

26 de febrero de 2016

Cierre de este informe:

7:46 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	16.697	16.485	1,3%	-4,2%
S&P 500	1.952	1.930	1,1%	-4,5%
NASDAQ 100	4.241	4.201	1,0%	-7,7%
Nikkei 225	16.188	16.140	0,3%	-14,9%
EuroStoxx50	2.877	2.820	2,0%	-11,9%
IBEX 35	8.216	8.014	2,5%	-13,9%
DAX (ALE)	9.331	9.168	1,8%	-13,1%
CAC 40 (FRA)	4.248	4.155	2,2%	-8,4%
FTSE 100 (GB)	6.013	5.867	2,5%	-3,7%
FTSE MIB (ITA)	17.105	16.719	2,3%	-20,1%
Australia	4.880	4.881	0,0%	-7,9%
Shanghai A	2.894	2.868	0,9%	-21,9%
Shanghai B	353	347	1,5%	-17,3%
Singapur	2.635	2.603	1,2%	-8,6%
Corea	1.920	1.919	0,1%	-2,1%
Hong Kong	19.189	18.889	1,6%	-12,4%
India	23.060	22.976	0,4%	-11,7%
Brasil	41.888	42.085	-0,5%	-3,4%
México	43.435	43.174	0,6%	1,1%

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

Majores subidas y bajadas			
Ibex 35	% diario		% diario
MEDIASET ESP	9,2%	DISTRIBUIDOR	-4,5%
INTL CONS AI	5,9%	SACYR SA	-2,4%
TELEFONICA	5,1%	ACERINOX	-1,2%
EuroStoxx 50	% diario		% diario
TELEFONICA	5,1%	ANHEUSER-BUS	-1,7%
AIRBUS GROUP	4,4%	SAFRAN SA	-1,2%
ENGIE	4,3%	SCHNEIDER EL	0,5%
Dow Jones	% diario		% diario
UNITED TECH	4,8%	CHEVRON CORP	0,0%
NIKE INC -CL	3,3%	WALT DISNEY	0,2%
DU PONT (EI)	2,4%	COCA-COLA CO	0,6%

Futuros			
	Último	Var. Pts.	% día
1er Vcto. mini S&P	1.951,25	1,50	0,08%
1er Vcto. EuroStoxx50	2.873	-24,0	-0,83%
1er Vcto. DAX	9.327,00	-66,00	0,00%
1er Vcto. Bund	166,13	0,01	0,01%

Bonos				
	25-feb	24-feb	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,54%	-0,52%	-1,6pb	-19,10
Alemania 10 añc	0,14%	0,15%	-1,6pb	-49,10
EEUU 2 años	0,73%	0,75%	-2,8pb	-32,1
EEUU 10 años	1,72%	1,75%	-3,3pb	-55,37
Japón 2 años	-0,220%	-0,217%	-0,3pb	-21,10
Japón 10 años	-0,070%	-0,06%	-1,5pb	-33,50

Diferenciales renta fija en puntos básicos

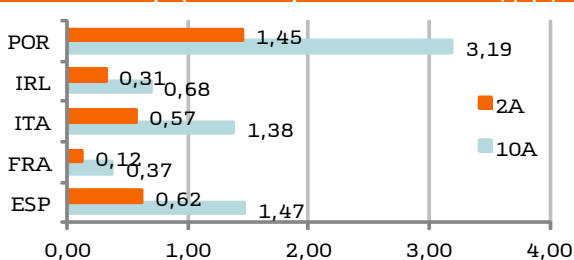
Divisas				
	25-feb	24-feb	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,1018	1,1013	+0,0%	+1,4%
Euro-Libra	0,7892	0,7909	-0,2%	+7,1%
Euro-Yen	124,50	123,54	+0,8%	-4,7%
Dólar-Yen	112,69	113,00	-0,3%	-6,3%

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

Materias primas				
	25-feb	24-feb	% día	% año
CRBs	163,20	162,06	0,7%	-7,7%
Brent (\$/b)	34,47	33,86	1,8%	-3,6%
West Texas(\$/b)	32,17	30,40	5,8%	-13,1%
Oro (\$/onza)*	1233,03	1228,75	0,3%	16,2%

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

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



Claves del día:

- ✓ PIB EE.UU. 4T'15.
- ✓ Resultados Empresariales (Telefónica, IAG, Amadeus).

Ayer: "Todo incitaba al rebote y llegó"

Ayer se produjo un rebote en los principales índices, animados por el cierre americano del día anterior y por un saldo positivo en las compañías que presentaron sus cuentas. EE.UU., que cotizaba con descensos, consiguió darse la vuelta y rebotar con el aumento repentino del precio del petróleo.

Hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	Est.	Ant.
s/h		G-20: reunión ministros finanzas y banqueros centrales				
11:00h	UEM	Indicadores de Confianza				
14:00h	ALE	IPC	Feb P	a/a	0,5%	-0,8%
14:30h	EEUU	PIB. 2ª estimac.	4T	t/t	0,4%	0,7%
16:00h	EEUU	Deflactor PCE	Ene	a/a	1,0%	0,6%
16:00h	EEUU	Conf. U. Michigan, final	Feb	Ind.	91,0	90,7

Próximos días, referencias más relevantes:

L;0:50h	JAP	Prod. Industrial	Jan P	a/a	-4,2%	-1,9%
L;11:00h	UEM	Estimación IPC	Feb	a/a	0,1%	0,3%
M;2:00h	China	PMI Manufacturero	Feb	Ind.	49,4	49,4
M;10:00	UEM	PMI Manufacturero	Feb F	Ind.	51,0	51,0
M;11:00	UEM	Tasa de Paro	Jan	%s/pa	10,4%	10,4%
M;16:00	EEUU	ISM Manufacturero	Feb	Ind.	48,5	48,2
X;9:00h	ESP	Var. Parados	Feb	m/m	--	57,2
X;14:15h	EEUU	Var. Empleo ADP	Feb	000	185k	205k
X;20:00h	EEUU	Libro Beige de la Fed				
J;11:00h	UEM	Ventas Minoristas	Jan	a/a	--	1,4%
J;14:30h	EEUU	Product. No Agrícola	4Q F	t/t	-3,3%	-3,0%
J;14:30h	EEUU	Costes Labor. Unit.	4Q F	t/t	4,7%	4,5%
J;16:00h	EEUU	Bienes Duraderos	Jan F	m/m	--	4,9%
V;14:30h	EEUU	Var. Empleo No Agríc.	Feb	000	195k	151k
V;14:30h	EEUU	Balanza Comercial	Jan	000M	-\$43.50b	-
V;14:30h	EEUU	Tasa de Paro	Feb	%s/pa	4,9%	4,9%

Hoy: "PIB EE.UU. y resultados Telefónica".

Las bolsas probablemente mantendrán el rebote de ayer, pero con menos ímpetu. Se publican muchas referencias relevantes, de las cuales destacamos las siguientes: (i) **Resultados Empresariales:** Telefónica, IAG, Amadeus y Sacyr. Gamesa publicó ayer al cierre unos buenos resultados (ver compañías). (ii) **Referencias macro importantes:** PIB americano 4T'15. A pesar de que se estima un dato más débil (+0,4% e. vs +0,7% ant.), podría sorprender al alza. En Europa lo más relevante es la Confianza del Consumidor, probablemente débil, pero con reducido impacto. (iii) Por último, tanto hoy como mañana se reúne el G-20 (banqueros centrales y ministros de finanzas) y ya se han producido las primeras declaraciones (ver entorno). Probablemente la caída del petróleo y la política monetaria acomodaticia de los bancos centrales serán temas de discusión.

En coherencia, estimamos una sesión alcista en renta variable y sin grandes variaciones en divisas y bonos.

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/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.

1.- Entorno Económico

G-20: hoy comienza la cumbre de banqueros centrales y ministros de finanzas y, antes de que comience, se han realizado las primeras declaraciones. (i) **Schauble** (Alemania) ha expuesto que no estaría de acuerdo en que el G-20 adopte un paquete de estímulo fiscal. Mostró además un desacuerdo en cuanto a la opinión de una posible pérdida de influencia de los bancos centrales. (ii) **El Gobernador del Banco Central de China (Zhou Xiaochuan)** ha hecho unas declaraciones exponiendo que no hay motivos para que el yuan se siga depreciando, ya que los fundamentales de su economía siguen siendo fuertes. Además expuso que China cuenta con un margen de maniobra y herramientas de política monetaria suficientes para hacer frente a los riesgos y no dudará en aplicar una política monetaria flexible si lo considera necesario.

ESPAÑA.- PIB 4T'15 preliminar (a/a): +3,5% vs +3,4% del 3T'15. En términos (t/t) también coincide con el dato preliminar: +0,8%, dos décimas menos que en 3T'15. La mejora registrada en 4T'15 responde a un repunte de la demanda interna. Se produce un aumento del gasto público hasta +3,7% vs +3% anterior, mientras que el consumo privado se reduce una décima hasta +3,5% desde +3,6% anterior. Por el lado negativo destaca un cierto frenazo de la inversión hasta +6,4% vs +6,7%, porque desaceleran la construcción y los bienes de equipo, mientras que la propiedad intelectual aumenta con cierta energía. La aportación del sector exterior al PIB es negativa, pero no obstante hacemos una buena lectura de ello: las exportaciones aumentan a buen ritmo: +5,3% vs +4,5% anterior, mientras que las importaciones también repuntan +7,7% vs +7,2% anterior, lo que es un buen síntoma de la recuperación de la demanda interna. [Link directo a la nota.](#)

REINO UNIDO.- El PIB 4T'15 en términos (a/a) ascendió (preliminar) a +1,9%, nivel que coincidió con estimaciones pero que es dos décimas por debajo del dato de 3T'15. En términos (t/t) se sitúa en +0,5%, nivel que coincide con estimaciones y que supera el +0,4% del dato previo.

ALEMANIA.- La Confianza de Consumidor que elabora GfK de marzo repuntó hasta 9,5 vs 9,3e. y 9,4 anterior.

ITALIA.- Emitió 6.250M€ en letras a 6 meses, lo hizo a un ratio de demanda de 1,74x vs 1,65x anterior y una rentabilidad media de -0,042% vs -0,080% anterior.

