

30 de julio de 2015

Cierre de este informe:

7:43 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	17.751	17.630	0,7%	-0,4%
S&P 500	2.109	2.093	0,7%	2,4%
NASDAQ 100	4.582	4.560	0,5%	8,2%
Nikkei 225	20.508	20.303	1,0%	17,5%
EuroStoxx50	3.576	3.554	0,6%	13,6%
<b>IBEX 35</b>	<b>11.283</b>	<b>11.252</b>	<b>0,3%</b>	<b>9,8%</b>
DAX (ALE)	11.212	11.174	0,3%	14,3%
CAC 40 (FRA)	5.017	4.977	0,8%	17,4%
FTSE 100 (GB)	6.631	6.555	1,2%	1,0%
FTSE MIB (ITA)	23.249	23.328	-0,3%	22,3%
Australia	5.673	5.624	0,9%	4,8%
Shanghai A	4.000	3.969	0,8%	18,0%
Shanghai B	367	366	0,1%	26,2%
Singapur	3.263	3.284	-0,6%	-3,0%
Corea	2.025	2.038	-0,6%	5,7%
Hong Kong	24.655	24.619	0,1%	4,4%
India	27.790	27.563	0,8%	1,1%
Brasil	50.245	49.602	1,3%	0,5%
México	44.471	44.223	0,6%	3,1%

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

#### Mayores subidas y bajadas

Índice	% diario	Indicador	% diario
<b>IBEX 35</b>	<b>4,9%</b>	<b>DISTRIBUIDOR</b>	<b>-4,5%</b>
FCC	2,7%	BANKIA SA	-2,5%
TECNICAS REU	2,3%	AENA SA	-2,4%
AMADEUS IT H	3,9%	UNICREDIT SP	-3,3%
EuroStoxx 50	2,6%	VOLKSWAGEN-P	-2,3%
BAYER AG-REG	2,1%	ING GROEP NV	-1,1%
TOTAL SA	2,1%	DU PONT (EI)	-0,8%
ESSILOR INTL	1,8%	CATERPILLAR	-0,6%
Dow Jones	1,7%	APPLE INC	-0,3%
MICROSOFT CO			
MERCK & CO			
VISA INC-CLA			

Futuros	Último	Var. Pts.	% día
*Var. desde cierre nocturno.			
1er Vcto. mini S&P	2.098,50	-2,50	-0,12%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.572	-15,0	-0,42%
1er Vcto. DAX	11.209,00	-48,50	0,00%
1er Vcto. Bund	153,61	-0,17	-0,11%

Bonos	29-jul	28-jul	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,24%	-0,23%	-0,9pb	-14,40
Alemania 10 añc	0,72%	0,69%	2,8pb	17,60
EEUU 2 años	0,70%	0,67%	3,6pb	3,9
EEUU 10 años	2,29%	2,25%	3,6pb	11,47
Japón 2 años	0,014%	0,009%	0,5pb	3,50
Japón 10 años	0,409%	0,41%	-0,2pb	7,80

Diferenciales renta fija en puntos básicos

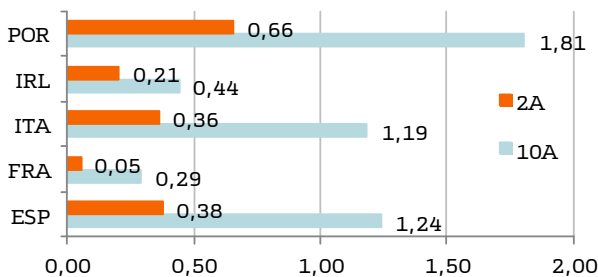
Divisas	29-jul	28-jul	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,0984	1,1060	-0,7%	-9,2%
Euro-Libra	0,7041	0,7083	-0,6%	-9,3%
Euro-Yen	136,13	136,65	-0,4%	-6,0%
Dólar-Yen	124,06	123,94	+0,1%	+3,6%

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

Materias primas	29-jul	28-jul	% día	% año
CRBs	206,02	204,92	0,5%	-10,6%
Brent (\$/b)	52,70	52,26	0,8%	-5,5%
West Texas(\$/b)	48,79	47,98	1,7%	-8,4%
Oro (\$/onza)*	1096,80	1095,56	0,1%	-7,4%

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

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



#### Claves del día:

- ✓ Resultados empresariales
- ✓ EE.UU.: PIB 2T

### Ayer: "Descontando resultados a la espera del FOMC."

Jornada de tono positivo al cierre aunque intradía los índices llegaron a entrar en terreno negativo de forma puntual. La publicación de las reservas semanales de inventarios de crudo de la IEA (-4,2Mbrr vs -0,18Mbrr esperado) animó al crudo volviendo así a cotizar el WTI en los 48,70\$/brr (+1,69%) y, en menor medida, el Brent (53,38\$/brr; +0,15%).

A nivel macro, conocimos poco indicadores salvo preventas de viviendas (EE.UU.) que apenas tuvieron repercusión en el mercado. De todas formas, el interés de los inversores estaba focalizado en la reunión de la FOMC y las noticias que pudiesen venir respecto al calendario de subida de tipos. A nivel de resultados empresariales, destacar los de Twitter que defraudaron y acumularon una caída superior al -14%.

En bonos ligera subida de rentabilidades. El 10 años español: 1,94% (+4,6p.b.), el italiano 1,89% (+2,7p.b.) y el Bund +0,71% (+2,7 p.b.).

Día/hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	(e)	Ant.
9:00h	ESP	PIB	2T P	a/a	3,2%	2,7%
9:00h	ESP	IPC	Jul P	a/a	0,1%	0,1%
10:00h	UEM	Boletín Mensual BCE				
11:00h	UEM	Indicadores de Confianza				
14:00h	ALE	IPC	Jul P	a/a	0,3%	0,3%
14:30h	EEUU	PIB	2T		2,5%	-0,2%

#### Próximos días, referencias más relevantes:

V;11:00h	UEM	Tasa de paro	Jun	%s/pa.	11.0%	11.1%
V;11:00h	UEM	Estimación IPC	Jul	a/a	0,2%	0,2%

### Hoy: "EE.UU: descontando la FED y mirando PIB"

La sesión de hoy estará subdividida en dos, marcada en gran parte por EE.UU. La primera mitad, la apertura, determinada por: i) comunicado de la Reserva Federal y ii) los resultados que se publicaron ayer al cierre en EE.UU. y ii) los resultados conocidos esta mañana en Europa y, en particular en España (B. Santander, Telefónica y Repsol). Esperamos una apertura positiva ya que los inversores darán más peso al comunicado de la FED ayudado por los buenos datos conocidos en Japón esta madrugada. El siguiente hito vendrá marcada por el dato del PIB 2T'15 de EE.UU. cifra clave de la semana. Se espera +2,5%, pero parece "poco" teniendo en cuenta que el PIB 1T fue -0,2% debido a la ola de frío y a las huelgas en los puertos de la Costa Oeste, ya que parte del crecimiento no debería haberse perdido, sino desplazado desde el 1T'15 hacia el 2T'15. En nuestra opinión, cualquier cifra inferior a +3% debería ser considerada como "floja" y debería traducirse en un aumento de la probabilidad de que la primera subida de tipos no sea tan inmediata.

