

29 de septiembre de 2015

Cierre de este informe:

8:04 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	16.002	16.315	-1,9%	-10,2%
S&P 500	1.882	1.931	-2,6%	-8,6%
NASDAQ 100	4.103	4.225	-2,9%	-3,1%
Nikkei 225	16.965	17.645	-3,9%	-2,8%
EuroStoxx50	3.039	3.113	-2,4%	-3,4%
IBEX 35	9.394	9.520	-1,3%	-8,6%
DAX (ALE)	9.484	9.689	-2,1%	-3,3%
CAC 40 (FRA)	4.357	4.481	-2,8%	2,0%
FTSE 100 (GB)	5.959	6.109	-2,5%	-9,2%
FTSE MIB (ITA)	20.759	21.339	-2,7%	9,2%
Australia	4.926	5.113	-3,7%	-9,0%
Shanghai A	3.186	3.248	-1,9%	-6,0%
Shanghai B	308	310	-0,7%	5,8%
Singapur	2.756	2.792	-1,3%	-18,1%
Corea	1.943	1.947	-0,2%	1,4%
Hong Kong	20.503	21.186	-3,2%	-13,1%
India	25.565	25.617	-0,2%	-7,0%
Brasil	43.957	44.831	-2,0%	-12,1%
México	41.894	42.435	-1,3%	-2,9%

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

Majores subidas y bajadas			
Ibex 35	% diario		% diario
BANCO SABADE	1,4%	ARCELORMITTA	-8,0%
BANKIA SA	1,4%	ACERINOX	-6,1%
BANKINTER	0,8%	FCC	-5,8%
EuroStoxx 50	% diario		% diario
IBERDROLA SA	-0,1%	VOLKSWAGEN-P	-7,5%
MUENCHENER R	-0,3%	UNICREDIT SP	-4,7%
SAFRAN SA	-0,7%	DEUTSCHE BAN	-4,7%
Dow Jones	% diario		% diario
JOHNSON&JOHI	0,4%	VISA INC-CLA	-4,9%
INTEL CORP	-0,2%	GOLDMAN SACH	-3,8%
WAL-MART STO	-0,2%	PFIZER INC	-3,4%

Futuros			
	Último	Var. Pts.	% día
*Var. desde cierre nocturno.			
1er.Vcto. mini S&P	1.867,50	-7,25	-0,39%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.033	21,0	0,70%
1er Vcto. DAX	9.490,50	38,50	0,00%
1er Vcto. Bund	156,04	-0,22	-0,14%

Bonos				
	28-sep	25-sep	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,26%	-0,24%	-1,3pb	-15,90
Alemania 10 añc	0,59%	0,65%	-6,2pb	4,60
EEUU 2 años	0,67%	0,69%	-2,4pb	0,4
EEUU 10 años	2,09%	2,16%	-6,7pb	-7,63
Japón 2 años	0,010%	0,010%	0,0pb	3,10
Japón 10 años	0,358%	0,33%	3,3pb	2,70

Diferenciales renta fija en puntos básicos

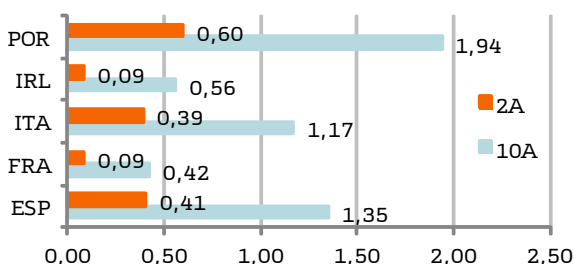
Divisas				
	28-sep	25-sep	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,1244	1,1195	+0,4%	-7,1%
Euro-Libra	0,7411	0,7380	+0,4%	-4,6%
Euro-Yen	134,84	135,03	-0,1%	-6,9%
Dólar-Yen	119,48	119,92	-0,4%	-0,3%

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

Materias primas				
	28-sep	25-sep	% día	% año
CRBs	193,33	196,24	-1,5%	-16,1%
Brent (\$/b)	45,86	46,67	-1,7%	-17,8%
West Texas(\$/b)	44,43	45,70	-2,8%	-16,6%
Oro (\$/onza)*	1131,97	1146,40	-1,3%	-4,5%

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

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



Ana de Castro Jesus Amador Rafael Alonso

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

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.

