferrovial

Precio Objetivo: 24,6 €

Recomendación: Comprar

Mantenemos nuestra recomendación de "Comprar" y actualizamos nuestro precio objetivo desde 24,0€ hasta 24,6€ (potencial de +10,2%). Las perspectivas de tráfico, resultados y dividendos continúan siendo positivas en los 2 principales activos del grupo (407-ETR y Heathrow), mientras el buen rendimiento y los reducidos costes de financiación en los activos concesionales recientemente abiertos en EE.UU. suponen un catalizador en el medio plazo. La visibilidad que proporciona la cartera de construcción y servicios, la reducida exposición a mercados emergentes y el incremento de los dividendos y recompra de acciones refuerzan el atractivo de la compañía en un contexto de tipos de interés reducidos.

### Evolución reciente.

Los resultados del 3T'15 han mantenido un tono favorable, con incrementos de doble dígito en las principales magnitudes operativas: +12% en Ingresos y +16% en Ebitda. La mejora de los resultados se debe a la evolución creciente del tráfico (+3,4% en 407-ETR y +2,3% en el número de pasajeros de Heathrow en tasa a/a), el efecto positivo de los tipos de cambio, la ampliación del margen Ebitda en Construcción y el incremento de ingresos en la división de Servicios (+13% a/a).

### ¿Existe potencial tras el intenso rally de 2015? Catalizadores a corto y medio plazo.

Tras una pérdida de *momentum* a principios de noviembre, motivada en parte por un leve descenso de márgenes en el negocio de Servicios en Reino Unido, consideramos que siguen existiendo factores dinamizadores para la cotización en próximos trimestres:

**(i) Mayor rentabilidad del negocio de Autopistas.-** Los principales activos concesionales en Canadá (407-ETR) y EE.UU. (NTE y LBJ) continuarán mejorando sus resultados apoyados en: (i) Crecimiento del tráfico por la elevada congestión en vías alternativas. (ii) Capacidad para subir peajes a ritmos superiores a la inflación debido a la flexibilidad en la fijación de precios siempre que se cumplan condiciones de velocidad y número de vehículos a través de los "*managed lanes*", lo que ha permitido incrementos simultáneos de tráfico (+3,4%) y tarifas (+10%) en 407-ETR. (iii) Elevado potencial en las autopistas recientemente inauguradas como LBJ en Texas, una vez que aumente el conocimiento de los usuarios. (iv) Reducidos costes de financiación (4,75% de coste medio de la deuda en 407-ETR) debido al entorno de tipos de interés y al acceso a fondos federales y créditos en condiciones favorables en EE.UU., lo que permite reducir la carga financiera e incrementar el pago de dividendos a Ferrovial.

**(ii) Evolución del tráfico en aeropuertos.-** El número de pasajeros continuará creciendo tanto en Heathrow como en los aeropuertos regionales (+10,7% en 9M'15), gracias al catalizador que suponen los bajos precios del petróleo y la recuperación del ciclo económico en las principales economías desarrolladas (UK, Europa y América del Norte concentran un 72% del tráfico total de Heathrow). Este mayor tráfico continuará favoreciendo un incremento de ingresos en el negocio comercial y que estos activos aumenten los dividendos que proporcionan a Ferrovial a una tasa en el rango +6% / +8% a lo largo de 2016.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe) Ramón Forcada

Pilar Aranda Belén San José Ana de Castro Ramón Carrasco

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

Eva del Barrio

Esther Gutiérrez

Rafael Alonso

Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid

**(iii) Visibilidad de los resultados en Construcción y Servicios.** La cartera total de construcción y servicios al cierre de Sep 15 asciende a 31.288 M.€ (+2,7% con respecto a Dic 14), lo que proporciona una elevada visibilidad sobre los resultados de los próximos periodos ya que esta cartera equivale a 3,3x años de venta, sus márgenes Ebitda son estables (7,3% en Servicios y 9,1% en Construcción) y un 87% de los contratos están localizados en Reino Unido, España y EE.UU.