#### 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

**ESPAÑA: Ventas Minoristas (junio) a/a: +3,8% vs +1,8% anterior revisado a la baja desde +2,0%. El dato ajustado por estacionalidad +2,3% (vs +3,6% esperado) y +3,1% anterior revisado a la baja respecto +3,4% previo.**

**EE.UU.: i) Preventas de Viviendas (junio): -1,8% (vs +0,9% estimado) y +0,6% anterior, revisado a la baja desde +0,9% anterior. Esta caída del índice es la primera que se produce en 2015 a pesar de la revisión a la baja del dato anterior. De las cuatro regiones, sube en dos y cae en las otras dos. Subidas: Noreste +0,4% (vs +6,3% anterior) y Oeste +0,5% (vs +1,6% anterior). Caídas: Medio oeste -3% (vs -0,6% anterior). Sur -3% (-1,2% anterior). ii) Reunión de tipos de la Fed: mantuvo el tipo de interés de referencia: 0%/0,25% coincidiendo con estimaciones. La única modificación que realiza es la introducción de un enfoque algo más positivo del empleo ya que considera que el mercado laboral ha continuado mejorando, con recuperación en los salarios y caídas en el desempleo. No obstante, sigue condicionando cualquier movimiento en los tipos a que se produzca una mejora más consistente en el mercado laboral y a que la inflación se sitúe próxima al objetivo, 2%. No proporciona ningún indicio acerca del momento en el que comenzará a subir los tipos de interés. Por las últimas declaraciones de Janet Yellen parece evidente que se producirá antes de que finalice en año, algo que podría producirse en las reuniones de septiembre (16/17), octubre (27/28) o diciembre (15/16). La decisión fue tomada por unanimidad por todos los miembros del Comité.**

**JAPÓN: Producción Industrial (junio) m/m: +0,8% (vs +0,3% esperado) y -2,1% anterior. En tasa interanual: +2,0% (vs +1,3%) vs -3,9% anterior.**

**RUSIA: El banco central de Rusia suspendió ayer las compras de divisas extranjeras para reponer las reservas internacionales en el país después de la caída anotada por el rublo en los últimos días. En las pasadas 5 sesiones la divisa rusa se deja un 3,3%, y 6% en lo que va de mes. Con este descenso el rublo regresa a su nivel más bajo de desde marzo y se cambia a 59,76 rublos por dólar.**

**SECTOR PETROLERO: Rebote del crudo (WTI: +1,69% y Brent +0,15%) tras conocerse que las reservas semanales de la IEA se reducen en -4,2Mbrr (vs -0,18M brr esperado).**

Leer más en:

[https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis/analisis\\_bankinter/indicadores\\_macro](https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis/analisis_bankinter/indicadores_macro)

## 2.- Bolsa Española

**BANCO SANTANDER (Comprar; Cierre: 6,49€; Pr.Obj.7,75€): Los resultados del 1S'15 presentan una favorable evolución a nivel de explotación pero son inferiores a lo esperado en la parte baja de la cuenta de P&G.- Principales cifras comparadas con el consenso (Bloomberg). El Margen Bruto (ingresos totales) alcanza 23.062 M€ (+11,9% vs +13,0% en 1T'15) vs 22.713 M€ esperados, el Margen neto (margen de explotación antes de provisiones) se sitúa en 12.256 M€ (+12,9% vs +15,0% a/a en 1T'15) y el BNA alcanza 3.426 M€ (+24,3% vs +39,1% a/a en 1T'15) vs 4.174 M€ esperados. OPINIÓN: Reino Unido se convierte en la principal fuente de resultados del banco que junto a Brasil (se comporta bien a pesar del entorno) y España son los principales motores del crecimiento: La evolución de la cuenta de P&G confirma la favorable evolución de los ingresos en el 2T'15 (+6,9% vs +6,8% en 1T'15 y +2,0% t/t sin efecto divisa) y una caída del esfuerzo en provisiones (-8,9% y -2,8%t/t sin considerar efecto divisa) reflejando así el descenso de la morosidad que se sitúa en el 4,64% vs 4,85% en 1T'15 y un aumento de la tasa de cobertura hasta el 70,1% (vs 68,9% en 1T'15). La ratio de capital CET1 (fully loaded) se mantiene estable en 9,8% (vs 9,7% en el 1T'15) y el ROTE alcanza el 11,4% (vs 11,5% en 1T'15). Por áreas geográficas, destaca la favorable evolución del negocio en España cuyo BNA alcanza 771 M€ (+50% a/a vs +42,5% en 1T'15), Brasil (BNA: 1.007;+33,0% a/a) y Reino Unido (BNA: 1.029; +33,0%) que se convierte en la principal fuente de resultados del banco (el 21,0% del total). El resto de áreas salvo Chile (+2,0% vs -17,0% en 1T'15) y Polonia (+0,0% vs +6,0% 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](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.

1T'15) presentan crecimientos de doble dígito. Valoramos positivamente la evolución del crédito (bruto) que a nivel consolidado confirma un crecimiento del +7,0% por segundo trimestre consecutivo (vs +5,0% a/a en 4T'14). Los países que registran un mayor aumento de la inversión crediticia son Argentina (+34,0% vs +26,0% en 1T'15), Santander Consumer (+20,0% por segundo trimestre consecutivo) y Brasil (+16,0% vs +17,0% en 1T'15) mientras que Portugal (-4,0 a/a) y España registran caídas (-0,3%).

**TELEFÓNICA (Neutral; Cierre: 13,76€; Var. Día: +1,1%).- Resultados del 1S15 mixtos: ingresos mejor de lo esperado pero OIBDA y margen OIBDA peor.-** Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 23.419M€ (+12,5%) por encima de los 23.259M€ esperado, OIBDA 7.320M€ (+7,2%) por debajo de los 7.374M€ esperados; Margen OIBDA 31,3% (-1,5%); beneficio neto 3.693M€ (+105,4%) y BPA 0,75€. **OPINIÓN:** Resultados a primera vista mixtos con ingresos creciendo más de lo esperado pero en gran medida debido a la mejora de Telefónica Deutschland, cuyos ingresos aumentaron un +68,6%, y a la actividad en Brasil (+4,6%) e Hispanoamérica (+15%). Sin embargo, en España sigue el goteo a la baja con una ralentización de los ingresos de -2,5% tanto en términos reportados como orgánicos. El aumento de beneficio se debe en gran medida a extraordinarios como la venta de su filial en Reino Unido. Además, el margen OIBDA sigue cayendo en prácticamente todas la geografías. Por su parte, la deuda financiera neta aumenta en 6.151M€ respecto a finales de 2014, hasta 51.238M€, y el ratio de deuda neta sobre OIBDA se sitúa en 2,92x. En cuanto al *guidance* para el conjunto del año, revisa al alza el crecimiento de ingresos *hasta por encima del +9,5%* frente a *por encima de +7%* previo pero a costa de los márgenes. En concreto, empeora la erosión del margen OIBDA antes limitada a 1,1% hasta 1,2%. Mantiene el CapEX/Ventas en torno al 17% y el objetivo deuda neta sobre OIBDA menor a 2,35x ajustado por el cierre de la venta de O2 UK (ahora mismo se sitúa en 2,38x). Finalmente, se confirma el dividendo: 0,35€ por acción vía *scrip dividend* en 4T15 y 0,40€ en efectivo en el segundo trimestre de 2016. Esto se traduce en una *yield* cercana al 5,5% considerando el precio de cierre de ayer. En cuanto a Venezuela, la compañía ha decidido adoptar el tipo de cambio del bolívar venezolano fijado en SIMADI lo que ha tenido un impacto de 397M€ en ingresos y 90M€ en OIBDA.