EUROPA.- IPC muy débil en el mes de enero: En términos (a/a): +0,3% vs +0,4% preliminar y +0,2% ant. En términos (m/m): -1,4% (igual que estimaciones) y +0% anterior. En términos (subyacentes): +1% igual que estimaciones y +0,9% anterior. Estos datos reflejan que el nivel de precios en la Eurozona permanece en un nivel muy reducido lo que proporciona argumentos adicionales al BCE para que actúe en su próxima reunión (10 de marzo).

EEUU.- (i) Los Pedidos de Bienes Duraderos repuntaron con fuerza en el mes de enero tras la caída sufrida en diciembre: +4,9% vs +2,9% e. y -4,6% anterior (revisado desde -5%). Ex-Transporte +1,8% vs +0,3%e. y -0,7% ant. (revisado desde -1%). **En cuanto al desglose por componentes se aprecia una recuperación en todas ellas, pero destacamos dos especialmente: Bienes de Equipo: +20,4% vs -17,5% y Transporte +11,5% vs -12,1% ant.** También mejora, aunque con menos contundencia, Maquinaria: +6,9% vs -4,1% ant. [Link directo a la nota.](#) (ii) **El desempleo semanal se situó en 272k vs 270K estimado y 262K anterior. El desempleo de larga duración no sorprendió: 2.253K vs 2.272K anterior (revisado desde 2.273K).** (iii) **Ayer comparecieron dos miembros de la Fed: Williams (San Francisco) y Bullard (St. Louis).** Williams dijo que si la economía americana continúa repuntando, es lógico que la Fed vuelva a subir tipos lenta y gradualmente. Bullard expuso que el repunte en los precios subyacentes producido en EE.UU. en enero (+2,1%) es un buen ejemplo de que las estimaciones de la institución de un repunte de los precios es correcta.

JAPÓN.- El IPC (a/a) de enero se situó en 0%, igual que estimaciones y +0,2% ant. Excluyendo alimentos también coincide con estimaciones, 0% y +0,1% ant. Excluyendo además energía +0,7%, igual que estimaciones y +0,8% ant. Niveles de IPC muy reducidos, afectados por la caída en el precio de la energía y lejos del objetivo del BoJ del 2%.

CHINA.- Los Precios de Vivienda en enero aumentaron en 25 ciudades de las 69 analizadas en viviendas no residenciales, mientras que cayeron en 45 ciudades. En viviendas residenciales aumentaron en 40 ciudades frente a una reducción en 29. Por lo tanto se produce una mejora con respecto a mes de diciembre, en el cual las viviendas habían aumentado en 21 y 35 ciudades respectivamente.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada

Eva del Barrio

Pilar Aranda

Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

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

Ana de Castro

Jesús Amador

Rafael Alonso

Belén San José

Esther G. de la Torre

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

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

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

Leer más en nuestra web:

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

2.- Bolsa española

TELEFÓNICA (Neutral; Pr. Objetivo: 11,8€; Cierre: 9,4€; Var. Día: +5,1%): Resultados de 2015 flojos: el OIBDA y el beneficio defraudan expectativas mientras el endeudamiento repunta.- Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 47.219M€ (+8,7% en términos reportados) por encima de los 46.968M€ esperado, OIBDA 11.414M€ (-17,2%) por debajo de los 14.272M€ esperados; Margen OIBDA 24,2% (-7,5%); BNA 2.745M€ (-8,5%) vs. 3.424M€ y BPA 0,51€ (-15,2%) vs. 0,77€ estimado. En cuanto al 4T15, los ingresos quedaban planos en 11.881M€ vs. 11.800M€ estimados, el OIBDA cae hasta 401M€ (-88%) vs. 808,7M€ estimados y el resultado es una pérdida de -1.832M€ como resultado de las provisiones por reestructuración acometidas durante estos meses (-3.122M€). **OPINIÓN:** El crecimiento de ingresos se produce gracias a Alemania y a la mejora en España, donde los ingresos crecen +3,2% en términos reportados en el conjunto del año mientras en el 4T lo hicieron un +6,0%. Sin embargo, Brasil sigue mostrando debilidad (-1,5% en el conjunto del año). Nos preocupa la caída a nivel de OIBDA y el empeoramiento del margen OIBDA, aunque en cierta medida estas partidas se han visto afectadas por diversos extraordinarios negativos como la provisión por gastos de reestructuración (-3.122M€). En términos de endeudamiento la deuda financiera neta asciende a 49.921M€ (+4.834M€) lo que supone un ratio de apalancamiento (deuda financiera neta sobre OIBDA) de 4,3x muy superior al del ejercicio anterior (3,2x). Pese a que la compañía insiste en que con la venta de O2 este ratio caería a niveles en torno a 2,4x, este punto nos sigue preocupando especialmente. Por un lado, el escenario para la venta aún no es claro, presenta serias dudas por la importante reducción de competencia que implica (supone la fusión del segundo operador móvil del mercado británico con el cuarto y la reducción de cuatro a tres operadores móviles en dicho mercado). De hecho Ofcom, regulador británico de telecomos que ofrece servicios consultivos a la Comisión Europea, ya se ha mostrado en contra de la misma. Por otro lado, la compañía reitera su intención de pagar un dividendo de 0,75€ en efectivo por acción en 2016, lo que implica una rentabilidad por dividendo de casi el 8%. Sin embargo, este punto sigue en riesgo si no se cierra la venta de O2. En cuanto al resto de objetivos para el conjunto de 2016, espera un crecimiento de ingresos superior al +4% interanual, que el margen OIBDA se establezca frente a 2015, que el CapEx/Ventas excluyendo espectro quede entorno al 17%. En definitiva, se trata de unos resultados débiles que defraudan expectativas a nivel de OIBDA y beneficios, que muestran un importante repunte en términos de endeudamiento y que fijan una serie de objetivos muy dependientes de la venta de O2. Por todo ello, el impacto debería ser negativo para el valor durante la sesión de hoy.