**(iv) Rotación de activos o mejora de los dividendos.** La matriz del grupo dispone de una caja neta de 1.199 M.€ al cierre de Sep 15 (deuda neta de 6.491 M.€ incluyendo proyectos de infraestructuras). Esta posición financiera junto con los 249 M.€ obtenidos en la venta de la autopista Chicago Skyway sitúan a Ferrovial en disposición de invertir en nuevos activos más rentables. Dadas las exigencias de la compañía en términos de rentabilidad de sus proyectos, consideramos que existe una probabilidad significativa de que en el caso de no invertir en nuevas concesiones en Norteamérica o Australia o no adjudicarse los aeropuertos de Niza y Lyon, la compañía eleve su dividendo por encima de 0,70€ por acción (*dividend yield* de 3,1%) e incremente su programa de recompra de acciones.

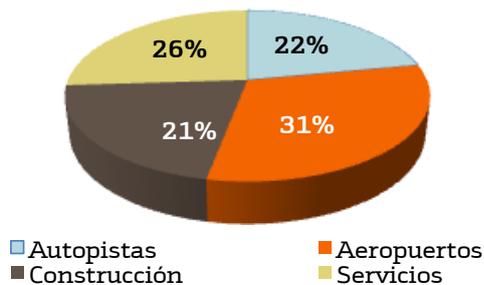
### Factores de riesgo.

Identificamos 3 factores de riesgo que podrían afectar negativamente a la compañía: (i) Los proyectos de infraestructuras acumulan una deuda neta de 7.693 M.€ y la deuda neta total del grupo asciende a 6.491 M.€, equivalente a 1,0x FF.PP. del grupo). Un hipotético descenso en los ingresos de los proyectos implicaría que estos activos deberían dedicar una mayor proporción de sus flujos de caja al servicio de la deuda, comprometiendo el pago de dividendos a la matriz. (ii) La amenaza de atentados terroristas sobre infraestructuras de transporte puede implicar un descenso del tráfico aéreo o mayores inversiones en los aeropuertos para reforzar la seguridad. (iii) El efecto favorable de los tipos de cambio durante el año 2015 se irá diluyendo progresivamente una vez que el margen de apreciación del dólar y de la libra esterlina frente al euro se va estrechando, lo que puede reducir el crecimiento de ingresos y Ebitda en 2016.

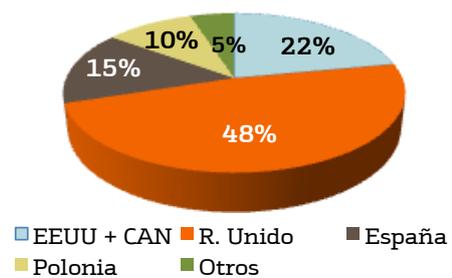
### Valoración.

El precio objetivo de Ferrovial se obtiene a través de una suma de partes en la que se combinan diferentes métodos de valoración para los negocios de la compañía: las autopistas más relevantes se valoran mediante un descuento de dividendos, los negocios de Construcción y Servicios a través de múltiplos sobre sus resultados operativos (excepto Budimex, valorado a precios de mercado) y los aeropuertos se valoran a través de una combinación de múltiplos sobre Ebitda, su base de activos regulatorios y teniendo en cuenta operaciones comparables como la compra de los aeropuertos regionales por parte de Ferrovial o la venta de una parte de la participación en Heathrow a USS.

### Desglose del flujo de caja operativo por negocios



### Desglose del flujo de caja operativo por países



### Valoración por suma de partes

Activo	Método valoración	% partici	Valor	Valor por acción	EV /Ebitda
Autopista 407ETR	DDM	43%	6.271	8,4	24x
Autopistas EEUU.	DDM / Equity invertido	>50%	1.665	2,2	n.r.
Resto autopistas	Equity invertido		520	0,7	n.r.
Heathrow	Múltiplo sobre Ebitda y RAB	25%	1.799	2,4	10x
Aeropuertos AGS	Múltiplo sobre Ebitda y RAB	50%	565	0,8	10x
Construcción	Múltiplo Ebitda 16e	n.r.	1.796	2,4	5x
Budimex	Precio mercado	59%	746	1,0	
Servicios	Múltiplo Ebitda 16e		3.970	5,3	9x
Total EV			17.332		
Tesorería ex-proyectos <sup>1</sup>			1.199	1,6	
Minoritarios			-200	-0,3	
<b>Equity value</b>			<b>18.331</b>		
nº acciones (mill.)			744,0		
<b>Precio objetivo</b>				<b>24,6</b>	