**REPSOL (Cierre: 16,01 €; Var. Diaria +1,78%). Presentación de resultados 2T'15, en línea.-** Resultados del 2T contra consenso Reuters. Resultado operativo: Exploración y Producción (*upstream*) -48M€ (vs +145M€ en 1S2014); Refino, Marketing GLP y Química (*downstream*) 439M€ (+171%) y Gas Natural 105M€ (-34,0%) y Corporación y Ajustes -184M€ (-76M€ en 2T'14). Resultado Operativo 312M€ (-20,0%) vs 312M€ esperado que no incluía Talisman. BNA 292M€ (-43,8%) inferior al del mismo trimestre del año anterior debido principalmente a la plusvalía de la venta de las acciones de YPF no expropiadas en el segundo trimestre de 2014. Producción total: 203.000 bep/d (+67%). Los resultados se ven distorsionados por la consolidación desde el pasado 8 de mayo la canadiense Talisman. **OPINIÓN:** Resultados en línea a nivel operativo que los márgenes de refino (9,1\$/brr; +193,5%) claramente han compensar la caída del crudo (61,9\$/brr; -43,6%). Sin embargo, a nivel de *downstream* esperábamos más y no considerábamos una reducción (-17,8%) respecto a 1T'15.

**GAMESA (Comprar; Pº Objetivo 17,2€; Cierre 17,2€; Var. Día +1,9%).- Presenta resultados sólidos. Actividad fuerte durante el trimestre.-** Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ventas 1.651M€ (+31%) vs 1.663M€ estimado; Ebitda 231,4M€ (+46%); BNA 97,2M€ (+2,3x); BPA 0,356€ vs 0,390€ estimado. En términos de actividad aumentan los MW vendidos hasta 1.481MW (+25%) y la Cartera de Pedidos se incrementa hasta 2.847MW (+49%). Por otra parte, sus dos principales áreas de negocio, Aerogeneradores y Mantenimiento y Operaciones evolucionan muy bien: Las ventas de Aerogeneradores, que es su principal área de negocio, repuntan hasta 1.427M€ (+36%), mientras que las ventas de Operaciones y Mantenimiento lo hacen hasta 223M€ (+6%). Obtiene caja neta positiva por 39M€, nivel que compara con una deuda financiera neta de 125M€ al cierre de 1T'15. Por áreas geográficas, India es actualmente el principal mercado con un 26% de las ventas, seguido de Europa que aumentan hasta 23% desde 13% anterior. Destaca el incremento de peso en China hasta el 17% desde el 1% y la reducción del negocio en EE.UU. hasta 15% desde 20%. **OPINIÓN: (i) Resultados alentadores:** como así lo reflejan sus principales magnitudes y el incremento de actividad, impulsado a su vez por sus dos áreas de negocio. **(ii) Cuenta con un balance saneado y**

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/>

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.

vuelve a obtener caja neta positiva. El control del balance es un objetivo primordial para la compañía. (iii) **Va cumpliendo con los objetivos establecidos 2015** que incluyen Volumen (MWe) de 3.500/3.800M€ y Ventas 3.400M€. (iv) **Diversificación geográfica:** esto supone, bajo nuestro punto de vista, simultáneamente una oportunidad y un riesgo. El principal punto negativo que vemos es que ha incrementado considerablemente su presencia en China, por lo que se podría ver afectada por la desaceleración que sufre el país. Si bien es muy positiva la fuerte presencia en India, donde es líder, y también el incremento de peso en Europa. En definitiva son unos **resultados positivos que deberían quedar reflejados en la cotización durante la sesión de hoy**. Gamesa ha sido incluida como recomendación de Compra a corto plazo en nuestro Informe de Estrategia Semanal y forma parte de nuestra Cartera Modelo de Acciones de Cinco Valores. Recientemente, y coincidiendo con la presentación del Plan Estratégico, publicamos una nota sobre la compañía. Adjuntamos link directo a la [nota](#).

**MEDIASET (Cierre: 12,59€; Var.: -0,59%): Resultados del 1S'15 buenos con un fortalecimiento del balance.-** Resultados del 1S frente al consenso Bloomberg: Ventas 478,5M€ (+2,2%); Ebitda 119,5M€ (+35,6%) vs 118,75M€ esperados; margen +25,0% (vs 18,8% en 1S'14); BNA 97,8M€ (+357,8%) vs 92,7M€ esperado. La mejora en ventas se explica por la positiva evolución de la venta de publicidad (+6,5%). Presenta una caja neta positiva de 244,8M€ (+60,3% y 5,3% de la capitalización bursátil). Ha solicitado 2 de los 6 canales que el gobierno ha sacado a concurso el pasado mes de mayo. La asignación final de los canales tendrá lugar a finales del 2015. Cierra el primer semestre 2015 con un 31,4% (vs 30,2% anterior) de cuota de audiencia en total día total individuos, y consigue su mejor registro de la serie histórica en un semestre, y operando dos canales menos que en 2014. En relación a la cuota de audiencia en target comercial, alcanza en el periodo una cuota de 33,5% (32,3% anterior). **OPINIÓN:** Buenos resultados acompañado por una clara mejoría de la publicidad. Esto coincide con un momento muy óptimo en cuota de mercado. Resultado: incremento de la caja neta ya superior al 5% de la capitalización bursátil. Pensamos que los resultados serán bien acogidos por el mercado.

**EBRO (Cierre: 18,05€; Var. Día +0,78%): Resultados 1S'15 buenos aunque en neto desdibujados por la existencia de plusvalías en el 1S'14.-** Ventas 1.193,2M€ (+20,9%), Ebitda 141,3M€ (+8,0%) y BNA 59,6M€ (-17,7%). ROCE 15,5%. La caída del BNA es debido a la ausencia de plusvalías, como la que se generó el ejercicio precedente con la desinversión en Deoleo que ascendió a 9,9M€. Deuda Neta 510,2M€ (+18,5%); DN/Ebitda 27,2%. Por divisiones: **i) Arroz:** ventas 633,3M€ (+15,2%); Ebitda 85,2M€ (+23,1%). **ii) Pasta:** 585M€ (+27,1); Ebitda 60,8M€ (-7,0%). **OPINIÓN:** La buena evolución de las ventas proviene principalmente por el comportamiento de la división arrocería, la contribución de Garofalo y en menor medida por el tipo de cambio. La inversión publicitaria se incrementa hasta 45,5M€ (+20%) apoyando la importante actividad de lanzamientos del ejercicio. Buenos resultados que en neto quedan desdibujados por la carencia de plusvalías.

**NH HOTELES (Neutral, Cierre: 5,56€; Var. Día: -0,09%): Resultados 1S'15 acompañado por mejoras de RevPar.-** Ventas: 665,3M€ (+8,3%), incluidas las ventas del Grupo Royal, que consolidan sus resultados desde el 4 de marzo de este año (€643,9M excluyéndolos). EBITDA: 62,5M€ (+36,7%) y 60,3M€ excluido Hoteles Royal. Resultado Neto: -17,4M€ (vs -42,8M€ en 1S'14). Ligero incremento en la ocupación (+0,7%) con un crecimiento en España del +6,1%. RevPar 2T'15: +12%. Evolución por mercados: España experimenta una evolución favorable con un crecimiento de RevPar en el segundo trimestre del +17,9% (11,6% precios y 5,6% ocupación). Destaca el comportamiento de Madrid y Barcelona en estos tres meses. Italia +18,6% (precio +18,2% y ocupación +0,4%) muy influenciado por Exposición Universal de Milán. Benelux: +7,2%. Europa Central +2,4%. América +20,4% (+12,8% a tipo de cambio en moneda constante), explicado fundamentalmente por un importante aumento de precio del +23,5% (+13,7% en moneda constante). La compañía espera cerrar el ejercicio con un crecimiento del RevPar del +9% y el Ebitda por encima del +25%. Deuda neta: 814,9M€ (+5,2%); DN/Ebitda 4,5x. **OPINIÓN:** Buenos resultados con una evolución muy favorable de los RepPar. Sin embargo, el apalancamiento continúa siendo muy 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/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.