GAMESA (Comprar; Pº Objetivo 18,8€; Cierre 16€, Var. +1,7%). Resultados 2015 fuertes y bate estimaciones: sigue siendo uno de nuestros valores preferidos en el Ibx-35.- Resultados 2015 comparados con el consenso de analistas y estimaciones Análisis Bankinter: Ventas 3.504M€ (+23%) vs 3.487M€e. y 3.301M€ (A. BKT); Ebit 294M€ (+54%) vs 288M€ e. y 291M€ (A. BKT); margen Ebit 8,7% (+1,7 puntos) vs 9% (A. BKT); BNA 175M€ (+73%) vs 172M€e. y 171M€ (A. BKT). La cartera de pedidos se sitúa en 3.197MW (+28%), mientras que la entrada de pedidos aumenta hasta 3.883MW (+17%). Mantiene el objetivo de tener un Balance muy saneado y consigue elevar la caja neta positiva hasta -301M€, frente a deuda financiera neta de 70M€ en 3T '15. Destaca además la contribución de Adwen a los resultados del grupo de 29M€ en Ebit, aunque en términos de BNA tiene una contribución negativa de -5M€, por lo que incluyendo Adwen el BNA es de 170M€. Evolucionan positivamente las dos áreas de negocio: (i) Aerogeneradores hasta 3.033M€ (+26%) y (ii) Operaciones y Mantenimiento hasta 471M€ (+8%). Por áreas de negocio eleva su presencia en India (hasta 29% desde 26%), mercado estratégico por las fuertes inversiones previstas en el sector, China hasta 13% desde 9% y Europa, hasta 18% desde 16%. Sin embargo reduce su presencia en LatAm hasta 27% desde 34% y EE.UU. hasta 11% desde 15%. **OPINIÓN:** son resultados muy fuertes que deberían quedar reflejados en su cotización a lo largo de la sesión de hoy. En primer lugar se aprecia un repunte en términos de actividad (Ventas +23%, BNA +73%, incluso considerando la contribución negativa en BNA de Adwen). (ii) Mantiene un balance muy saneado, con una fuerte posición de caja neta. (iii) Cumple holgadamente con los objetivos comprometidos para el conjunto del año, entre ellos destacamos: (i) Volumen 3.180MW (Obj. 3.100MW); (ii) Ventas 3.504M€ (obj. 3.400M€); (iii) Margen Ebit 8,4% (obj > 8%), Capex s/ ventas 4,8% (obj. 4%-5%). (iv) El retorno sobre el capital empleado es muy elevado: +17%, seis puntos por encima del dato de 2014. De hecho, prevé este año fijar los objetivos marcados para 2017: volumen de actividad superior a los 3.800MW, ebitda superior a 400M€ y margen Ebit superior a 9%. En cuanto al dividendo, propone un reparto en efectivo de 0,1524€, una cifra de

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.

prácticamente el doble de la que repartió con cargo a 2014 y que supone una rentabilidad por dividendo de +1%. En este contexto mantenemos nuestra recomendación en Comprar y continua siendo uno de los valores seleccionados en la cartera de cinco valores https://broker.bankinter.com/stf/analisis/analisis_bankinter/carteras_modelo_espanolas.pdf.

Mantenemos Precio Objetivo en 18,8€, nivel que ofrece un potencial de +18% con respecto al cierre de ayer. Pensamos que en el precio se incluyen tanto los buenos resultados obtenidos como la opción de que se produzca una operación corporativa y sea adquirida por Siemens, ya que estimamos que al menos, y si se confirma la operación, el *fair value* debería ser 17€/acc. El equipo directivo no proporciona información adicional sobre este asunto y no responde a preguntas en la *conference call* posterior a la presentación de ayer por la tarde. El pasado 29 de enero publicamos una nota sobre la compañía a la cual incluimos [link directo](#).