1 Se considera que las autorizaciones formales a la venta de Chicago Skyway y, por lo tanto, el flujo de caja derivado de la venta del activo se materializarán en 2016.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

**Jesús Amador (analista principal del informe)** Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso <http://broker.bankinter.com/>  
 Pilar Aranda Belén San José Ramón Carrascó Esther Gutiérrez de la Torre Ana de Castro <http://www.bankinter.com/>  
 Por favor, consulte importantes advertencias legales en: Ana Achau (Asesoramiento) 28108 Alcobendas, Madrid

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser"

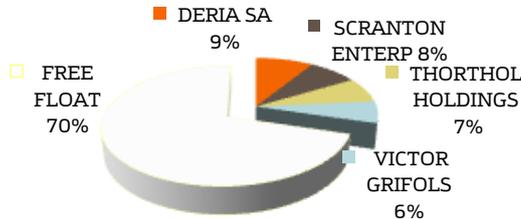
Sector: Farma

Exposición al dólar, doble riesgo: menos ingresos y más gasto financiero.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	13.966 M€
Último (serie A)	45,19 €/acc.
Último (serie B)	33,20 €/acc.
Nº Acciones (serie A):	213.065 M acc.
Nº Acciones (serie B):	130.713 M acc.
Max / Min Serie A (52 sem):	44,54/30,15 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg:	GRLS.MC / GRF.SM

Accionariado



Principales cifras y ratios

	2014r	2015e	2016e	2017e	TAMI(1)
Ingresos	3.355	3.700	3.902	4.118	7,1%
Ebitda	1.047	1.114	1.153	1.213	5,0%
Mg. Ebitda	31,2%	30,1%	29,5%	29,5%	
BNA	470	511	477	521	3,5%
BPA (€/acc.)	1,37	1,49	1,38	1,51	3,3%
DPA (€/acc.)	0,55	0,59	0,55	0,60	3,3%
Rent. Divid.	1,2%	1,3%	1,2%	1,3%	
DFN	3.246	3.658	3.509	3.291	
PER	24,2x	30,4x	32,8x	30,0x	
ROE	17,7%	17,2%	14,6%	14,5%	
DFN/Ebitda	3,1x	3,3x	3,0x	2,7x	
DFN/FF.PP.	1,2x	1,2x	1,1x	0,9x	
EV/Ebitda	14,0x	15,8x	15,2x	14,2x	

(1) TAMI 14/17 (Tasa Anual Media de Incremento)

Valor más probable

Crecimiento sostenible estimado (g)	0,75%
Coste de capital (Ke)	5,2%
Coste de la deuda (Kd)	5,2%
Prima de riesgo (Rp)	5,60%
Tasa libre de riesgo (RFR)*	2,2%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	5,2%
Beta (5 años)	0,53

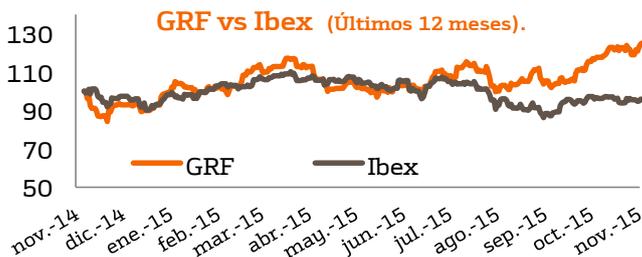
Precio objetivo (€/acc.) 46,7

Cotización (€/acc.) 45,2

Potencial de revalorización 3%

\* Referencia utilizada: T-Note ya que el 93% de la deuda está en dólares.