**ACCIONA (Comprar, Pº Objetivo: 79,7€; Cierre: 74,75€; Var. Día: -0,4%): Presenta resultados 1S'15 sólidos y bate expectativas.**- Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ventas 3.304M€ (+10%) vs 3.196M€ estimado; Ebitda 573M€ (+21%); BNA 103M€ (+51%); BPA 1,81€/acc. vs 1,43€/acc. estimado. En el desglose por áreas de negocio destaca el fuerte repunte en ventas de Energía, cercano al 50% hasta los 1.460M€, gracias a la contribución de AWP y al repunte de generación internacional. Las ventas de las otras dos principales áreas de negocio evolucionan negativamente: Infraestructuras -6% hasta 1.623M€ por menor actividad en Construcción y Agua y Otras Actividades, que reducen sus ventas -18% hasta 278M€ por la menor aportación de Bestinver e Inmobiliaria. La Deuda Financiera Neta se reduce ligeramente hasta 5.153M€ desde 5.294M€ a cierre de 2014. **OPINIÓN:** Son resultados fuertes que batan expectativas y que deberían tener un impacto positivo durante la sesión de hoy. Además, se aprecia una mayor actividad como así lo refleja el repunte en ventas, ebitda y beneficio. Por otra parte, en los próximos meses el valor podría verse impulsado por alguna operación corporativa, como la posible venta de su división inmobiliaria, la cual es no estratégica. En principio se trataría de una venta parcial, de la cartera de residencial en alquiler en España y algunos terrenos susceptibles de ser construidos para alquilar cuyo valor en libros rondaría los 600M€ según nuestras estimaciones.

**CIE AUTOMOTIVE (Comprar; Pr. Objetivo: 15,6€; Var. Día: +1,11%): Resultados 2T15 batan expectativas.**- Cifras principales comparadas con el consenso de Bloomberg: ingresos 676,1M€ (+28%) por encima de los 669 estimados; EBITDA 95M€ (+35%) superando ligeramente los 94,8M€ estimados; EBIT 63,9M€ (+49%); BNA 37,7M€ (+88%) superando los 35,8M€ estimados. **OPINIÓN:** Resultados muy sólidos que vienen, además, acompañados por una mejora de márgenes del grupo. En concreto, el margen EBITDA mejora hasta 14,1% (desde 13,9% en el 1T15) y destaca especialmente el avance del margen EBIT hasta el 9,5% (vs. 9,1% en 1T15). Por segmentos, el de automoción, negocio principal de la compañía, mejora ligeramente sus márgenes respecto al trimestre previo (margen EBITDA 15,4% vs. 15,3% previo y margen EBIT 10,4% vs. 10,1% previo). Además, en este trimestre esta mejora se produce también en Dominion, en contra de lo que sucedía el trimestre pasado (margen EBITDA 7,4% vs. 6,9% previo y margen EBIT 4,7% vs. 4,2% previo). La mejora se debe en gran medida a la buena evolución en los mercados de Europa y NAFTA, que siguen impulsando la cuenta de resultados de la compañía. Además, destaca la capacidad de CIE de integrar nuevas plantas: las plantas de Mahindra alcanzan un margen EBITDA en el semestre de 12,5% vs. 10,3% en 1S14 y un margen EBIT de 8% vs. 5,9% en 1S14. En conclusión, CIE cierra un semestre récord en ventas (+30%), EBITDA (+33%) y resultado neto (+74%). Tras estos resultados estaremos atentos a la conference call con analistas esta tarde y no descartamos revisar al alza nuestras estimaciones para la compañía, lo que podría conllevar una revisión al alza de nuestro precio objetivo desde el 15,6€ actual.

### 3.- Bolsa Europea.

**SIEMENS (Neutral; Cierre: 92,48€; Var. Día +0,42%): Presenta resultados superiores a las expectativas del mercado, aunque la mejora se debe al efecto de los tipos de cambio.**- Cifras principales comparadas con el consenso de mercado: Ingresos 18.800 M.€ (+7,6%) frente a 18.700 M.€; Beneficio Neto 1.360 M.€ frente a 1.020 M.€ estimado. La cartera de pedidos se sitúa en 19.900 M.€ frente a 19.100 M.€ estimado. Los resultados se ven claramente favorecidos por la depreciación del euro. Las ventas si se excluyeran factores no recurrentes y el efecto de los tipos de cambio habrían caído -3%. **OPINIÓN:** A pesar de que los resultados batan las expectativas, el efecto sobre la cotización debería ser neutral ya que la mayor parte de la mejora se debe al efecto positivo de la depreciación del euro y la división de energía y gas presenta perspectivas débiles en un contexto de bajos precio del petróleo tras haber registrado una caída de -15% en los ingresos excluyendo el efecto de los tipos de cambio en el 2T'15.

**SANOFI (Neutral; Cierre: 98,00€; Var. Día: +1,16%): Los resultados del 2T'15 superan las expectativas apoyado en la debilidad del euro y la división de biotecnología Genzyme.** Principales cifras compradas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 9.378M€ (+4,9%) vs. 8.980M€ estimado;

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada  
Ana de Castro

Eva del Barrio  
Jesús Amador

Pilar Aranda  
Rafael Alonso

Ramón Carrasco  
Belén San José

Ana Achau (Asesoramiento)  
Esther G. de la Torre

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

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

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

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

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.

Ebitda 2.570 M.€ frente a 2.400 M.€ estimado. Beneficio neto: 1.840 M.€ (+4,2%) frente a 1.720 M.€ estimado; BPA 1,41€ vs. 1,32€ estimado. Las ventas de la división de diabetes se han reducido -3,8%, debido a que Sanofi se ha visto obligada a ofrecer descuentos para mantener su cuota de mercado en Francia y EE.UU. No obstante, este descenso en ventas ha sido compensado por el incremento de ingresos de +26,6% en su división de biotecnología Genzyme. La compañía ha confirmado el *guidance* para el conjunto del año 2015 y presentará un nuevo plan estratégico el día 6 de noviembre. **OPINIÓN:** El impacto en la cotización debería ser positivo ya que superan las expectativas en todas las líneas de la cuenta de resultados y todas las divisiones excepto diabetes registran crecimientos de ingresos destacables.

**DEUTSCHE BANK (Comprar; Cierre 30,26€; Var. +1,07%): El BNA del 2T'15 bate las expectativas del mercado a pesar de los elevados costes legales.-** Cifras principales comparadas con lo esperado (consenso según Bloomberg): Margen bruto: 9.200 M€ (+17,0% a/a vs 8.900 M€ esperado), BAI: 1.200 M€ (+34,0% a/a) y BNA: 818 M€ (+243%), vs 796 M€ esperado. **OPINIÓN:** Valoramos positivamente la evolución de la cuenta de P&G que muestra una mejora en los ingresos a pesar de las fuertes cargas legales (los costes por litigios alcanzan 1.200 M€ vs 470 M€ en 2T'14). El ROE (antes de impuestos) se sitúa en 5,7% (vs 2,1% en 2T'14) y la ratio de capital (CET1) mejora hasta el 11,4% (vs 11,1% en 1T'15).