BME (Comprar; Pr.Obj. en revisión; Cierre: 28,59€): Resultados 2015 en línea con lo esperado por el consenso, pero algo inferiores a nuestras estimaciones y debilitándose en el 4T.- Cifras principales comparadas con lo esperado por el consenso (Bloomberg, en adelante "B") y por nosotros (en adelante "BKTe"): Ingresos 348M€ (+1,6% vs -10,8% en 4T tomado aisladamente vs +6,3% en 9m'15) vs 347,5 M€ B vs 368,3M€ BKTe. Ebitda: 244,9 M€ (+2,5% vs -9,1% en 4T vs +6,7% en 9m'15) vs 243,2 M€ B vs 264,1M€ BKTe. BNA 173,5 M€ (+5,2% a/a vs -4,0% en 4T vs +8,4% en 9m'15) vs 172,7 M€ B vs 181,6M€ BKTe). BPA 2,08€ (+5,1% vs -4,1% en 4T vs +8,3% en 9m'15). El efectivo negociado en renta variable en todo 2015 fue de 963.253M€ (+8,9% vs +21,4% hasta sept.) y el número de clientes se incrementó +7,2% vs +32,4% hasta sept., lo que indica que se produjo una contracción de volúmenes y clientes en el 4T (negociación renta variable -19,5% y negociación renta fija -29,4%). En otro orden de cosas, BME ha comprado el 50% de Infobolsa en poder de Deutsche Börse por 8,2M€. **OPINIÓN:** Las cifras del 4T muestran un debilitamiento acusado, sin duda derivado de la menor contratación como consecuencia de las caídas del Ibex en los últimos 3 trimestres de 2015 (+12,1% en 1T, pero -6,5% en 2T, -11,2% en 3T y -0,2% en 4T). Esta es una reacción típica y bien conocida (cuando la bolsa cae, la contratación se reduce), de manera que el debilitamiento de las cifras de BME en el 4T no se debe a razones atribuibles a la propia compañía, sino al contexto del mercado. El aspecto más positivo de los resultados probablemente sea la contención de los costes operativos (-0,4% en 2015, pero -14,6% en el 4T), aunque la comparación resulta particularmente favorable debido que a finales de 2014 tuvieron lugar unos extraordinarios negativos derivados de la Reforma del Sistema de Compensación y Liquidación que han sido muy inferiores en 2015 y que es improbable vuelvan a repetirse. Gracias a esta contención de costes, la cuenta de resultados ofrece un **apalancamiento operativo positivo**. Los aspectos más positivos de BME, que además consideramos estructurales y no pasajeros, son los siguientes y merecen ser tenidos seriamente en cuenta a su favor: (i) Se trata de una compañía con un **negocio cautivo** - en la práctica - y **sin deuda**, lo cual proporciona unos ingresos fácilmente predecibles y, hasta cierto punto, estables (aunque dependientes del tono de las bolsas, obviamente), además de un balance saneado. (ii) **Elevada rentabilidad por dividendo**: 5,3% considerando el cierre de ayer y el DPA'15 (1,52€; +16,4%). No obstante, es innegable que estos resultados son flojos y que el contexto de las bolsas es más errático de lo que venía siendo en años anteriores, por lo que colocamos nuestro Precio Objetivo en revisión (muy probablemente lo revisaremos a la baja desde los 42,64€ en que lo teníamos fijado hasta hora), pero continuamos recomendando Comprar. Parece improbable que el mercado recoja hoy positivamente estas cifras, aunque tampoco supondrán una decepción significativa. El valor podría reaccionar moderadamente a la baja en la sesión de hoy.

FERROVIAL (Comprar; Pr. Objetivo: 24,6€; Cierre: 18,39€): Presenta resultados levemente inferiores a las expectativas del mercado, con desaceleración en Ingresos y Ebitda.- Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 9.701 M.€ (+10%) frente a 9.694,4 M.€ estimado; Ebitda 1.027 M.€ (+4%) frente a 1.105,9 M.€ estimado; Ebit 901 M.€ (+21%); Beneficio neto Atribuible 720 M.€ (+79%). El incremento del BNA se produce fundamentalmente por el crecimiento de los resultados por puesta en equivalencia hasta 312 M.€ (+126%), debido a resultados extraordinarios en Heathrow por importe de 138 M.€. y un impacto fiscal favorable no recurrente de 175 M.€. La deuda neta del grupo se sitúa en 4.542 M.€ (equivalente a 4,4x Ebitda), lo que supone una reducción de -27% con respecto a Dic-2014 debido a la desconsolidación de Ocaña-La Roda y a la venta de Chicago Skyway. Por último, la compañía ha anunciado un plan de recompra de acciones por un importe máximo de 275 M€ y un aumento de +2,4% en el dividendo hasta 0,719 € por acción, equivalente a un *dividend yield* de 3,9%. **OPINIÓN:** El impacto de estos resultados sobre la cotización de Ferrovial debería ser neutral. En el plano positivo, destaca el incremento de los dividendos proporcionados por sus principales activos: 750 M.CAD de la autopista canadiense 407-ETR (+2,7%) y 300 M.GBP de Heathrow (+11,1%), la reducción de la deuda y el incremento de la cartera de pedidos en

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.

construcción (+8%) y servicios (+5%). Sin embargo, el incremento del tráfico muestra una cierta desaceleración tanto en ETR 407 (+3,3% frente a +3,4% al cierre de Sep15) como en Heathrow (+2,2% frente a +2,3%) y el incremento del Ebitda se ralentiza (+4% frente a +16% al cierre de 9M15), lo que puede impedir que la cotización repunte de forma significativa.