Comparativa con Ibex35



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  
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

# Grifols

Precio Objetivo: 46,7 €

Recomendación: Neutral

*Mantenemos nuestra recomendación en Neutral a pesar de revisar el Precio Objetivo desde 40,0 €/acc. hasta 46,7 €/acc. Este precio apenas ofrece potencial de revalorización (+3%) y los múltiplos sugieren que el valor no está barato. Las cosas no han cambiado desde los últimos meses y el futuro inmediato apunta a que los márgenes seguirán presionados a la baja. La exposición al dólar ya no será un viento de cola ("menos apreciación de los ingresos"). Mientras que sí supondrá un incremento directo de los gastos financieros y mayor dificultad para reducir el apalancamiento.*

**Presión sobre márgenes:** Según nuestras estimaciones el Margen Ebitda mantendrá la tendencia bajista que ha mostrado en los últimos trimestres, al menos durante 2016 y 2017 (Mg. Ebitda estimado 29,5%). Nos parece poco probable que logre romper la barrera del 30% en busca del objetivo 31%/33%, identificando los siguientes factores (no varían sustancialmente desde nuestra anterior estimación) como los principales riesgos al alza:

(i) Los ingresos recurrentes de su tres divisiones presenta una situación comprometida en el corto plazo (se explica con más detalle en la pag. 2 de este informe).

(ii) El efecto dólar, que ha venido favoreciendo los ingresos de GRF por su apreciación, presenta un **doble riesgo**: por un lado, parece razonable pensar que en los próximos meses su apreciación podría ser menos acusada (eurodólar -18% en 2014 y -6% YTD) y por otro, la subida de tipos en EE.UU. (casi toda su deuda está emitida en dólares) aumentará significativamente los gastos financieros de su ya elevada deuda. Según nuestras estimaciones en 2016 la DNF será 3,3x su Ebitda y 1,2x sus Fondos Propios. Por tanto, el efecto dólar podría estar agotándose y explicaría la caída del BNA'16 estimado (menos ingresos y más costes).

(iii) El coste operativo permanecerá abultado por el mantenimiento simultáneo de las dos plantas de fraccionamiento en Clayton (EE.UU.), hasta que la nueva absorba progresivamente toda la producción (gastos operativos +20% en 9M'15).

(iv) Los **royalties** percibidos de Novartis, tras la adquisición de su unidad de diagnóstico transfusional, son cada vez menores (aprox. -80%).

**Dividendos:** Mantiene la remuneración al accionista con un *pay-out* de 40% aproximadamente, que supone una *yield* 2015(e) de 1,4% vs. 1,2% en 2014. Recordemos que GRF retomó el pago de dividendo el año pasado (dejó de pagar tras la compra de Talecris, es decir, en 2011 y 2012) y que no podrá repartir dividendos si el ratio de apalancamiento DFN/Ebitda ajustado > 4,5x.

**Múltiplos comparables:** El cuadro que se muestra en la pag. 3 refleja que GRF cotiza por encima de sus compañías comparables, indicando que el valor podría estar relativamente caro. Según nuestras estimaciones el PER'16 será 33x vs. 22x el sector, el múltiplo Ebitda'16 se mantendría en línea (15,2x GRF y 14,7x el sector) y se estaría pagando 4,5x sus ventas en 2016 vs. 3,5x en el sector. Por otra parte, el ROE abandona el máximo poscrisis de 18% de 2014 (2015 e: 17% GRF vs. 22% sector) para dirigirse hacia 15% en 2016 y 14% en 2020.

Esther Gutiérrez de la Torre Avda. Bruselas 12  
Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento) 28108 Alcobendas  
(Pág. 1 de 3) Madrid

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

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

Distribución geográfica	9M '15	%vtas	a/a	9M '14	%vtas	2014	%vtas	2013	%vtas	2012	%vtas
USA + CANADÁ	629	65%	23%	513	63%	2.042	63%	1.694	63%	1.632	64%
UE	154	16%	1%	153	19%	663	21%	556	21%	551	22%
RESTO MUNDO	161	17%	25%	129	16%	523	16%	426	16%	372	15%
<b>SUBTOTAL</b>	<b>944</b>	<b>97%</b>	<b>19%</b>	<b>795</b>	<b>97%</b>	<b>3.228</b>	<b>96%</b>	<b>2.676</b>	<b>98%</b>	<b>2.555</b>	<b>97%</b>
MAT. PRIMAS	28	3%	30%	22	3%	127	4%	65	2%	66	3%
<b>TOTAL</b>	<b>972</b>	<b>100%</b>	<b>19%</b>	<b>817</b>	<b>100%</b>	<b>3.355</b>	<b>100%</b>	<b>2.741</b>	<b>100%</b>	<b>2.621</b>	<b>100%</b>