Clave del día:

- ✓ España IPC (sept.)
- ✓ Alemania IPC (sept.)
- ✓ EE.UU.: Conf. Cons. (sep.) y Var. P. Vda S&P/CaseShiller

Ayer: "De cazador a cazado"

Tras las generosas subidas del viernes (*cazadores de gangas*), la jornada de ayer fue correctiva (*cazadores cazados*) con indiferencia del mercado que se considere. Fue llamativa la evolución del Ibex: abrió con subidas, pero cerró en negativo (como era de esperar) aunque con una caída inferior a la del resto de índices europeos. Las compañías ligadas a *commodities* volvieron a tener otra jornada complicada: Stoxx Europe 600 Basic Resources -7,35% destacando Glencore -29,42% (YTD -75,6%).

En renta fija, el Bund cotizó en TIR en +0,59% (-5,8pb) y el 10 años español en +1,921% (-11pb) estrechándose la prima de riesgo hasta 133,6 (-5,2 pb) vs Italia 115,7 (+1,2pb).

Día/hora	País	Indicador	Peri	Ta	(e)	Ant.
9:00h	ESP	IPC	Sep	a/a	-0,5%	-0,4%
9:00h	ESP	Ventas Minoristas	Ago	a/a	+3,2%	+4,2%
11:00h	UEM	Indicadores Confianza	Sep	Ind.	0,21	0,21
15:00h	EEUU	Var.P. vivda.C.Shiller	Jul	a/a	5,10%	4,97%
16:00h	EEUU	Confianza Consumidor	Sep		97,0	101,5

Próximos días, referencias más relevantes:

X;11:00h	UEM	IPC	Sep	a/a	0,1%	0,0%
X;14:15h	EEUU	Var. Empleo ADP	Sep	000	185k	190k
S/h	CHI	Fiesta Nacional. Mercado cerrado del 01/10 a 07/10.				
J;1:50h	JAP	Tankan	3T	Ind.	8,5%	9,3%
J;3:00h	China	PMI Manufacturero	Sep	Ind.	49,7	49,7
J;16:00h	EEUU	ISM Manufacturero	Sep	Ind.	50,8	51,1
V;9:00h	ESP	Variación Parados	Sep	m/m	21,1	21,7
V;14:30h	EEUU	Var. Empleo No Agrícola	Sep	000	200k	173k
V;14:30h	EEUU	Tasa de Paro	Sep	%s/pa	5,1%	5,1%

Hoy: "metales, crecimiento...dudas"

Para hoy tendremos un gran número de referencias macroeconómicas: España (IPC); Eurozona (Ventas Minoristas y Confianza del Consumidor), Alemania (IPC) y EE.UU. (Confianza del Consumidor y Variación de Precio de Vivienda S&P/CaseShiller). A su vez, Italia coloca 5.000M€ en bonos tanto a 5 como a 10 años.

Pese a estas referencias, el mercado continuará con la misma volatilidad que en los últimos días y las caídas puntuales podrían tentarnos a tomar posiciones de forma táctica. Sin embargo, para hoy es de esperar una sesión débil en renta variable con bonos soportados repitiendo lo ocurrido en la de ayer. Por un lado tenemos no sólo el débil cierre de los mercados asiáticos (Nikkei -3,95% y Hang Seng -3,59%) sino también de EE.UU. (S&P500 -2,57%). Por el otro, los comentarios de ralentización económica por parte de organismos internacionales (C. Lagarde del FMI).

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

Belén San José

Ramón Carrasco

Esther G. de la Torre

Ana Achau (Asesoramiento)

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas (Madrid)

1.- Entorno Económico

ITALIA: Índice de Confianza del Consumidor 112,7 (vs 108,7 esperado) y 109,3 anterior revisado desde 109,0.

BCE: i) Lautenschlaeger (miembro del Comité Ejecutivo) indicó ayer que es muy pronto para que el BCE discuta si ampliar el programa de compra de activos. El motivo es la moderada tasa de crecimiento de la eurozona. **ii) Dombrovskis (Vicepresidente de la Comisión Europea)**, comentó que las ayudas y el plan de rescate a Grecia tiene poca capacidad de retraso y el gobierno de Tsipras debe cumplir los compromisos adquiridos.