#### 4.- Bolsa americana y otras

##### S&P por sectores.-

**Los mejores:** Industriales +1,3%; Petróleo & Gas +1,3%; Telecomos +0,9%

**Los peores:** Salud +0,2%; *Utilities* +0,4%; Bienes de Consumo +0,6%

**AYER publicaron** (principales compañías; BPA real vs esperado): General Dynamics (2,270\$ vs 2,056\$); Goodyear (0,84\$ vs 0,748\$); International Paper (0,970\$ vs 0,921\$); Garmin (0,720\$ vs 0,713\$); Mastercard (0,850\$ vs 0,853\$); Hospira (0,850\$ vs 0,835\$); Altria (0,740\$ vs 0,714\$); Western Digital (1,51\$ vs 1,449\$); Marriott (0,820\$ vs 0,813\$); Baxter (1,00\$ vs 0,949\$); Whole Foods (0,440\$ vs 0,447\$); MetLife (1,560\$ vs 1,491\$); **Facebook** (0,50\$ vs 0,471\$).

**HOY publican** (principales compañías; hora; BPA esperado): Coca-Cola (pre-apertura; 0,756\$); Colgate (pre-apertura; 0,748\$); International Paper (pre-apertura; 0,921\$); Garmin (pre-apertura; 0,704\$); ConocoPhillips (pre-apertura; 0,037\$); P&G (pre-apertura; 0,946\$); Marathon Petroleum (pre-apertura; 1,746\$); Delphi (pre-apertura; 1,339\$); Cigna (12:30h; 2,308\$); Baxter (después del cierre; 0,949\$); Whole Foods (después del cierre; 0,447\$); Western Union (22:01h; 0,393\$); Amgen (después del cierre; 2,427\$); Electronic Arts (después del cierre; 0,027\$); Expedia (después del cierre; 0,862\$).

Entre las compañías que **MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: (i) **MICROSOFT (46,29\$; +2,1%)** presentó ayer el Windows 10, que estimó tendrá un ratio de adopción más rápido que todas las versiones anteriores: 1.000M de usuarios en 3 años. Sin embargo, en el año 2000 la versión de Windows estaba instalada en el 80% de los dispositivos y hoy lo está en sólo el 20% debido a las *tablets* y los *smartphones*, que mayoritariamente trabajan en entornos Android e IOS. Por eso en la presentación de ayer se puso de manifiesto que Microsoft seguirá comprando compañías que desarrollan apps/aplicaciones para dispositivos móviles. La única explicación plausible para el rebote de ayer del valor es que la presentación transmitió una sensación menos decepcionante de lo esperado, en nuestra opinión. (ii) **MERCK (58,54\$; +1,8%)** al aceptar la FDA revisar de nuevo la solicitud de la compañía para el tratamiento de determinadas enfermedades renales complicadas (genotipos de infección HCV 1, 4 y 6), después de que la Agencia Europea del Medicamento aceptara la semana pasada la solicitud para su marketing acelerado.

Entre los valores que **PEOR EVOLUCIÓN** únicamente destacó **FACEBOOK (96,99\$; +1,8% pero -3,4% en el after market)**, que publicó unas cifras trimestrales que batieron expectativas (BPA 0,50\$ vs

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/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 *weblink in Browser* con el botón derecho del su ratón.

0,471\$), pero el hecho es que su BNA retrocedió (719M\$; -9,1%) y que su Margen Ebitda se estrechó nada menos que 17 puntos (desde 48% hasta 31%) debido a un esfuerzo inversor (+82%, gran parte de los cuales son gasto corriente para generar tráfico) que sentó mal al mercado porque se teme que deba mantenerse en el tiempo para seguir creciendo en ingresos (4.040M\$; +39%) y usuarios (1.490M)... aunque en este último aspecto las cifras también ofrecen cierta vulnerabilidad puesto que los usuarios que se conectan diariamente a Facebook fueron en junio 968M cuando se esperaba 970,5M. No hubo más caídas destacables porque fue una sesión alcista para todos los sectores (ninguno cerró en positivo).

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

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

<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](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

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

#### Bancos españoles

Nuevo Precio Objetivo: 1,45 €/acc (vs 1,35 €)

Recomendación: Neutral (sin cambios)

29-jul.-15

#### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 14.351 M€

Último 1,25 €/acc.

Nº Acciones: 11.517 M acc.

Max / Min (52 sem): 1,55/1,04

Cód. Reuters / Bloomberg: BKIA MC/BKIA SM

#### Datos Básicos (compañía)

P/V'15e 1,2x Accionistas ppales. (estimado):

P/E 15 e 12,1x BFA: 63,1%

Yield e 2,5%

% Revalorización	YTD	1 mes	3 m	6 m
Bankia	0,7%	6,0%	0,7%	7,4%
EuroStoxx Banks	16,9%	-1,4%	-0,4%	16,5%
Ibex -35	9,5%	-1,1%	-3,1%	7,6%

#### Principales cifras y ratios

Datos en M€	2014 r	2015 e	2016 e	TAMI(1)
Mg. de Intereses	2.927	2.813	2.859	-1,2%
Mg. Bruto	4.009	3.941	4.011	+0,0%
Mg. Explotación	2.267	2.253	2.323	+1,2%
Provisiones	-1.158	-680	-633	-26,1%
BNA	747	1.189	1.275	+30,7%
BPA	0,06	0,10	0,11	+30,7%

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

#### Resultados del ejercicio 2014

Datos en M €	1T 15	1T 14	Var%
Mg. de Intereses	1.388	1.427	-2,7%
Comisiones netas	481	468	2,8%
ROF's & otros	160	132	21,2%
<b>Margen Bruto</b>	<b>2.029</b>	<b>2.027</b>	<b>0,1%</b>
Gtos gener & Adm	-843	-876	-3,8%
<b>Margen de Explotación</b>	<b>1.186</b>	<b>1.151</b>	<b>3,0%</b>
Provisiones & Deter	-322	-455	-29,2%
Rdos Extraord. & Otros	-112	-45	148,9%
BAI	752	651	15,5%
Impuestos & Otros	-196	-153	28,1%
<b>BNA</b>	<b>556</b>	<b>498</b>	<b>11,6%</b>
Tasa Morosidad	12,2%	14,00%	-1,8 pp
Tasa Cobertura	60,6%	58,9%	1,7 pp
Core Capital (´)	11,3%	10,0%	1,4 pp
ROE	9,8%	7,9%	1,9 pp

(\*) Fully loaded

#### Síntesis de Valoración: Método WEV

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,5%
ROE sostenible estimado	10,5%
Coste de capital (Ke)	8,5%
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>1,45</b>
Cotización (€/acc.)	1,25
<b>Potencial de revalorización</b>	<b>16,6%</b>

(\*) Warranted Equity Value

Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

## Bankia

Precio Objetivo 1,45 €

Recomendación: Neutral

### La actividad comercial compensa la menor aportación de los bonos SAREB

**Resumen de resultados 1S'15:** La cuenta de P&G muestra una evolución favorable de las partidas relacionadas con el negocio típico (margen con clientes, comisiones y margen de explotación), una caída significativa en el coste del riesgo (las provisiones descienden -23,8%) y un **crecimiento a doble dígito del BNA (+11,5% y +27,3% t/t en el 2T'15)** que alcanza 556 M€ y supera las expectativas del mercado (534 M€ esperados). La gestión de costes (-3,8% y -0,7% t/t) compensa la menor aportación de la cartera de bonos SAREB (-56,0%) y permite la mejora del margen de explotación (+3,1% y +8,6% t/t). La calidad crediticia confirma la tendencia de mejora observada en trimestres anteriores (el saldo de dudosos desciende hasta 15.308 M€ vs 16.084 en 1T'15 M€), la ratio de mora baja hasta el 12,2% (vs 12,6% en 1T'15) y la tasa de cobertura alcanza el 60,6%.