Evolución por divisiones	9M '15	%vtas	a/a	9M '14	%vtas	2014	%vtas	a/a	2013	%vtas	a/a
<i>Bioscience (Hemoterapia)</i>	2212	77%	21%	1.823	75%	2.514	75%	3%	2.449	89%	5%
<i>Diagnostic (Análisis Clínicos)</i>	510	18%	13%	453	19%	620	18%	376%	130	5%	-3%
<i>Hospital (Farmacia Hospitalaria)</i>	72	3%	1%	71	3%	95	3%	-2%	97	4%	1%
<i>Raw Materials &amp; Otros</i>	78	3%	-14%	91	4%	127	4%	94%	65	2%	0%
<b>TOTAL</b>	<b>2.872</b>	<b>100%</b>	<b>18%</b>	<b>2.438</b>	<b>100%</b>	<b>3.355</b>	<b>100%</b>	<b>22%</b>	<b>2.742</b>	<b>100%</b>	<b>3%</b>

### Comentarios y Opinión:

**Principales cifras 9M '15:** Ingresos 2.872M€ (+18%), EBITDA 857M€ (+11%), Margen Ebitda 29,8% vs. 31,6% en 9M '14; EBIT 718M€ (+14%); B° Neto 400M€ (+19%) y BPA 1,17€ (+19%).

La evolución de los ingresos sufre un nada despreciable debilitamiento, ya que el aumento del +18% se debe principalmente a la apreciación del dólar (más del 80% de los ingresos recurrentes se generan fuera de Europa). Así, a tipos de cambio constantes tan sólo aumentan +1,7%. Atendiendo a la evolución geográfica, de enero a septiembre, se observa que el peso de las ventas en EE.UU. pasa de 63% en 2014 a 65% y las del resto del mundo pasan a representar el 17% desde 16% el año pasado.

**De cara a los próximos meses** creemos que los ingresos seguirán penalizados por los siguientes factores:

(i) Como venimos mencionando desde hace tiempo, el **mercado de hemoderivados** en EE.UU. sufre una fuerte **presión en precios**, que se traduce automáticamente en estrechamiento de márgenes. Por tanto, aunque se espera que la fuerte demanda de Albúmina registrada en el 3T '15 en China continúe durante el 4T '15, no será suficiente para compensar la peor evolución del resto de derivados del plasma que forman la unidad de Biociencia (y supone el 75% de los ingresos de GRF).

(ii) En cuanto a la **división de Diagnóstico** (cuyos ingresos hasta sep.15 retrocedieron -1,2% a tipos de cambio constante) centrada en los análisis por tecnología NAT (análisis de ácidos nucleicos) seguirá penalizada por la desaceleración en algunos países desarrollados (menos presupuestos para sanidad, menos transfusiones, etc.) en un entorno altamente competitivo. Además, la prórroga hasta 2026 del acuerdo firmado con Abbott para la producción de antígenos por 700M\$, generará ingresos recurrentes, pero continuará impactado negativamente sobre las ventas como ha sucedido en el 3T '15.

(iii) La **división de hospitales** (Ventas 9M '15: -0,3% a tipos cambio const.) sólo representa el 3% sobre ingresos totales pero tendrá dificultades para crecer en un contexto global que avanza a menor ritmo.

**Deuda Financiera Neta:** Sigue mostrando dificultades para reducir el endeudamiento. En sep. '15 la DFN alcanzó los 3.700M€ (+16% desde dic.14) y el ratio de endeudamiento se situó en 3,3x Ebitda (últimos 12 meses) desde 3,1x el Ebitda en dic.14. El aumento de la deuda se debe tanto a la apreciación del dólar como a la disminución de tesorería, en parte dirigida a I+D (+24% respecto 9M '14).