EE.UU.: i) Dudley (FED de NY) ha comentado que prevé que la subida de tipos tendrá lugar este año y no es descartable que sea en octubre. Sino será en diciembre (reunión de la FED es 15-16 diciembre). Sin embargo se mostró prudente respecto a la economía global (haciendo referencia a China) y pudiera ser un factor que justificase que la subida de tipos se retrase hasta 2016; **ii) Williams (FED San Francisco)** en declaraciones reforzó el mensaje de tipos y esta subida tendrá lugar este año aunque necesita un mayor soporte de datos que respalden esta decisión; **iii) Evans (FED Chicago)** apuesta (*dovish*) por unos tipos próximos a cero hasta mediados de 2016. La FED debe adoptar una postura de "paciencia adicional". **iv) Deflactor del consumo (agosto)** +0,3% interanual según lo esperado (+0,3%) y repitiendo con el dato anterior (+0,3%). Mensualmente se mantiene también sin cambios coincidiendo con el esperado (+0,1%). **Deflactor subyacente a/a** +1,3% (vs +1,3% esperado) desde +1,2% del dato anterior. **v) Ingresos y Gastos personales (agosto)** +0,3% (vs +0,4% esperado) y el anterior es revisado hasta +0,5% desde +0,4%. **vi) Preventas de Viviendas (agosto) m/m:** -1,4% (vs +0,4% esperado) y +0,5% anterior.

FMI: Christine Lagarde, la directora gerente, afirmó ayer que la institución rebajará en octubre sus previsiones de crecimiento de la economía mundial tanto para 2015 como para 2016, aunque se mantendrán por encima del 3%. Lagarde subraya que el crecimiento mundial presenta una imagen "tenue", ya que, aunque la economía global está en un proceso de recuperación, el ritmo se ha desacelerado. Remarca que los países emergentes y los desarrollados se están cambiando las tornas, ya que los primeros han pasado de tirar de la recuperación mundial hace no mucho a desacelerarse, mientras que los segundos están registrando un mayor impulso. A su vez, la caída de los precios del petróleo reducirá el crecimiento en los países exportadores de crudo una media del 2,25 % al año en el periodo 2015-2017, con importantes consecuencias en la inversión.

INDIA: El Banco Central de India (RBI), baja tipos al 6,75% (vs 7,0% esperado) y 7,25% anterior. Coeficiente de reserva sin cambios en el 4%. A su vez, ha comunicado que inicia un proceso de apertura (liberalización) a la inversión extranjera tanto en bonos como en infraestructuras. Noticia positiva que ha sido bien acogida por el mercado. El Sensex ha dejado el terreno negativo para subir +0,18% a contracorriente del resto de mercados asiáticos.

HONG KONG: El Hong Kong Interbank Offered rate se incrementó 535 pb hasta 8,73%. El nivel más alto desde el establecimiento del sistema fixing en junio 2013.

CHINA: Indicador Adelantado (agosto) retrocede hasta 98,23 y revisan el anterior hasta 98,40 desde 98,70.

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

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

* 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

BANCOS ESPAÑOLES: El Ministerio de Economía modificará el trato fiscal de los DTA's ("*Deferred Tax Assets*") para eliminar posibles discrepancias con la legislación europea.- **OPINIÓN:** Cabe recordar que la CE está estudiando la legalidad de los DTA's que las entidades financieras de Grecia, Portugal, Italia y España tienen activados en sus balances por un importe total de 40.000 M€ y que podrían ser considerados como una recapitalización indirecta e ilegal de las entidades financieras de dichos países. El importe de los DTA's está garantizado por los distintos Estados que además permiten computar dicho importe como "*core capital*" a sus entidades financieras aunque con la entrada en vigor de Basilea III (2019) dicho importe no será considerado como capital de máxima categoría. **Entendemos que la modificación de la LIS (Ley impuesto de sociedades) en España permite mitigar el riesgo regulatorio existente en el cómputo de los DTA's como activo apto de calidad para el cómputo en las ratios de capital y en este sentido la CE (Comisión Europea) ha manifestado su satisfacción.** El cambio conllevará un coste estimado de 420 M€ para el conjunto de las entidades financieras españolas y representa el 1,5% de la diferencia existente entre el impuesto pagado entre 2008 y 2015 y el valor de los DTA's (en torno a 28.000 M€) que entendemos bastante razonable. Desde nuestro punto de vista, **el sector bancario español se debería ver beneficiado por esta medida**, especialmente las entidades cuyo volumen de DTA's tiene un mayor peso en relación a los *APR's* (activos ponderados por riesgo) y en concreto las siguientes: Sabadell (7,0%), Bankia (6,0%) y Caixabank (3,0%).

REPSOL (Cierre: 10,04€; Var. Diaria -0,5%): Nuevo anuncio de venta de activos.- Repsol ha vendido a British Gas (BG) 3 participaciones minoritarias situados en la región de Newfoundland (costa atlántica de Canadá). La venta asciende a 70M\$ (63M€). **OPINIÓN:** La desinversión forma parte de la optimización de su cartera de activos tras la compra de Talisman. Estos activos son propiedad de Repsol, no pertenecientes a Talisman. Con esta venta ya lleva recaudado 393 M€ (CLH 330M€ y Newfoundland 63M€). Esta venta es poco relevante por lo que tendrá un impacto nulo en la cotización.