**Nuestra Opinión:** La caída en el coste de financiación (el coste del pasivo minorista desciende hasta 0,66% vs 0,79% en 1T'15), el aumento en la actividad comercial (las nuevas operaciones de crédito crecen +55,3%) y la favorable evolución de las comisiones (+6,7% t/t) permiten que el margen bruto aumente +4,6% t/t en el 2T'15. **Valoramos positivamente el enfoque del banco en la gestión de costes** (la ratio de eficiencia se sitúa en 40,5% vs 43,5% en 2014) **y la favorable evolución de las métricas de riesgo** (entradas netas en mora y esfuerzo en provisiones) que soportan una evolución favorable de la cuenta de P&G. Entendemos que el aumento en la tasa de cobertura (actualmente en 60,6%) y la mejora del entorno económico permitirán que el coste del riesgo (actualmente en 53 pb) continúe siendo reducido y en línea con el "guidance" del banco (50/55 pb).

**Recomendación:** Mantenemos nuestra recomendación en Neutral **y revisamos al alza nuestro precio objetivo hasta 1,45 €/acc** (vs 1,35 €/acc anterior) en base a: (i) estimamos que el banco tiene **capacidad para superar el ROE objetivo del 10,0% en 2015** (vs 9,8% actual) a pesar de la dificultad del entorno (bajos tipos de interés, presión competitiva en precios y coste regulatorio elevado), gracias al **avance en las métricas de gestión** (actividad comercial y recorte de costes) y a la **mejora en los indicadores de riesgo** (morosidad y cobertura). En este punto esperamos un progreso adicional relacionado con la mejora del entorno macro y con la estrategia de venta de activos no estratégicos de Bankia (activos inmobiliarios y créditos dudosos y/o fallidos) y (ii) valoramos positivamente la mejora en la ratio de capital (el CETI "fully loaded" que se sitúa en 11,31% (vs 11,01% en 1T'15 y 10,60% en 4T'14) y viene principalmente explicada por la mejora en los resultados del banco.

#### Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Castrillo Pilar Aranda Esther García Ramón Carrasco  
Eva del Barrio Ana de Castro González Ana Achau (Asesoramiento) Belén San José

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

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

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

Avd. Bruselas, nº 12

28108, Alcobendas (Madrid)



Sector: Autos

Una pequeña-gran compañía

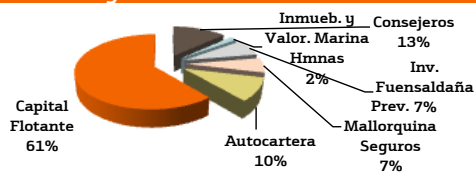
## LINGOTES ESPECIALES

Precio Objetivo: 11,6 €  
Recomendación: Comprar

### Datos Básicos (mercado)\*

Capitalización (M €): 80 M€  
Último: 8,30 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 9,6M  
Min / Max (52 sem): 3,66€ / 8,77€  
Cód. Reuters / Bloomberg: LGT.MC / LGT SM

### Accionistas Significativos\*



A fecha de cierre de este informe, cuando aún no se ha ejecutado la ampliación (neta) de capital

Principales cifras	2014r	2015e	2016e	2017e	TAMI
Ingresos	62,1	72,6	79,9	85,5	11,3%
Margen bruto	60,3%	61,0%	61,0%	61,0%	
EBITDA	9,0	10,9	12,6	13,6	15,0%
Margen EBITDA	14,4%	15,1%	15,8%	16,0%	
EBIT	5,3	7,0	8,8	10,0	23,2%
Margen EBIT	8,6%	9,7%	11,1%	11,7%	
BNA	4,0	5,3	6,6	7,6	23,9%
% incremento BNA		33%	25%	14%	

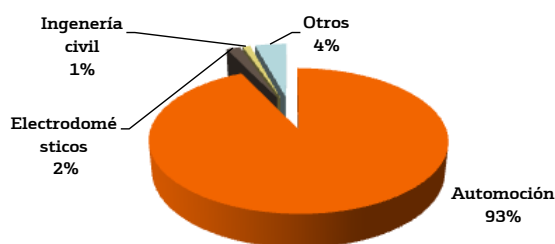
\*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

\*Cifras en millones de euros

Principales ratios	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
PER*	10,4 x	15,6 x	12,6 x	11,0 x	9,6 x
Rent. dividendo*	10,2%	5,1%	6,3%	7,2%	8,3%
BPA (€/acc)	0,41	0,53	0,66	0,76	0,86
DPA (€/acc)	0,44	0,42	0,53	0,60	0,69
DN/FFPP	0,2x	0,1x	0,1x	0,0x	0,0x
EBITDA/DN	1,6x	2,3x	3,7x	10,0x	--
ROE	12,4%	16,0%	19,1%	20,9%	22,7%

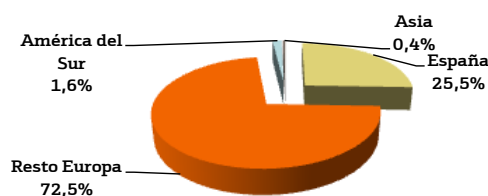
\*2014 con cotización de cierre de año. 2015/16/17/18 con última cotización

### Segmentos



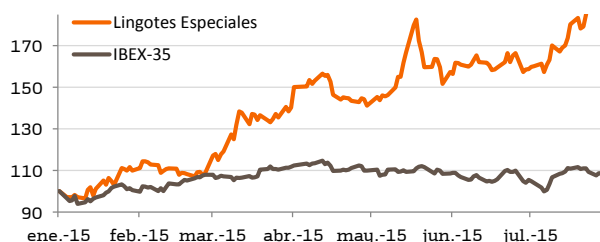
A cierre de 2014

### Distribución geográfica de los ingresos



A cierre de 2014

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



**Iniciamos la cobertura sobre la compañía con una recomendación de comprar y un precio objetivo de 11,6€, lo que implica un potencial de revalorización de +40% desde los niveles actuales.**

### Descripción de la compañía:

Lingotes Especiales es una compañía dedicada al diseño, fabricación y venta de toda clase de lingotes y piezas metálicas de materiales tanto ferrosos como no ferrosos. Su actividad principal es la fabricación de piezas de hierro fundido para el sector automoción. A su vez, la compañía ostenta el 100% de una sociedad dependiente denominada Frenos y Conjuntos dedicada a la mecanización de frenos. Finalmente, en 2014 la compañía adquirió un 20% de la sociedad india Lava Cast Privated Limited.

### Método de valoración:

Fijamos nuestro precio objetivo en 11,6€ a partir del método de descuento de flujos de caja libre operativo. Las variables que hemos empleado en nuestro modelo establecen una tasa de crecimiento a perpetuidad del 1%, un coste de los recursos (WACC) del 8,7%, una prima de riesgo del 7% y una beta de 1 (vs. la beta de 0,096 calculada por Bloomberg ya que ésta no nos parece representativa).

### Nuestra opinión:

Nuestra recomendación de compra y precio objetivo se basa en los siguientes puntos:

**1. Solidez financiera:** Lingotes viene demostrando una sólida evolución en sus resultados con importantes crecimientos de BNA (+58% en 2014), márgenes EBITDA y EBIT en niveles muy atractivos (superiores respectivamente al 14% y al 8,5% a finales de 2014) y un nivel de endeudamiento realmente reducido (a finales de 2014 0,2x en el caso de la deuda financiera neta sobre fondos propios y 0,6x sobre EBITDA). Además, el inicio de año no ha hecho más que confirmar esta tendencia: las cifras del 1S15 mostraban un crecimiento de la cifra de negocios de alrededor del +17%, del EBITDA del +47% y del BNA del +82%.

En nuestra opinión, esta evolución positiva seguirá produciéndose a lo largo de los próximos trimestres respaldada por diferentes factores:

- **El posicionamiento geográfico de la compañía respaldará el ritmo de crecimiento de las ventas y, por tanto, de los ingresos.** Básicamente por dos motivos: primero, la mejora del ciclo en Europa, que es el mercado principal de Lingotes, apuntalará la buena marcha del sector autos. A este respecto, las ventas de vehículos en Europa ya encadenan 21 meses consecutivos de avances con un crecimiento de casi el +7% en las matriculaciones acumuladas en lo que llevamos de año. Segundo, esta tendencia se verá también reforzada por la depreciación del euro, que se traduce en una ganancia de competitividad para los productores de la Zona Euro.

Además, en mayo de 2014 Lingotes decidió comprar un 20% de la compañía india Lava Cast Privated Limited. Pese a que esta compra no tendrá impacto en la cuenta de resultados en este ejercicio, esta decisión implica que la compañía se posiciona en un país clave para el mercado de la automoción que le permitirá dar servicio a muchos fabricantes de vehículos con presencia en la región. Además, la decisión de utilizar India como puerta de entrada a Asia en lugar de otros países, como China, nos parece muy acertado. En este sentido, recordamos que India es nuestra única apuesta dentro del universo emergente. El país ha implementado una serie de medidas estructurales que han permitido reducir la inflación y, consecuentemente, recortar el tipo de intervención. Esto, además de favorecer las tasas de crecimiento en el país, es realmente positivo para el mercado de la automoción puesto que en India la mayoría de compras de vehículos se financian.

**2. Especialización:** La compañía ha establecido una estrategia de especialización que redundará en la fabricación de piezas con mayor valor añadido, lo que favorece la diferenciación frente a otros competidores y la prestación de un servicio más integral (piezas de chasis o motor totalmente terminadas o más complejas) a sus principales clientes. Además, esta estrategia tiene un impacto directo, vía ampliación de márgenes, en la cuenta de resultados. En este sentido, Lingotes mantiene una política de inversiones encaminada al mantenimiento de sistemas de producción avanzados y eficientes. De hecho, una media anual del 2% de la cifra de negocios viene invirtiéndose en I+D.

**3. La compañía no está expuesta ni a los vaivenes de los precios de las materias primas (sus precios de venta están vinculados a las variaciones de éstas) ni a la evolución de los tipos de interés (su nivel de deuda es realmente reducido).**

**4. Rentabilidad por dividendo:** La política de retribución al accionista supone una interesante fuente de rentas en el caso de Lingotes. Así, la rentabilidad por dividendo en 2015 superará el 5% para ir, según nuestras estimaciones, elevándose a lo largo de los próximos ejercicios hacia niveles alrededor del 8%.

Equipo de Análisis de Bankinter: Esther Gutiérrez de la Torre (analista principal de este informe)  
Ramón Carrasco Pilar Aranda Rafael Alonso Belén San José Eva del Barrio  
Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>  
<http://www.bankinter.com/>  
Paseo de la Castellana, 29  
28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.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.

## Resumen Resultados Semestrales

La presentación de **resultados del primer semestre del año confirma la buena marcha de la compañía** que se está viendo realmente favorecida por la recuperación del ciclo en Europa y la debilidad del euro, que hace ganar atractivo a los productos fabricados en esta divisa.

A lo largo de estos meses la compañía conseguía avances realmente reseñables a lo largo de toda su cuenta de resultados: **ingresos +17%, el EBITDA +47%, el EBIT +82% y BNA también +82%**. Esto, a su vez, redonda en una **importantísima mejora de márgenes**: el margen EBITDA se sitúa en 16,7% (vs. 14,4% a finales del año pasado) y el margen EBIT 11,3% (vs. 8,6% a finales de 2014).

Además, por el lado del balance, **la compañía sigue manteniendo unos ratios de deuda realmente bajos**: la deuda financiera neta sobre fondos propios se situaba por debajo de 0,1x a finales de este semestre (vs. 0,2x en el 1S14) y sobre EBITDA también se reducía hasta 0,3x (desde 1x a finales del 1S14).

En nuestra opinión, **Lingotes seguirá experimentando interesantes crecimientos de sus resultados (BNA '15 estimado +33,5% hasta 5,3M€)** a lo largo de los próximos meses favorecida por diferentes factores: **primero, la mejora de ciclo y la depreciación del euro** a los que ya hemos aludido; **segundo, la especialización en piezas de alto valor añadido** permitirá a la compañía seguir disfrutando de márgenes realmente sólidos (margen EBITDA '15 estimado 15,1%, y evolucionando hacia el 16% tal y como ya ha experimentado en el pasado) y situarse como proveedor de fabricantes de autos de primer nivel; **tercero, la buena gestión de la compañía** permitirá que vaya aumentando su volumen sin que ello comprometa su balance.

En conclusión, **reafirmamos nuestra recomendación de compra** sobre el valor destacando que se trata de una idea de inversión singular por el pequeño tamaño de la compañía (capitalización bursátil inferior a 100M€). Esto implica que no sea recomendable para inversores con perfiles conservadores/defensivos. Ahora bien, nos gustaría destacar que, sin olvidarnos que se trata de una *small-cap*, Lingotes no se ve afectada ni por la variación del precio de las materias primas ni de los tipos de interés lo que otorga una mayor estabilidad a su cotización frente a otras compañías con características similares.

## Ampliación y reducción de capital para reducir autocartera: una solución para evitar presión de papel.

Actualmente la autocartera de la compañía es del 9,82%, como consecuencia de la compra de la participación que tenía Banco Ceiss (Caja España + Caja Duero + Unicaja) que, como parte del proceso de su propia reorganización interna, tuvo que venderla. Lingotes busca reducir significativamente esta participación en autocartera. Las alternativas más obvias serían encontrar un inversor interesado y/o bien ir vendiendo esta participación progresivamente en bolsa. Sin embargo, un objetivo que debe ser compatible con la reducción de la autocartera es mantener la actual retribución al accionista: actualmente los dividendos que no puede recibir la autocartera se reparten, como se establece legalmente <sup>(1)</sup>, entre el resto de accionistas. Entendemos que, en caso de venta de la autocartera (9,82%) a un tercero (bien inversor, bien vía bolsa), el actual accionista vería reducida su *yield efectiva* en aproximadamente -10% (por los dividendos de la autocartera que dejaría de recibir). ¿Cómo resolverlo? Sencillamente, realizando una ampliación de capital *gratis* (liberada) y a continuación amortizando autocartera, de manera que el número de acciones de cada accionista aumenta para compensar el efecto de la amortización de capital que inmediatamente después se realiza (para reducir la autocartera desde 9,82% hasta 1,06%, que es el plan de la compañía). En concreto, realizará una ampliación liberada 1x7 para emitir 1,37M accs. (es decir, +14,3% del capital actual) y, a continuación, amortizará contra reservas casi toda la autocartera (0,97M accs.). Tras la ampliación y posterior amortización de acciones, la autocartera se habrá reducido al 1,06% desde 9,82% actual y ningún accionista habrá visto alterada su participación... aunque el número de acciones que tenga sea algo superior... lo que hará posible no alterar el importe que cada accionista recibe en dividendos. Este enfoque sobre el cuidado al accionista en lo que se refiere al dividendo es, en nuestra opinión, uno de los puntos fuertes a tener en cuenta.

(1) Artículo 148 de la Ley de Sociedades de Capital

## Resultados Semestrales

P&G	1S15r	1S14r	Var. %
Ingresos	38,3	32,7	17%
Coste de Ventas	-15,1	-13,0	16%
Margen Bruto	23,2	19,7	17%
<i>Mg Bruto</i>	<b>60,6%</b>	<b>60,4%</b>	
Otros Ingresos	0,90	0,97	-8%
Gastos Explotación	-17,7	-16,4	8%
EBITDA	6,37	4,33	47%
<i>Mg Ebitda</i>	<b>16,7%</b>	<b>13,2%</b>	
Amortizaciones	-2,0	-1,9	5%
EBIT	4,3	2,4	82%
<i>Mg Ebit</i>	<b>11,3%</b>	<b>7,3%</b>	
Resultado Financiero	-0,2	-0,2	-6%
BAI	4,2	2,2	89%
Impuesto de Sociedades	-1,1	-0,5	113%
<b>BNA</b>	<b>3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>82%</b>
<i>Mg Beneficio</i>	<b>8,1%</b>	<b>5,2%</b>	
<b>BPA</b>	<b>0,36</b>	<b>0,18</b>	<b>100%</b>

Balance	1S15r	1S14r
Activo No Corriente	32,5	31,7
Activo Corriente	28,3	23,0
<b>Total Activo</b>	<b>60,7</b>	<b>54,7</b>
FFPP	31,4	29,5
Pasivo no corriente	2,5	2,8
Deuda financiera	10,8	8,0
Pasivo Corriente	16,0	14,4
<b>Total Pasivo</b>	<b>60,7</b>	<b>54,7</b>

Ratios Deuda	1S15r	1S14r
DFN/FFPP	0,1x	0,2x
DFN/EBITDA	0,3x	1,0x

Cifras en Millones de €

Equipo de Análisis de Bankinter: Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)  
 Ramón Forcada Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)  
 Jesús Amador Pilar Aranda Belén San José Eva del Barrio

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<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.

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Madrid

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	TAM14-'19
Ingresos	71,7	56,0	57,8	62,1	72,6	79,9	85,5	89,7	94,2	9%
Margen Bruto	58,2%	59,7%	58,5%	60,3%	61,0%	61,0%	61,0%	61,3%	61,3%	
EBITDA	10,8	5,9	7,2	9,0	10,9	12,6	13,6	14,7	15,5	12%
Margen EBITDA	15,0%	10,5%	12,5%	14,4%	15,1%	15,8%	16,0%	16,4%	16,4%	
EBIT	5,3	0,7	3,5	5,3	7,0	8,8	10,0	11,2	12,2	18%
Margen EBIT	7,4%	1,3%	6,1%	8,6%	9,7%	11,1%	11,7%	12,5%	12,9%	
BAI	4,8	0,3	3,2	5,0	6,7	8,6	9,8	11,2	12,4	20%
BNA	3,6	0,3	2,5	4,0	5,3	6,6	7,6	8,6	9,5	19%
Tasa de variación interanual		-92,9%	876,0%	58,1%	33,5%	24,6%	14,4%	14,0%	10,7%	

\*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

## Resumen Balance de Situación

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Activo No Corriente	36,5	33,5	31,7	33,6	33,0	32,2	31,1	29,7	27,9
Activo Circulante	24,5	23,1	24,2	22,3	28,0	30,7	32,8	34,1	36,8
<b>Total Activo</b>	<b>61,0</b>	<b>56,6</b>	<b>56,0</b>	<b>55,8</b>	<b>61,0</b>	<b>62,9</b>	<b>64,0</b>	<b>63,8</b>	<b>64,7</b>
FFPP	34,3	32,1	33,3	32,1	33,2	34,6	36,1	37,9	39,9
Pasivo no corriente	3,9	3,4	2,9	2,6	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8
Deuda financiera	11,39	12,01	8,67	10,21	11,27	10,46	8,91	6,2	4,4
Pasivo Corriente	11,4	9,1	11,1	11,0	12,9	14,2	15,2	15,9	16,7
<b>Total Pasivo</b>	<b>61,0</b>	<b>56,6</b>	<b>56,0</b>	<b>55,8</b>	<b>61,0</b>	<b>62,9</b>	<b>64,0</b>	<b>63,8</b>	<b>64,7</b>

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	VR
+BNA	5,3	6,6	7,6	8,6	9,5	139
+Amortizaciones	3,9	3,8	3,7	3,5	3,3	
+Gastos Financieros *(1-t)	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1	
- Inversiones en activos fijos	3,2	3,0	2,5	2,0	1,5	
- Inversiones en circulante	1,64	0,87	0,67	0,43	0,53	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>4,6</b>	<b>6,7</b>	<b>8,2</b>	<b>9,7</b>	<b>10,7</b>	

WACC	8,7%
g	1,0%
EV	122 M€
- Deuda Neta	6 M€
- Minoritarios	0 M€
EqV	116 M€
Nº acciones	10 M
<b>Estimación DCF</b>	<b>11,6 €/acción</b>

### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 11,6€ siguiendo el método de descuento de flujo de caja libre operativo empleando a tal efecto las hipótesis sintetizadas en las tablas adjuntas. Esta valoración implica un potencial de revalorización superior al +40% desde los niveles actuales de cotización.

## Matriz de Sensibilidad

		Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
		0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
WACC	6,72%	14,6	15,1	15,6	16,2	16,9	17,6	18,4
	7,22%	13,4	13,9	14,3	14,8	15,4	15,9	16,6
	7,72%	12,4	12,8	13,2	13,6	14,1	14,5	15,1
	8,22%	11,5	11,9	12,2	12,6	12,9	13,4	13,8
	8,72%	10,8	11,0	11,3	11,6	12,0	12,3	12,7
	9,22%	10,1	10,3	10,6	10,8	11,1	11,4	11,8
	9,72%	9,5	9,7	9,9	10,1	10,4	10,6	10,9
	10,22%	8,9	9,1	9,3	9,5	9,7	10,0	10,2
	10,72%	8,4	8,6	8,8	8,9	9,1	9,3	9,6

Equipo de Análisis de Bankinter: Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)  
 Ramón Forcada Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)  
 Jesús Amador Pilar Aranda Belén San José Eva del Barrio

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<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.