**Inversiones (CAPEX):** Alcanzó los 201M€ (sep.15) destinados a mejorar las instalaciones productivas (Parets del Vallés, Barcelona), al desarrollo de inversiones estratégicas (la reubicación de la División de *Bioscience* en Irlanda en busca de ventajas fiscales) y a la nueva planta integrada de producción de antígenos en Emeryville (San Francisco, EE.UU). Esta última, que forma parte del *Proyecto Horizon* del plan de inversiones 14/16 (dotación aprox. 600M€), se trasladará en 2017 la producción para Abbott.

PyG (M€)	9M 2014	%vtas	9M 2015	%vtas	a/a
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>2.438</b>		<b>2.872</b>		<b>18%</b>
<i>Costes de ventas</i>	<i>1.182</i>	<i>48%</i>	<i>1.462</i>	<i>51%</i>	<i>24%</i>
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>1.256</b>	<b>52%</b>	<b>1.409</b>	<b>49%</b>	<b>12%</b>
<i>I+D</i>	<i>128</i>	<i>5%</i>	<i>158</i>	<i>6%</i>	<i>24%</i>
<i>SG&amp;A</i>	<i>498</i>	<i>20%</i>	<i>533</i>	<i>19%</i>	<i>7%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>770</b>	<b>32%</b>	<b>857</b>	<b>30%</b>	<b>11%</b>
Amortizaciones	139	6%	139	5%	0%
<b>EBIT</b>	<b>631</b>	<b>26%</b>	<b>718</b>	<b>25%</b>	<b>14%</b>
Coste financiero neto	202	8%	198	7%	-2%
<b>BAI</b>	<b>426</b>	<b>17%</b>	<b>517</b>	<b>18%</b>	<b>21%</b>
IS	89		116		
<b>BNA</b>	<b>336</b>	<b>14%</b>	<b>401</b>	<b>14%</b>	<b>19%</b>
Nº acciones (millones)	344		344		
<b>BPA</b>	<b>0,98</b>		<b>1,17</b>		

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Esther Gutiérrez de la Torre Rafael Alonso Avda. Bruselas 12

Eva del Barrio Pilar Aranda Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento) 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: (Pág. 2 de 3) Madrid

<http://broker.bankinter.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.

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

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

PYG Resumida (M€)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI 15/20
Total Ingresos	2.742	3.355	3.700	3.902	4.118	4.350	4.599	4.867	5,6%
Coste Ventas	1.324	1.656	1.850	1.951	2.059	2.175	2.300	2.434	
<b>Margen Bruto</b>	1.418	1.699	1.850	1.951	2.059	2.175	2.300	2.434	5,6%
EBITDA	865	1.047	1.114	1.153	1.213	1.305	1.369	1.437	5,2%
<b>Margen Ebitda</b>	31,5%	31,2%	30,1%	29,5%	29,5%	30,0%	29,8%	29,5%	
Amortizaciones	128	189	218	216	225	261	265	269	
EBIT	736	858	895	936	988	1044	1104	1168	5,5%
Rdo. Financiero	237	261	244	333	328	323	318	314	
BAI	498	590	651	604	660	721	785	855	5,6%
Impuesto de Sociedades	155	123	137	127	139	151	165	179	
BNA	346	470	511	473	518	566	617	672	5,6%
BPA	1,01	1,37	1,49	1,38	1,51	1,65	1,79	1,95	5,6%