FERROVIAL (Comprar; Cierre: 21,46€; Pr. Obj.: 24,00€).- Acudirá a la privatización del 60% de los aeropuertos franceses de Niza y Lyon por importe estimado de 1.400/1.500M€ que se adjudicará en el 1T'16. Otros competidores son Vinci, fondos de capital riesgo (CDC, Predica), IFM y Atlantia + EDF Invest. Lyon recibe 8M de pasajeros/año y está valorado en 750M€, mientras que Niza 12M pasajeros y valoración aprox. 1.600M€. Actualmente Ferrovial tiene el 25% de Heathrow, participa en otros aeropuertos regionales británicos, es finalista para adjudicarse el aeropuerto de Denver y considera estratégica la actividad aeroportuaria. **OPINIÓN:** Ferrovial tiene en venta su 55% en la autopista de peaje Chicago Skyway por unos 2.000M€, que es un importe algo superior al que necesitaría para invertir en la compra de estos aeropuertos franceses sin alterar su posición financiera. Entendido así, casi como un canje indirecto de activos, podría ser una operación interesante si se tiene en cuenta que la estabilidad de los ingresos derivados de estos aeropuertos puede ser algo mejor que los de la autopista americana. Recordamos que **tenemos Ferrovial en nuestras Carteras Modelo de 5, 10 y 20 valores** (con pesos de 20%, 11% y 6% respectivamente) y que en el año se ha revalorizado +31,6% hasta ayer vs -8,6% del Ibex. Adjuntamos [link directo a nuestras Carteras Modelo](#).

GAMESA (Neutral; Pº Objetivo 14€; Cierre 11,3€; Var. Día -2,4%): Consigue nuevos contratos en tres países: Turquía, Chipre y Kuwait.- El importe total asciende a 72,5MW y llevan asociados contratos para la gestión de servicios de operación y mantenimiento a largo plazo. El principal contrato lo firma en Turquía (40MW), seguido de Chipre (10MW) y Kuwait (10MW). **OPINIÓN.-** Es una noticia positiva, a pesar de que los contratos firmados no suman una cifra relevante (para tener una referencia, 2,8% de los MW vendidos a cierre de 2014). Destaca que entra por primera vez en Kuwait y lo hace mediante una *joint venture* creada con Elecnor y la compañía nacional Alghanim. Recordamos que por el entorno de mercado aparentemente adverso no es el momento propicio para invertir en compañías industriales, por su fuerte ciclicidad. No obstante, Gamesa es una de las mejores alternativas dentro del sector. Adjuntamos [link](#) directo a la última noticia publicada de la compañía.

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.

MERLIN PROPERTIES (Cierre:10,72€;Var.Día: +0,32%): Testa convierte en SOCIMI como paso previo a su fusión con Merlin Properties.- La decisión fue ratificada ayer en Junta Extraordinaria y aplicará a partir del día 1 de enero de 2015 por lo que se podrá beneficiar de esta nueva condición durante todo el ejercicio. En estos momentos Merlin Properties posee el 77% del capital de Testa y se espera que tenga en 100% antes de junio del 2016. Una vez completada la operación se creará una única Socimi, llamada Merlin Properties, por valorada en alrededor de 5.400M€. Una vez se realice la compra Testa se deshará de una cartera de inmuebles de alrededor de 1.500 viviendas que generan unas rentas anuales de 10,5M€, además de una cartera de hoteles.

PESCANOVA (NO COTIZADA).- Finalmente la banca autoriza que los antiguos dueños de Pescanova tengan el 20% sin aportación dineraria.- En la Junta General que se celebrará hoy los acreedores (Caixa, Sabadell, BBVA, Popular, Abanca, Bankia y UBI) acordarán una ampliación de capital de tan solo 10 M€ (anteriormente pedían 46M€) y se establecerán con el 80% del capital. El nuevo presidente, González-Robatto, será nombrado por el capital dominante pero los antiguos dueños (Masaveu, Carceller, Pérez-Nievas, Luxempart, Cartesian y Broadbill) tendrán representación significativa en el órgano de gobierno. El consejo de la "Antigua Pescanova" lo que pretende es hacerse con un mayor paquete accionarial según vayan los bancos proponiendo medidas de disminución de riesgo. Los bancos no han propuesto nada al respecto por lo que las intenciones de los antiguos dueños pasarían por una salida a bolsa para conseguir financiación y realizar así compras paulatinas de paquetes de acciones. La creación de la "Nueva Pescanova" pasaría por el traspaso de activos y pasivos a una nueva sociedad que mantendría la marca. La nueva empresa nacería con unas deudas de 1.050M€ y un patrimonio de 60M€ pero los recursos propios se ampliarían con los activos procedentes de la venta de la filial argentina por un valor de 40M€.

ZELTIA (Cierre: 3,39€; Var. Día: -1,7%): Recibe la autorización para comercializar Yondelis en Japón.- Anunció que su socio en Japón, Taiho Pharmaceutical, ha recibido la autorización de comercialización de Yondelis (trabectedina) por parte del Ministerio japonés de Sanidad, Trabajo y Bienestar para el tratamiento de pacientes con sarcoma de tejidos blandos. **OPINIÓN:** Se trata de una noticia favorable para la compañía, que ya se esperaba tras el anuncio a principios de este mes que el Comité Asesor de Asuntos Farmacéuticos y Salud Alimentaria japonés (PAFSC, por sus siglas en inglés) había recomendado que les concediesen dicha autorización. Por tanto, parte de la noticia ya estaría en precio. Por otra parte, Zeltia cobrará por hitos acordados por esta aprobación 5M\$ de Janssen Products y unos 600M de yenes de Taiho Pharmaceutical (aproximadamente 4,5M€). Estos pagos compensarán los débiles resultados del 1S'15: retroceso de los ingresos de -2%, Ebitda 9,5M€ (-57%) y BNA 3,3M€ (-80%) que, en parte, se justificaron porque en junio de 2014 cobraron 25M\$ vs. 10M\$ en 2015 por el cumplimiento del hito del contrato de 2011 con Janssen Products acordado. Por último, como hemos comentado con anterioridad, según la propia compañía, el mercado de Japón representa el 10% del total del universo oncológico (el sarcoma de tejidos blandos es una parte limitada de éste) donde el precio estimado sería 2 veces el de Europa. En definitiva, la noticia es positiva ya que impulsará los ingresos futuros de Yondelis aunque no será inmediato y serán limitados.

3.- Bolsa europea

ROYAL DUTCH: (Cierre 20,58€; Var. -2,60%): Suspende las prospecciones en Alaska.- Ha decidido suspender la exploración de crudo y gas en las costas de Alaska (pozo Burger J) debido a unos resultados "decepcionantes". Ha invertido 4,5M€ libras (aprox. 6,1M€) en las costas del Ártico. **OPINIÓN:** No descartamos que los bajos costes de la cotización del crudo hacen ineficiente esta actividad de E&P. Sin embargo, ha indicado que la compañía continúa considerando el potencial de una importante exploración en la cuenca, y es posible que la zona sea finalmente de importancia estratégica.

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.

RWE (Vender, Cierre: 9,204€; Var. Día: -4,14%): Algunos apoyos desde el Gobierno.- Según un dirigente de la CDU, el Gobierno debería apoyar financieramente a RWE para ayudarle con el apagón nuclear y el giro hacia las renovables. **OPINIÓN:** Estas declaraciones son un síntoma más de la delicada situación que atraviesa la compañía. De hecho, se trataría de su crisis más grave en 117 años de historia no sólo por las provisiones del cierre de las centrales nucleares sino también por el excesivo peso de sus centrales de carbón y los problemas en su división británica. En definitiva, nos reafirmamos en nuestra decisión de venta aunque el apoyo del Gobierno, en caso de confirmarse, sería una buena noticia para la compañía.

GLENCORE (Cierre: 68,6GBP; Var. Día: -29,4%).- Fuerte caída de la cotización, por caída de materias primas y por debilidad de su balance.- Las acciones se desplomaban ayer después de que una consultora publicase que el sector necesita fuertes reestructuraciones y que sin ellas el valor de compañías como Glencore o Anglo American podría ser cero. Además existe el temor a que si el precio de las materias primas sigue cayendo, particularmente zinc y cobre, su calificación crediticia podría reducirse. Todo esto en un contexto de debilidad de sus cuentas. Como referencia, la deuda asciende a 30.000M\$ (2,35x Ebitda (tomando Ebitda 12.764M\$ a cierre de 2014)). Además, a mediados de septiembre realizó una colocación acelerada de acciones (10%) del capital. Emitió 1.300M de acciones nuevas, lo que supone el 10% de su capital, por 2.500M\$ con el fin de reducir su deuda y mantener su *rating* en grado de inversión. **OPINIÓN:** en un momento de mercado complicado como el actual y en un contexto de desaceleración de los emergentes, particularmente China, con incertidumbre en el precio de las *commodities*, recomendamos no tomar posiciones en compañías del sector. Previsiblemente el valor continuará viéndose afectado en los próximos meses, en tanto en cuanto no exista más visibilidad en cuanto al precio de las *commodities*.

E.ON (Vender; Cierre: 7,13€; Var. Día: -3,4%): Malas perspectivas de su división de Rusia.- La compañía adelantó ayer que no espera ver crecimiento en el consumo de electricidad ni en la producción el próximo año. Aun así, estima que el EBITDA subirá de 26-27.000M de rublos a 35-36.000M de rublos (545M\$). **OPINIÓN:** La recesión económica que atraviesa Rusia ha hundido el consumo de electricidad por lo que ahora el país contaría con un exceso de capacidad de unos 20.000MW, un 9% de la capacidad instalada. En este escenario, es probable que el Gobierno decida hibernar algunas centrales si bien EON no estaría en condición de hacerlo antes de 2019. A pesar de estas previsiones, Rusia sigue siendo un país estratégico para E.ON por lo que no esperamos que venda su división. De hecho, está consiguiendo aumentar su beneficio operativo pero, al consolidar los números, la matriz no mejora sus cifras por la debilidad del rublo.

VODAFONE (Cierre: 207,2 GBP; Var. Día: -4,8%): Abandona las negociaciones con Liberty: La compañía decide paralizar de momento cualquier operación pero no descarta retomar las negociaciones en un futuro. Las compañías estaban barajando diferentes posibilidades, entre ellas, un intercambio de activos en Europa. Entre los motivos de esta decisión destacan las posibles trabas regulatorias y el hecho de que Liberty cotiza a múltiplos más elevados que Vodafone, además de tener más deuda. **OPINIÓN:** Ayer tras conocerse la noticia Vodafone caía en bolsa: esta operación se veía como un mecanismo para ganar tamaño y aumentar la oferta de servicios con el fin de luchar contra la caída de márgenes que vive el sector. No hay que olvidar el importante movimiento de consolidación entre las compañías del sector y el efecto (bajista) que éste está teniendo en precios.

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.- Ayer todos los sectores del índice cerraban en negativo.

Los mejores: *Utilities* -0,7%; Telecoms -1,4%; Bienes de Consumo -2,0%

Los peores: Salud -3,9%; Petróleo y Gas -3,6%; Materiales Básicos -3,3%

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio

Pilar Aranda

Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Jesús Amador

Rafael Alonso

Belén San José Esther G. de la Torre

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

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

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

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: **(i) ALCOA (9,6\$; +5,7%)**, anunció ayer que realizará una división de su negocio en dos partes: la primera de ellas agrupará las actividades de explotación de aluminio, fundición y energía y mantendrá el nombre de Alcoa. La segunda de ellas, sin nombre especificado todavía, englobará los productos laminados y soluciones de energía, transporte y construcción. Espera obtener la mayor parte de sus ingresos en el sector de automoción y aeronáutico, donde ha realizado gran parte de su negocio en los últimos años, obtiene márgenes elevados y existen muchas oportunidades. La operación se estima que se cerrará a finales de 2016 y a partir de ese momento comenzarán a cotizar de manera separada, recibiendo los accionistas acciones de ambas compañías por el mismo importe. Con esta operación intenta reducir su fuerte dependencia del precio de las materias primas, y más considerando el brusco descenso que ha sufrido su capitalización este año (-41%). **OPINIÓN:** Esta noticia impactó positivamente ayer, pero pensamos que ya ha quedado reflejada en su cotización, por lo que no deberíamos ver rebotes en los próximos días. No pensamos que vaya a producirse una creación de valor relevante, a no ser que se produzcan anuncios adicionales; **(ii) REYNOLDS AMERICA (43,4\$; +1%)**, se espera que **JAPAN TOBACCO (3.961JPY; -3,98%)** cierre esta semana la compra de ciertos activos de Reynolds por 5.000M\$.