ACS (Neutral; Pr. Objetivo: 33,6€; Cierre: 22,40€): Presenta resultados 2015 ligeramente inferiores a las expectativas del mercado pero consigue una significativa reducción de su deuda. Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Reuters): Ingresos 34.925 M. € (+0,1%) vs. 36.195 M.€ estimado; Ebitda 2.409 M.€ (-5,6%) vs. 2.511 M.€ estimado; Ebit 1.541 M.€ (-8,5%); Beneficio Neto 725 M.€ (+1,1%) vs. 741,8 M.€ estimado. El descenso del Ebitda se debe a la venta de los activos renovables, por lo que el Ebitda comparable habría crecido +3,6%. Los ingresos del grupo se mantienen planos debido al buen comportamiento del negocio de Medio Ambiente (+34,2% en Ingresos), que ha permitido compensar el descenso de -1,9% en el negocio de Construcción por la menor actividad tanto de CIMIC en Australia como del resto del grupo en Alemania y España. En el negocio de Construcción destaca positivamente la mejora del margen Ebitda desde 5,5% hasta 5,7%. Por último, la cartera total del grupo se sitúa en 67.072 M.€ (+5,0%), equivalentes a 1,9 años de ventas y la deuda financiera neta se sitúa en 2.624 M.€ (-29,5% con respecto a Dic14 y -32,4% con respecto a Sep15). **OPINIÓN:** El impacto de estas cifras debería ser neutral, ofreciendo soporte a la cotización. Las cifras de Ingresos y Ebitda son inferiores a las expectativas del consenso y el negocio de Construcción (que genera el 72% de los ingresos y el 60% del Ebitda del grupo) presenta un descenso de sus ingresos. Sin embargo, la cotización se puede ver respaldada por las mejoras en 3 ámbitos relevantes: (i) La incipiente recuperación del margen Ebitda de Construcción por la mejora operativa en Hochtief (desde 4,5% hasta 5,4%); (ii) El incremento de la cartera de pedidos en +5% que se focaliza especialmente en Norteamérica (+22% con respecto a Dic-14); (iii) La reducción del endeudamiento bruto hasta 10.632 M.€ (frente a 12.200 M.€ al cierre de 2014) y la deuda neta hasta 2.624 M.€ (equivalente a 1,1x Ebitda), gracias no sólo a las desinversiones en activos sino también a las mejoras en la generación de caja operativa y en el capital circulante (+625 M.€ frente a -571 M.€ en 2014). En consecuencia, mantenemos la recomendación de Neutral y publicaremos una nota específica de la compañía tras el *conference call* de la presentación de resultados que la compañía realizará hoy.

AMADEUS (Neutral; Pr. Obj. 40,10€; Cierre: 36,91€). Resultados 2015 sin sorpresas y más bien buenos. Ha publicado esta mañana resultados buenos, aunque siguiendo la tónica de trimestres anteriores. Ventas 3.912M€ (+14,5%); EBITDA 1.465M€ (+12,2%); BNA 751,8M€ (+10,4%); FCF 659,2M€ (+10,5%); Deuda Neta: 1.611.6M€ (-7,3%); DN/Ebitda: 1,09x. A nivel de Reservas Aéreas (división de Distribución), se situaron en 505M (+8,3%) y Pasajeros Embarcados (división de Soluciones IT), alcanzaron las 747,3M (+7,5%). La compañía mantiene su política de dividendos (*pay-out* 50%) con lo que el div. complementario de 0,435€/acc (+14,4%) con lo que DPA'15 es de 0,775€ (+10,7%), rent. divi.'15: +1,94%. Para 2016 esperan crecimiento de ventas y Ebitda de doble dígito bajo, FCF entre 700M€/750M€, DN/Ebitda entre 1x/1,5x y *pay-out* del 50%. **OPINIÓN:** Buenos resultados, aunque siguiendo la tónica de trimestres anteriores. El mercado los acogerá sin grandes sorpresas. Destacar que el ratio DN/Ebitda se acerca a niveles de 1x. Tradicionalmente cuando este es inferior a 1x, AMS suele anunciar o dividendo extraordinario o recompra de acciones.

IAG (Comprar; Pr. Obj: 9,8€; Cierre 7,069€).- Buenos resultados de 2015 y *dividend yield* de 2,8% tras haber retomado el pago del dividendo desde 2011.

Principales cifras de 2015 comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 22.858M€ (+13,3% a/a) vs. 22.613M€ estimado; Ebit (ex -Aer Lingus y ex - excepcionales) 2300M€ y Ebit (incluyendo Aer Lingus) 2.335M€ (+68% a/a); BNA 1.516M€ (+51,1% a/a) y BPA 0,735€ (+64% a/a) vs. 0,758€ estimado. **Principales Indicadores Operativos:** Asientos por Km Ofertados (AKO) 272M (+8,2%), Coeficiente de Ocupación 81,7 vs. 80,4%; Ingreso por asiento ofertado (Ingreso/AKO) 7,46€ (+5,4% a/a), Coste Unitario excluido el combustible/AKO 5,3€ (+4,3% a/a). La deuda ajustada (incluye coste arrendamiento operativo de la flota) aumenta +39,9% desde dic.14 hasta 8.510€, la tesorería aumenta +18% hasta 5.856M€. **OPINIÓN:** Se trata de buenos resultados operativos y además, aunque la DFN aumenta hasta 2.654M€ (+232%), el apalancamiento no se incrementa, el ratio de endeudamiento (DFN/Ebitda) permanece en 1,9x). El dividendo se sitúa en 0,2€/acc., que equivale un rentabilidad por dividendo de 2,8%, (IAG dejó de pagar dividendo en 2011 cuando se llevó a cabo la fusión entre British Airways e Iberia) en línea con nuestras previsiones (estimábamos que la rentabilidad total por dividendo podría situarse por encima de 2%). Por último, el *guidance 2016* apunta a una mejora Ebit similar a la de 2015, es decir, +65%. Se situaría en 3.130M€ desde el rango 2.250/2.300M€ previsto para 2015. Para el 1T'16 los ingresos deberían evolucionar al mismo ritmo que en 4T'15.

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/les-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.

En los próximos días y después de la *conference* que ofrece IAG sobre los resultados, publicaremos NOTA ampliada.

MELIA HOTELES (Cierre 9,19€; Var. Día: +1,6%): Buenos resultados de 2015, baten en ingresos pero no BPA por las provisiones fiscales.- Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 1.738M€ (+16%) vs. 1.653M€ estimado; Ebitdar 436,8M€ (+24%); Ebitda 293M€ (+29%); Mg. Ebitda 16,9% (+164 p.b.); Ebit 163,9M€ (+25%); BNA 36M€ (+18%) y BPA 0,193€ vs. 0,339€ estimado. Principales Indicadores Operativos: El RevPar 74,4 (+15%); ADR 105,2 (+13,4%), Ocupación 70,8% vs. 69,7% en 2014 y habitaciones disponibles 2.562,5 (+3,5%). **OPINIÓN:** Se trata de unos buenos resultados que registran mejora de ingresos +16%, de márgenes (Mg. Ebitda hasta 16,9% desde 15,2% en 2014) y del BNA +18%, tras haber provisionando 33M€ por posibles regulaciones fiscales sobre los ejercicios 2009/2012, que además ha supuesto una mayor tasa fiscal en 2014 por lo que los resultados no serían del todo comparables. De manera que si excluimos estas provisiones, el grupo hotelero también habría batido estimaciones en BPA. Por último, la deuda financiera se reduce hasta 768,8 (-22%), que supone una mejora del ratio de apalancamiento (DFN/Ebitda) desde 4,3x en 2014 hasta 2,6x, por tanto recupera el nivel de 2007 (uno de los niveles de apalancamiento más reducido a lo largo de la historia de la compañía). El *guidance* para 2016 apunta a una mejora del crecimiento del RevPar en 1T'16 de dígito simple medio/alto y para el conjunto del año de dígito simple medio. En definitiva, se trata de buenos resultados con mejora de márgenes, reducción de endeudamiento y mejora de ratios operativos (tanto por precio como por ocupación).

REPSOL (Vender; Cierre: 8,81€; Var. Diaria +2,73%): Información adicional respecto a los resultados del 4T.- Destacamos: **i) Producción total de hidrocarburos** 697.000bep/d (+87,8% y +6,7% respecto 3T'15). Cifra mejor de lo esperado. El fuerte incremento respecto a 4T'14 se debe a que aun no consolidaba Talisman. Luego la comparativa no es homogénea. Sea como fuere, la contribución de los activos de *Talisman* en el trimestre ha sido de 318.000bep/d de media (45% de Repsol). La producción media del Grupo en enero se ha situado en 714.000bep/d, muy por encima de lo esperado; **ii) Deuda financiera** se situó en 13.810M€ (+209,7%) y 15.293M€ en 3T'15; DN/FFPP 51,5%. Este nivel de deuda lo consideramos aún muy elevado lo que pone en riesgo la calificación crediticia de Repsol; **iii) Los activos de Talisman** han contribuido al resultado operativo en -208 M€. **iv) El precio de realización de crudo** dese situó en 37,84/brr (-32,3%) vs 43,2\$/brr de cotización media del Brent en el 4T'15; **v) Inversiones:** llamativa su evolución situándose en 1.164M€ (+9,3%) y +67,5% respecto a 3T'15; **vi) Margen de refino** 7,3\$/brr (+32,7% y -17,0% respecto 3T'15). Dato por debajo de lo esperado; **vii) las reservas probadas** del grupo se incrementaron en el año hasta 2.373Mbrep (+54%). La tasa de reemplazo de reservas orgánica (sin incluir el efecto de la adquisición de Talisman) alcanzó el 159%. Con la incorporación de la compañía canadiense, la tasa de reemplazo de reservas de Repsol supera el 500%; **viii) Para 2016, Repsol ha puesto en marcha medidas adicionales para reforzar sus objetivos estratégicos**, entre las que se incluyen: a) Aumentar a 400M\$ derivadas de la integración de Talisman (vs 220M\$ comunicados inicialmente); b) Reducir en un -20% adicional (1.800M€), las inversiones en el período 2016-2017 hasta un nivel por debajo de 4.000M€ en 2016 y cifra similar en 2017. Esta reducción representa un 20% adicional respecto a lo comprometido en el Plan Estratégico; c) Profundizar en el programa de eficiencias, hasta conseguir, en 2.016, un total de 1.100M€ (incluidas sinergias); **ix) Venta del negocio eólico** en el Reino Unido al grupo chino SDIC Power por 238M€, plusvalía 109M€. La venta incluye el proyecto de Inch Cape (100% REP) y la participación con la que Repsol contaba en el proyecto Beatrice (25% REP), ambos ubicados en la costa este de Escocia. Esta operación se enmarca dentro de la estrategia de desprenderse de activos no estratégicos; **x) la generación de caja** durante el periodo 2016-2020 espera que alcance los 10.000M€ para el pago de dividendos y la reducción de deuda; **xi) Gas Natural**, respecto a una posible venta de un porcentaje de su 30% en Gas Natural, la compañía aún no ha tomado ninguna decisión. **OPINIÓN:** Opinión favorable de Repsol tras la publicación de resultados en la medida que todas se orientan a reducir la salida de caja, ya sea reduciendo los costes, los gastos, las inversiones o el dividendo. Sin embargo, la deuda continúa manteniéndose en un nivel elevado.

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.

3.- Bolsa europea

ENI (Cierre: 12,09€; Var. Día: +2,63%): Resultados 4T'15.- Resultados de 4T'15 frente a consenso Bloomberg. Exploración y Producción 862M€ (-57,5%); Gas y Energía 18M€ (-80,4%) Refino y Marketing 93M€ (-55,9%); Servicios Centrales -101M€ (-7,3%); Beneficio Operativo 979M€ (-57,5%) vs 698M€ esperado por el consenso. BNA -200M€ (vs +525M€ en 4T'14). Producción de hidrocarburos 1,88Mbrrep/d (+10%) vs 1,77Mbrrep/d. El nivel más alto de los últimos 5 años y por encima del +5% fijado por la compañía como objetivo 2015. Ratio de remplazo orgánico de reservas +148% (+135% media desde últimos 5 años). Respecto al dividendo complementario, lo recorta hasta 0,40€/acc (-28,5%) situándose el DPA'15 en 0,80€/acc. (-16,6%). Rent. Divi.: +6,6%. **OPINIÓN:** buenos resultados y mejores de lo esperado. Destaca el llamativo incremento de la producción de hidrocarburos así como el ratio de remplazo. El mercado debería acoger positivamente estos resultados.

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.-

Los mejores: Bienes de consumo +1,44%; Financieras +1,41%; Salud +1,33%.

Los peores: Oil&Gas +0,21%; Telecomos +0,65%; Servicios de consumo +0,81%.

AYER publicaron (compañías más relevantes, BPA 4T frente a consenso de mercado): Best Buy 1,53 vs 1,39; Campbell Soup 0,87 vs 0,87; Kraft Heinz 0,62 vs 0,58; Gap 0,57 vs 0,57.

HOY no publican compañías relevantes.

S&P 500, SALDO DE RESULTADOS 4T PUBLICADOS: Con 476 compañías publicadas, el BPA medio ajustado recoge una caída de -1,91% vs -6,7% estimado para el total del S&P 500 antes del inicio de publicación de resultados y frente a -2,32% en el 3T (aunque se esperaba -6,9%).

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: (i) **SALESFORCE (69,42\$; +11,0%)**, la compañía de servicios online presentó sus cuentas de 2015 (BPA 4T'16 0,19\$ como estimado) y fue capaz de mejorar sus previsiones (BPA 16e 0,99/1,01\$ vs 0,98\$ del consenso); (ii) **STURM RUGER & CO (69,21\$; +7,8%)**, ya que el fabricante de armas consiguió batir las expectativas con sus cuentas (BPA 0,88\$ vs 0,75\$ e.).

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer destacan: (i) **WEIGHT WATCHERS (15,55\$; +1,24%)**, a pesar de subir en la sesión registró caídas de -23% en el mercado fuera de horas ya que presentó una fuerte caída de sus ventas (-21%) y pérdidas en el 4T'15 (BPA -0,03\$ vs +0,02\$ estimado). Es toda una desilusión ya que se esperaba que el apoyo de Oprah Winfrey (recientemente se ha hecho con el 10% del capital además de prestar su imagen) diera un vuelco a la compañía; (ii) **RESTORATION HARDWARE (38,49\$; -25,9%)** que se vio lastrada por los pobres resultados (BPA 0,99\$ vs 1,40\$e) y las malas perspectivas que había presentado la víspera. La compañía está sufriendo la desaceleración de sus ventas en regiones como Canadá y Texas como consecuencia de la caída del precio del petróleo; (iii) **WILLIAMS-SONOMA (53,35\$; -6,1%)** que se vio contagiada por los malos resultados de su competidora Restoration Hardware.

GAP (27,60\$; +1,17%): Sus acciones subieron en la sesión pero tras la publicación de resultados cayeron cerca del -5% en el mercado fuera de horas. La compañía presentó unas cifras 4T'15 algo decepcionantes: BNA 214M\$ (-30%), BPA 0,57\$ vs 0,57\$ estimado. En cualquier caso, lo que más le perjudicó fue la revisión a peor sus perspectivas para el conjunto del año: BPA'16e 2,20/2,25\$ vs 2,42\$ del consenso. La compañía está sufriendo por la fortaleza del dólar pero también por la mala acogida de alguna de sus marcas como Banana Republic y Gap, que no consiguen competir con fuerza frente a marcas como Zara o H&M.

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

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