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Balance Resumido (M€)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Inmovilizado	3.701	5.537	6.337	6.461	6.550	6.651	6.760	6.871
Activo Corriente	1.412	1.810	1.780	1.858	1.891	1.976	2.067	2.165
Tesorería	727	1.103	1.061	1.128	1.192	1.249	1.325	1.407
<b>TOTAL ACTIVO / PASIVO</b>	<b>5.841</b>	<b>8.450</b>	<b>9.179</b>	<b>9.447</b>	<b>9.633</b>	<b>9.877</b>	<b>10.153</b>	<b>10.443</b>
Patrimonio Neto Total	2.107	2.663	2.969	3.254	3.564	3.904	4.274	4.677
Pasivo Corriente	457	885	756	800	815	864	916	973
Deuda Financiera	2.811	4.349	4.719	4.637	4.483	4.319	4.150	3.958
Pasivo No Corriente	465	553	734	756	771	790	812	835
<b>Fondo de Maniobra (F.M.)</b>	<b>1.683</b>	<b>2.028</b>	<b>2.085</b>	<b>2.186</b>	<b>2.267</b>	<b>2.362</b>	<b>2.476</b>	<b>2.599</b>

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración DFC	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BNA	511	473	518	566	617	672
Amortiz. & Prov.	218	216	225	261	265	269
CFN	729	690	743	827	882	940
Financieros (1-T)	193	264	260	256	318	314
(-)Inversiones	250	260	265	271	276	276
+/- Var. F. M.	-57	-101	-81	-95	-114	-122
CFLO	616	593	656	718	810	856

Fuente: Análisis Bankinter.

## Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCL

	Precio Objetivo GRF		g				
	0,45%	0,60%	0,75%	0,90%	1,05%	1,20%	
W	4,58%	51,9	53,9	56,1	58,4	61,0	63,8
A	4,78%	48,9	50,7	52,6	54,8	57,0	59,5
C	4,98%	46,1	47,8	49,5	51,4	53,5	55,7
C	5,18%	43,6	45,1	46,7	48,4	50,3	52,2
	5,38%	41,3	42,7	44,1	45,7	47,3	49,1
	5,58%	39,2	40,5	41,8	43,2	44,7	46,3
	5,78%	37,3	38,4	39,6	40,9	42,3	43,7

Fuente: Análisis Bankinter.

Hemos aplicado al modelo una sobreprima de riesgo de +2% sobre el Yield del Ibx (3,6%) por la elevada exposición al dólar (fortaleza de la divisa y probable subida de tipos de interés EE.UU. = impacto negativo sobre la deuda y los costes financieros). En coherencia con ello, tomamos como referencia la TIR del T-Note como la tasa libre de riesgo.

## Ratios Comparables

Compañía	PER		EV/Ventas		EV/Ebitda		ROE	Rent. Divid.
	PER15e	PER16e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2015e
GRIFOLS A	30,4 x	32,8 x	4,8 x	4,5 x	15,8 x	15,2 x	17,2%	1,32%
CSL LTD	24,3x	21,0x	5,4x	6,1x	18,2x	17,9x	46,7%	1,72%
BAXTER	30,0 x	26,6 x	2,1 x	1,4 x	8,0 x	13,5 x	21,1%	4,45%
Media Compañías Hemoderivados	27,1 x	23,8 x	3,7x	3,7x	13,1x	15,7x	33,9%	3,08%
Media Compañías Diagnóstico	20,8 x	18,6 x	3,3 x	3,1 x	15,6 x	13,1 x	18,2%	1,22%
Media Compañías Material Médico	17,0 x	15,9 x	3,9x	4,0x	17,0x	11,9x	15,0%	2,26%
<b>Media sector</b>	<b>21,7 x</b>	<b>19,4 x</b>	<b>3,6 x</b>	<b>3,6 x</b>	<b>15,2 x</b>	<b>13,6 x</b>	<b>22,4%</b>	<b>2,2%</b>
<b>Media ponderada sg. negocios GRF</b>	<b>25,0 x</b>	<b>22,0 x</b>	<b>3,5 x</b>	<b>3,5 x</b>	<b>13,3 x</b>	<b>14,7 x</b>		

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

## Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Jesús Amador

Esther Gutiérrez de la Torre

Rafael Alonso

Eva del Barrio

Pilar Aranda

Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

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

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 3 de 3)