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran: de nuevo el sector salud volvía a ser ayer el peor del índice. Desde las advertencias de Hillary Clinton acerca de los elevados precios de algunos medicamentos, el índice Nasdaq de Biotecnología ha caído alrededor de un 16%. Ayer la compañía con la mayor caída dentro del sector era **(i) MALLINCKRODT (59,8\$; -12,6%)**, que además anunciaba la adquisición de **THERAKOS (no cotiza)** por 1.325M\$ en efectivo; **(ii) WILLIAMS COS (36,6\$; -12,1%)**, tras aceptar la oferta de compra de **ENERGY TRANSFER (20,3\$; -12,7)** por 37.700M\$, incluyendo deuda. Esta valoración equivale a 43,5\$ por acción, lo que supone una prima del +4,6% respecto al precio de cierre del viernes pasado. Sin embargo, es un precio significativamente inferior al ofrecido por Energy en junio (64\$/acción o 48.000M\$ en conjunto) y esto es lo que pesaba sobre la acción de Williams ayer. Conviene tener en cuenta que en junio Williams rechazó la oferta de Energy por considerarla demasiado baja. Sin embargo, tras buscar a otros posibles compradores y, sobre todo, tras la importante caída de los precios energéticos, Williams ha decidido aceptar ahora la oferta pese a ser mucho más baja; **(iii) ENDO INTERNATIONAL (61,8\$; -10,2%)**, tras anunciar el cierre de la adquisición de **PAR PHARMACEUTICAL (no cotiza)**, revisaba a la baja su *guidance* de BPA para el conjunto del año hasta 4,5\$/4,6\$ desde 4,4\$/4,6\$ anterior.

APPLE (112,4\$; -1,98%): Las ventas del iPhone 6 y 6s alcanzaban los 13M de unidades durante el primer fin de semana. De este modo, batían el récord anterior establecido en 10M de unidades. Ahora bien, el dato no es comparable directamente con el del año pasado puesto que este año se incluye el mercado chino a diferencia del año pasado. Por ello, ayer la acción de la compañía caía en bolsa. Penalizada además por el posible efecto que la ralentización económica en china tendrá sobre las ventas futuras del iPhone: se estima que un 25%/30% de las ventas se producen en el gigante asiático.

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.

Favoritos:

Faes Roche
Bayer Merck KGAA

A evitar:

GlaxoSmithkline

España

	Recomen- dación	Pº Objetivo	Potencial	Último	% mes	% año*	Fecha recomendación	Px fecha recomendación	% desde fecha recomendación	% Ibex desde fecha rec.	vs Ibex	Link última
Grifols	Neutral	40,0	9%	36,9	-0,1%	11,3%	08-may.-15	36,2	1,9%	-17,8%	19,7%	Nota GRF
Faes Farma	Comprar	3,0	29%	2,3	-7,7%	38,3%	04-sep.-15	2,4	-2,3%	-4,4%	2,0%	Nota FAE
Zeltia	Neutral			3,4	-2,2%	27,0%	28-sep.-15	3,5	-1,7%	-1,1%	-0,6%	
Almirall	Neutral			16,2	-6,0%	17,8%	28-sep.-15	16,3	-0,3%	-1,1%	0,8%	
Rovi	Neutral	15,2	16%	13,1	6,2%	27,2%	28-sep.-15	12,7	3,1%	-1,1%	4,3%	
Naturhouse*	Neutral			4,9	-1,0%	2,1%	28-sep.-15	5,0	-1,6%	-1,1%	-0,5%	
<i>OPV 23/04/2015: 4,8€</i>												
Ibex				9.394	-9,3%	-8,6%						

Europa

	Recomendación	Divisa	Último	% mes	% año	Fecha recomendación	Px fecha recomendación	% desde fecha recomendación		% StoxxEU Healthcare desde fecha rec.	vs Stoxx EU HC	
								Divisa	En €		Divisa	En €
Bayer	Comprar	€	113,6	-6,5%	0,5%	28-sep.-15	116,6	-2,6%	-2,6%	-2,2%	-0,3%	-0,3%
Sanofi	Neutral	€	84,4	-4,5%	11,6%	28-sep.-15	86,0	-1,8%	-1,8%	-2,2%	0,4%	0,4%
Roche	Comprar	CHF	252,7	-4,0%	-6,4%	28-sep.-15	255,5	-1,1%	0,9%	-2,2%	1,1%	3,2%
Novartis	Neutral	€	79,7	-9,4%	3,7%	28-sep.-15	83,8	-4,9%	-4,9%	-2,2%	-2,7%	-2,7%
Astrazeneca	Neutral	GBp	4180,0	1,5%	-8,2%	28-sep.-15	4305,0	-2,9%	0,0%	-2,2%	-0,7%	2,2%
GlaxoSmithkline	Vender	GBp	1250,5	-6,7%	-9,1%	28-sep.-15	1274,0	-1,8%	-3%	-2,2%	0,4%	0%
Merck KGAA	Comprar	€	78,8	-7,3%	0,5%	28-sep.-15	79,9	-1,4%	-1,4%	-2,2%	0,9%	0,9%
Novo Nordisk	Neutral	DKK	370,0	0,1%	42,1%	28-sep.-15	387,4	-4,5%	4,7%	-2,2%	-2,3%	6,9%
Shire	Neutral	GBp	4575,0	-9,0%	0,9%	28-sep.-15	4601,0	-0,6%	0,6%	-2,2%	1,7%	2,8%
Eurostoxx			3.039	-7,5%	-3,4%							
Stoxx Europe 600 Healthcare			754	-4,0%	8,7%							
S&P 500 Healthcare			743	-10,3%	-6,1%							
Nasdaq Biotech			3.051	-17,4%	-4,0%							
MSCI World Healthcare			193	-9,2%	-3,3%							

Evolución reciente:

El Índice europeo de Healthcare (Stoxx Europe 600 Healthcare) acumula una rentabilidad anual de +9%, a pesar de haber perdido -13% desde julio y compara con -3,4% de pérdida acumulada del EuroStoxx 50. En EE.UU. el comportamiento del sector salud se ha visto más limitado (S&P 500 Healthcare +6% YTD), donde el sector de Biotecnología ha perdido la revalorización anual que acumulaba hasta julio, si bien el comportamiento sigue siendo mejor que la media de mercado americano (vs. -9% del S&P 500).

Nuestra visión:

Las dos claves a tener en cuenta en el contexto actual son las siguientes: **las valoraciones y los precios de los medicamentos. ¿Están sobrevaloradas las compañías?** El sector Farma/Biotecnológico **ha cotizado históricamente a múltiplos elevados**. En la mayoría de los casos sustentados por las expectativas del lanzamiento de nuevos medicamentos que reportarían contundentes ingresos (futuribles) tras largos años intensivos en I+D. En grandes números, sólo una de cada 10 de ellas son rentables y, generalmente, son *big pharma*s con amplios *pipelines*. Desde el año pasado hemos asistido a una **oleada de operaciones de M&A en el sector, pagando primas superiores al 30%** impulsadas por la elevada liquidez del sistema (QEs de los bancos centrales) y con unos costes de financiación reducidos por el entorno de tipos muy bajos. El momento era idóneo para que grandes compañías adquirieran otras más pequeñas, bien por que tuvieran licencias o patentes que compensasen la expiración de las suyas propias (*patent cliff*) para continuar generando *cash flows* y asegurar la **sostenibilidad de una alta rentabilidad por dividendo y conservar el atractivo de los inversores** (la *yield* de algunas compañías duplica la del Eurostoxx o el S&P500). Por tanto, la *yield* es una componente clave que ha contribuido a mantener elevadas cotizaciones a pesar de que las perspectivas sobre los beneficios permanecieran planas. Por último, se trata de un sector con **fuertes barreras de entrada** (los elevados gastos en I+D dificultan el éxito de nuevos competidores) y al mismo tiempo, existe la creencia generalizada entre los inversores que el crecimiento de los gigantes del sector está asegurada y resurgirá en los próximos 3/5 años. La **demandas de medicamentos es inelástica** - no está vinculada a los ciclos económicos y su precio tampoco - y el envejecimiento poblacional juega a favor de un mayor consumo. Por tanto, parece que algunas compañías podrían estar caras, más en EE.UU. que en Europa. Adicionalmente, a raíz de las declaraciones Hillary Clinton, comienza a estar sobre la mesa la polémica sobre **si los precios de los medicamentos son abusivos**, lo que **generará incertidumbre** ante un hipotético -improbable, desde nuestro punto de vista- intervencionismo sobre los precios.

Estrategia:

En un contexto como el actual de incertidumbre en el mercado (desaceleración china, precios del petróleo estructuralmente bajos) y elevadas tasas de volatilidad creemos que la exposición al sector de Biotecnología, de beta alta y extremadamente sensible a fluctuaciones, supone asumir riesgos que no compensan las posibles rentabilidades. Por ese motivo, pasamos el sector de **Biotecnología** de Neutral a **Infraponderar** y el de **Farma** de Sobreponderar a **Neutral** ya que el debate de los precios de los medicamentos seguirá siendo uno de los tópicos al menos hasta nov. '16, cuando se celebren las elecciones de EE.UU. y, aunque cambiar el actual mecanismo de fijación de precios es realmente difícil, **la incertidumbre está asegurada**. En definitiva, insistimos en la **importancia de preservar el capital**. Consideramos que el sector salud es sólo recomendable para un horizonte de inversión amplio (5 años) y un porcentaje reducido de la cartera. En el caso de biotecnología sólo para clientes de perfil agresivo. Una **selección adecuada de los valores** es ahora todavía más necesaria. En este informe, hemos identificado aquellos nombres que consideramos ofrecen una oportunidad de inversión a pesar del escenario de erraticidad e indefinición del mercado