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

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

PYG Resumida (M€)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	TAMI 2014/19
<b>Total ingresos</b>	8.176	8.811	9.670	10.154	10.524	10.829	11.176	<b>4,9%</b>
Gastos de explotación	-7242	-7828	-8552	-8975	-9300	-9569	-9875	
<b>EBITDA</b>	934	983	1.118	1.178	1.225	1.260	1.300	<b>5,8%</b>
<i>Mg Ebitda</i>	11%	11%	12%	12%	12%	12%	12%	
Amtz. Depr. y deterioro activos	-107	-239	-243	-250	-262	-273	-285	
<b>EBIT</b>	827	744	875	928	963	987	1.015	<b>6,4%</b>
Resultado Financiero	-333	-377	-397	-393	-392	-389	-403	
Resultado puesta en equivalencia	375	138	170	179	187	197	213	
<b>BAI</b>	869	505	649	714	759	794	825	<b>10,3%</b>
<b>BNA</b>	727	403	467	536	569	596	618	<b>8,9%</b>
<b>BPA</b>	0,65	0,71	0,63	0,73	0,77	0,81	0,84	
<b>DPA</b>		<b>0,66</b>	<b>0,70</b>	<b>0,75</b>	<b>0,79</b>	<b>0,84</b>	<b>0,88</b>	

Balance Resumido (M€)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Inmovilizado material	2.122	2.205	2.249	2.294	2.340	2.387	2.434
Concesiones y F.de comercio	11.201	12.607	12.784	13.283	13.802	14.341	14.901
Otro activo inmovilizado	3.889	4.614	4.485	4.597	4.711	4.828	4.949
<b>Total activo inmovilizado</b>	<b>17.212</b>	<b>19.426</b>	<b>19.518</b>	<b>20.174</b>	<b>20.852</b>	<b>21.556</b>	<b>22.284</b>
Deudores	2.212	2.244	2.490	2.615	2.710	2.789	2.878
Tesorería y equivalentes	3.070	3.439	3.570	3.641	3.714	3.789	3.864
Otro circulante	346	365	365	365	365	365	365
<b>Total activo circulante</b>	<b>5.628</b>	<b>6.048</b>	<b>6.425</b>	<b>6.621</b>	<b>6.790</b>	<b>6.942</b>	<b>7.107</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>22.840</b>	<b>25.474</b>	<b>25.944</b>	<b>26.795</b>	<b>27.642</b>	<b>28.498</b>	<b>29.392</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>6.074</b>	<b>6.021</b>	<b>5.970</b>	<b>5.978</b>	<b>6.008</b>	<b>6.054</b>	<b>6.127</b>
Pasivo a LP	4.237	5.310	5.554	5.810	6.077	6.357	6.649
Pasivo Circulante	485	574	591	608	625	644	662
Deuda financiera	8.799	10.075	10.007	10.389	10.775	11.167	11.540
<b>TOTAL PASIVO Y PAT. NETO</b>	<b>22.840</b>	<b>25.473</b>	<b>25.944</b>	<b>26.795</b>	<b>27.642</b>	<b>28.498</b>	<b>29.392</b>

Flujos de Caja Libre	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
<b>+ BNA</b>	<b>452</b>	<b>520</b>	<b>553</b>	<b>578</b>	<b>600</b>
+ Amortizaciones & Provisiones	243	250	262	273	285
= Cash Flow Neto	695	770	814	852	886
+ Gastos Financieros Netos x (1 - T)	91	294	294	292	302
+Dividendos de proyectos	450	473	496	521	547
<b>= Cash Flow Operativo</b>	<b>1.236</b>	<b>1.537</b>	<b>1.604</b>	<b>1.665</b>	<b>1.735</b>
- Inversiones	-380	-687	-715	-745	-775
<b>+/- Variación de Circulante</b>	<b>-230</b>	<b>-107</b>	<b>-78</b>	<b>-60</b>	<b>-71</b>
<b>= Cash Flow Libre Operativo</b>	<b>627</b>	<b>743</b>	<b>811</b>	<b>859</b>	<b>889</b>

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso <http://broker.bankinter.com/>  
Pilar Aranda Belén San José Ramón Carrasco Esther Gutiérrez de la Torre Ana de Castro Avda. Bruselas 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: Ana Achau (Asesoramiento) 28108 Alcobendas, Madrid

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser"