

11 de diciembre de 2014

Cierre de este informe:

8:34 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	17.533	17.801	-1,5%	5,8%
S&P 500	2.026	2.060	-1,6%	9,6%
NASDAQ 100	4.225	4.295	-1,6%	17,6%
Nikkei 225	17.257	17.413	-0,9%	5,9%
EuroStoxx50	3.151	3.163	-0,4%	1,3%
IBEX 35	10.397	10.462	-0,6%	4,8%
DAX (Ale)	9.800	9.794	0,1%	2,6%
CAC 40 (Fr)	4.228	4.264	-0,8%	-1,6%
FTSE 100 (GB)	6.500	6.529	-0,5%	-3,7%
FTSE MIB (It)	19.218	19.390	-0,9%	1,3%
Australia	5.231	5.259	-0,5%	-2,3%
Shanghai A	3.065	3.080	-0,5%	38,4%
Shanghai B	287	283	1,4%	13,1%
Singapur (Straits)	3.318	3.326	-0,2%	4,7%
Corea	1.917	1.946	-1,5%	-4,7%
Hong Kong	23.274	23.525	-1,1%	-0,1%
India (Sensex30)	27.600	27.831	-0,8%	30,4%
Brasil	49.548	50.193	-1,3%	-3,8%
México	41.373	42.340	-2,3%	-3,2%

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

Mayores subidas y bajadas			
Ibex 35	% diario	% diario	% diario
ACS	0,7%	FCC	-3,3%
INTL CONS AI	0,6%	INDRA SISTEM	-2,8%
RED ELECTRIC	0,6%	ARCELORMITTA	-2,3%
EuroStoxx 50	% diario	% diario	% diario
VINCI SA	2,7%	AIRBUS GROUP	-10,4%
NOKIA OXJ	1,3%	DEUTSCHE TEL	-2,4%
BAYER MOTORE	1,0%	TOTAL SA	-1,6%
Dow Jones	% diario	% diario	% diario
NIKE INC -CL	0,7%	BOEING CO/TH	-3,9%
MERCK & CO	-0,1%	EXXON MOBIL	-3,0%
PFIZER INC	-0,3%	JPMORGAN CHA	-2,8%

Futuros			
*Var. desde cierre nocturno.	Último	Var. Pts.	% día
1er Vcto. mini S&P	2.031,50	5,75	0,28%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.140	10,0	0,32%
1er Vcto. DAX	9.774,50	25,50	0,00%
1er Vcto. Bund	154,08	-0,10	-0,06%

Bonos				
	10-dic	09-dic	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,03%	-0,04%	0,8pb	-24,00
Alemania 10 añc	0,68%	0,69%	-0,4pb	-124,80
EEUU 2 años	0,57%	0,61%	-4,4pb	18,8
EEUU 10 años	2,16%	2,21%	-4,9pb	-86,44
Japón 2 años	0,005%	-0,001%	0,6pb	-8,90
Japón 10 años	0,415%	0,42%	-0,5pb	-32,10

Diferenciales renta fija en puntos básicos

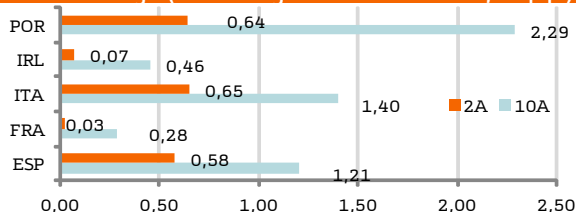
Divisas				
	10-dic	09-dic	+/- día	% año
Euro-Dólar	1,2448	1,2374	0,007	-9,4%
Euro-Libra	0,7921	0,7897	0,002	-4,6%
Euro-Yen	146,66	148,11	-1,450	1,3%
Dólar-Yen	118,14	117,82	0,320	12,2%

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

Materias primas				
	10-dic	09-dic	% día	% año
CRBs	247,53	251,67	-1,6%	-11,8%
Brent (\$/b)	63,73	65,95	-3,4%	-42,5%
West Texas(\$/b)	60,94	63,82	-4,5%	-38,1%
Oro (\$/onza)*	1226,66	1230,92	-0,3%	1,7%

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

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



Clave del día:

✓ BCE 2º T-LTRO y Ventas Minoristas EE.UU.

Ayer: "El petróleo pesa sobre las bolsas"

Las bolsas europeas abrían con tímidos avances tras las fuertes caídas del martes pero iban poco a poco perdiendo fuelle para acabar cerrando con caídas generalizadas. En una sesión con muy pocas referencias macro, la reducción de las previsiones de demanda de crudo de la OPEP imponía las pérdidas en renta variable. De hecho, las bolsas en EEUU arrancaban la jornada en negativo arrastradas por el sector energético (se dejaba un -3,05%) y cerraban con importantes retrocesos. El Brent caía alrededor de un -4,30%, hasta niveles mínimos de los últimos 5 años, y el WTI caía un -4,70%. La bolsa griega seguía su caída y se dejaba un -1,01% al cierre mientras que se profundizaba la inversión de la curva de tipos al ampliar la TIR del 3 años en +108 p.b. (hasta 9,271%) por encima de los +35 p.b. (hasta 8,295%) del 10 años. Por su parte, buena jornada de nuevo para los activos refugio. El Bund mantenía su TIR en niveles en torno a 0,68% y el yen se apreciaba contra el euro y el dólar. Por su parte, el 10 años español aumentaba su TIR en +5 p.b. hasta 1,87% llevando la prima de riesgo hasta 118,4 p.b. El dólar pierde terreno frente al euro y cierra la jornada en 1,2448 vs. 1,2374 a la apertura.

Día/hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	(e)	Ant,
9:00h	ESP	Transacciones inmov.	Oct	a/a	-	13,7%
10:00h	UEM	Informe mensual del BCE				
11:00h	UEM	BCE - Segunda TLTRO				
11:30h	RUS	Reunión b.c.	Dic		10,5%	9,50%
14:30h	EEUU	Vtas.Minoristas	Nov	m/m	0,5%	0,5%
14:30h	EEUU	Precios de Importación	Nov	a/a	-2,6%	-1,8%
14:30h	EEUU	Desempleo Semanal			297K	297K
Día/hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	(e)	Ant,
V;5,30h	JAP	Producción industrial (f)	Oct	a/a	--	0,2%
V;6,30h	China	Producción industrial	Nov	a/a	7,5%	7,7%
V;9:00h	ESP	IPC (final)	Nov	a/a	-0,4%	-0,4%
V;11:00h	UEM	Prod. Industrial (ajust.)	Oct	a/a	0,7%	0,6%
V;14:30h	EEUU	Precios Producción	Nov	a/a	1,4%	1,5%
V;15:55h	EEUU	Conf.U.Michigan (prel.)	Dic	Ind.	89,5	88,8

Hoy: "Jornada de consolidación"

Hoy la atención del mercado se centrará en la segunda T-LTRO del BCE y en las ventas minoristas de noviembre de EEUU. En cuanto a la T-LTRO, estimamos que las peticiones serán superiores a las del 18 de septiembre cuando se adjudicaban 82.600M€. Entendemos que en un ejercicio de prudencia las entidades habrían preferido retrasar sus peticiones hasta esta segunda ocasión. El consenso de mercado apunta a peticiones entre 130.000M€ y 150.000M€. Por su parte, las ventas minoristas tienen especial relevancia al recoger la mitad de la temporada de compras navideñas en EEUU. Esperamos para hoy una sesión de consolidación en las bolsas. Las consecuencias del bajo precio del petróleo en las economías emergentes y su consecuente traslado al resto de economías seguirá imponiendo la prudencia en mercados. De hecho, Repsol ya advierte que revisará su plan estratégico ante esta situación. Además, hoy se celebra la reunión del SNB, para la que no esperamos cambios, y la del Banco Central Ruso, para la que se espera un aumento del tipo director hasta el 10,5% desde 9,5%.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio Pilar Aranda
Ana de Castro Jesus Amador Rafael Alonso

Belén San José Ramón Carrasco
Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas (Madrid)

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

1.- Entorno Económico

ESPAÑA.- (i) Según datos del INE en octubre se crearon 7.983 sociedades lo que supone un aumento de casi el +3% a/a mientras que la disolución se mantuvo estable. En el acumulado del año la creación de empresas aumenta un +0,3% y la desaparición baja -12,2%. Buenos datos que reflejan un mayor dinamismo de la economía. (ii) En otro orden de cosas, el Gobernador del BdE (Linde) recordó ayer que cuanto más bajo sea el crecimiento, mayor es la probabilidad de que las preocupaciones sobre la deuda soberana surjan de nuevo, insistiendo en que hay una relación directa entre la evolución de la situación macro y la valoración de la deuda soberana. Aunque afirmó que las perspectivas de la economía española son aún favorables y que ésta está demostrando una gran resistencia ante las revisiones a la baja del crecimiento en el conjunto de la Eurozona y su reciente pérdida de vigor, también insistió en la necesidad de continuar con las reformas, sobre todo aquellas dirigidas a reforzar la competitividad y reducir el gasto público.

UEM.- Benoit Coeure (BCE) insistía ayer en la necesidad de que los gobiernos del Área Euro implementen medidas estructurales para evitar un escenario de bajo crecimiento y baja inflación.

ALEMANIA.- (i) IPC final de noviembre en tasa interanual 0,6% vs. 0,6% esperado y anterior. (ii) Emitía 3.233M€ en bonos vencimiento 2016 con un bid-to-cover de 1,87 y un tipo medio negativo de -0,04%.

FRANCIA.- (i) La Producción Industrial del mes de octubre en tasa interanual caía hasta -1,0% vs. -0,3% esperado y defraudaba expectativas que esperaban un aumento de +0,1%. (ii) La Producción Manufacturera de octubre interanual también caía hasta -0,6% desde 0,1% anterior (revisado a la baja desde 0,2) y frente al -0,4% esperado.

ITALIA.- Emitía 5.500M€ en letras a año con un bid-to-cover de 1,84 y un tipo medio de 0,418%.

GRECIA.- Emitía 1.300M€ en letras a 3 meses con un ratio bid-to-cover de 1,32 y un tipo medio de 1,8% y 1.625M€ en letras a 6 meses con un bid-to-cover de 1,81 y un tipo medio de 2,15%.

REINO UNIDO.- (i) La Balanza Comercial de Reino Unido del mes de octubre registra un déficit de -9.620MGBP, mayor del esperado de -9.500MGBP, pero por debajo del déficit del mes anterior de -10.506MGBP (revisado al alza desde -9.821MGBP). El menor déficit respecto al mes de septiembre se explica por el aumento de las exportaciones (+0,9% intermensual) y la caída de las importaciones (-1,9% intermensual). Por regiones, destaca el aumento de las exportaciones a España (+17% m/m) y a Bélgica y Luxemburgo (+10,8% m/m). (ii) Por su parte, la Balanza Comercial con países no pertenecientes a la Unión Europea muestra un menor déficit: -3.582MGBP vs. -3.850MGBP esperado y -4.060MGBP previo (revisado también al alza desde -4.048MGBP). (ii) El índice RICS de precios residenciales en noviembre caía hasta 13% vs. 15% esperado y 20% anterior.

EEUU.- (i) El Déficit Fiscal se reduce hasta -56.800M\$ vs. -64.000M\$ esperado y -135.200M\$ anterior. El mayor dinamismo de la economía aumenta la recaudación impositiva y la mejora del mercado laboral reduce el gasto en prestaciones del país. (ii) Las solicitudes de Hipotecas Semanales aumentaban hasta +7,3% vs. -7,3% anterior.

JAPÓN.- Los Pedidos de Maquinaria del mes de octubre en tasa interanual retrocedían hasta -4,9% vs. -0,3% esperado y 7,3% previo.

ISLANDIA.- El Banco Central ha rebado el tipo de intervención hasta 5,25% desde 5,75% ante la expectativa de que el crecimiento del país sea más débil este año a lo anteriormente esperado y una inflación que se mantendrá por debajo del objetivo del banco central (en noviembre se mantenía en el 1%, muy por debajo del objetivo del 2,5%).

NUEVA ZELANDA.- El Banco Central decidía mantener el tipo de intervención en 3,50% ante unas presiones inflacionistas menores a lo inicialmente estimado.

COREA DEL SUR.- El Banco Central mantenía el tipo de intervención en el 2%.

PETRÓLEO.- A) Ayer la OPEP publicó su informe mensual en el que destaca: (i) Reducen la estimación de demanda de crudo procedente de la OPEP para 2015 en 300.000 brr/d hasta 28,92M brr/d, siendo el nivel más bajo desde 2003. (ii) Revisan a la baja el incremento de la demanda global de crudo en 2015 a 930.000 brr/d (vs 1.050.000 brr/d estimación anterior) para situarla en 91,13M brr/d. El recorte procede principalmente de una menor demanda de los países de la OCDE. (iii) Se incrementa la producción de crudo de países no OPEP en 2014 en 1,72M brr/d hasta 55,95M brr/d. Para 2015, estiman que la oferta de los países productores no pertenecientes a la OPEP se incrementará en 1,36M brr/d hasta 57,31M brr/d. Este incremento es consecuencia, principalmente del shale oil producido en EE.UU. B) Los inventarios semanales de crudo de Estados Unidos han subido en 1,45 M brr (vs caída -2,24M brr. estimada por el consenso). Esto, una vez más, vuelve a añadir más presión al crudo. Conclusión: (i) la OPEP continúa perdiendo cuota de mercado a nivel mundial. (ii) Se confirma la ralentización de la demanda de crudo acompañada de una ligera aceleración en la oferta de países productores no miembros de la OPEP. (iii) La próxima cumbre de la OPEP está programada para el 5 de junio en Viena pero pensamos que, dado el desplome de la cotización del crudo, convocarán una cumbre extraordinaria para febrero. El orden del día debería ser: reducción de la cuota de, al menos, 1,5M-2M brr/d. Todo esto añade más presión bajista al crudo.

Leer más en: https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis/analisis_bankinter/indicadores_macro

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:

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

2.- Bolsa española

IBEX-35.- El Comité Asesor Técnico decidió la **incorporación de Endesa en lugar de Viscofán**, efectivo a partir del 22 de diciembre. Este es exactamente el único cambio que estimábamos tendría lugar, tal como publicamos en nuestro informe diario del martes 9, incluso con una nota específica explicando el porqué de este único movimiento.

INDITEX (Cierre: 22,35€; Var. Día: -1,24%): Presenta resultado neto mejor de lo esperado y mejor que el anterior.- Para los nueve primeros meses del 2014 la compañía ha publicado que las ventas ascienden a 12.709M€ vs 12.600M€ esperadas por el consenso de Reuters y 11.925M€ ant. El margen bruto de explotación empeora un 1% hasta 58,9%. El EBITDA ha sido de 2.825M€ en línea con lo esperado, desde 2.776 del mismo periodo en el 2013 con un margen menor en 22,2% desde 23,3%. El resultado neto mejora +0,8% hasta 1.694M€ desde 1.676M€ y 1.670M€ esperado. El resultado se ha visto afectado por un otoño templado y los efectos negativos del tipo de cambio. El BPA queda en 0,542€ desde 0,537€ del periodo anterior. La compañía ha anunciado que las ventas en las primeras seis semanas del cuarto trimestre han aumentado un 14%. Los planes estratégicos de la compañía en cuanto a apertura de superficies de venta (Shanghai) y desarrollo del negocio on-line (México y Corea del Sur) para el 2014 se están cumpliendo según lo previsto. **Impacto: Positivo.**

REPSOL (Neutral, P. Objetivo: 20,5€; Cierre: 17,40€). Revisión a la baja de Plan Estratégico.- Revisará a la baja su plan estratégico 2012-2016 ya que las previsiones estaban hechas con un valor medio del barril superior a los 100 dólares. La fecha no está definida aunque no descartamos que se realice con la presentación de resultados a finales de enero o primeros de febrero. Repsol anunció a mediados de 2012, justo después de la expropiación de YPF, que para 2016 confiaba en multiplicar por 1,9 veces su beneficio de explotación, hasta los 7.790M € y por 1,8 su resultado neto, hasta los 3.060M€. **Impacto: Negativo.**

ATRESMEDIA (Cierre: 10,99€; Var.: +0,37%): Doblará sus ingresos no publicitarios en los próximos tres años.- Forma parte de la estrategia de la compañía de reducir su dependencia de la inversión publicitaria, aumentando su diversificación. Estima que alcanzará los 100M€ en 2017, lo que supondría aproximadamente el 10% de la facturación total. Atremedia realizará su diversificación en gran medida a través de los canales temáticos, además cuenta con ingresos recurrentes procedentes de negocios alternativos como licencias por programas de producción o derechos musicales. Por otra parte, la compañía obtiene otros ingresos por producciones cinematográficas o participa como inversor en varios proyectos digitales. **Impacto: Positivo.**

INDRA (Cierre: 8,01 €; Var. Día: -2,76€): Adjudicación de un nuevo contrato.- Indra ha logrado un contrato en Arabia Saudí valorado en 266M € para desarrollar el sistema del billetes del transporte público de Riad, lo que incluye toda la red de autobuses y las seis líneas del futuro metro de la ciudad, que se encuentra en construcción. El periodo de ejecución son 54 meses y posteriormente 10 años de mantenimiento. Los finalistas fueron Samsung y LG e Hitachi. Con este nuevo contrato incrementa la cartera de pedidos a 3.702 M€ (+7,74%) representando el 1,4x de las ventas de los próximos 12 meses. **Impacto: Positivo.**

CAF (Cierre: 282€; Var. Día: -0,35%): Obtiene un contrato en Francia por 42M€.- Suministrará 16 tranvías que circularán en el área del Loira y se entregarán en 2016. Este contrato se une al firmado esta semana en Holanda por 500M€, mayor alcanzado por CAF en Europa y uno de los mayores de su historia. **Impacto: Positivo.**

SECTOR ELÉCTRICO: Las eléctricas celebraron el martes una subasta con una treintena de bancos para trasladarles los derechos de cobro del déficit de tarifa que no entraban dentro del FADE. No obstante, el reparto final y el desembolso por parte de las entidades financieras no se hará hasta el lunes cuando el consejo de ministros de este viernes apruebe el real decreto que hace posible la cesión fijando la cuantía exacta (unos 3.000-3.500M€) y el tipo de interés (unos 70 p.b. por encima de la TIR del bono soberano a ocho años). Esta operación es positiva para las eléctricas ya que libera su balance de dicha deuda, especialmente para las que más cargaban con el déficit de tarifa (Endesa asume el 44%, Iberdrola el 35%, GNF el 14%, EDP el 6% y EON España 1%).

ENAGÁS (Comprar; Pº Objetivo: 26€; Cierre: 26,0€): Posible alianza con Repsol en Norteamérica.- Enagás y Repsol estudian una alianza para sacar provecho de la revolución del *fracking* en EEUU (si bien ahora no pase por su mejor momento por la caída del precio de la energía). El proyecto consistiría en la reconversión de la planta que Repsol tiene en Canadá, Canaport, desde una instalación regasificadora a una de licuefacción. Así, se daría salida al gas procedente de la fracturación hidráulica en forma de GNL. La inversión total rondaría los 4.000M\$ por lo que Repsol está buscando socios entre los que se podría encontrar Enagás que cuenta con experiencia en la gestión de este tipo de plantas. **Impacto: Neutral.**

ABERTIS (Neutral; P. Objetivo: 17,2€; Cierre: 16,27€): Negocia la adquisición de 8.000 torres de telefonía móvil.- Abertis ha puesto en marcha un plan de expansión de su filial Abertis Telecom terrestre en Italia y Portugal, mediante el que pretende duplicar las 7.300 torres de telecomunicaciones de las que dispone en la actualidad. La compañía concesionaria está negociando la compra de 6.000 torres a la italiana Wind por una cifra cercana a 500

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:

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

M€ y 2.000 torres a Portugal Telecom. La estrategia actual de Abertis contempla un crecimiento en su negocio de infraestructuras de telecomunicaciones móviles, aprovechando que las grandes compañías de telecomunicaciones están centrando sus inversiones en la compra de contenidos con el fin de asegurar una oferta integral de servicios en banda ancha basada en las nuevas tecnologías 3G y 4G. Como contrapartida, las operadoras han aligerado sus balances con la desinversión de otros activos de hardware que están siendo adquiridos por compañías especializadas en la transmisión de señales de televisión. Aunque el negocio de autopistas continúa siendo clave para Abertis ya que genera un 90% del Ebitda actual, la estrategia de la compañía pasa por reforzar la división Abertis Telecom Terrestre, que podría salir a bolsa en el primer semestre de 2014. En el caso de que el precio pagado fuera razonable, esta operación será buena para Abertis ya que permitiría diversificar su cartera con un negocio que goza de visibilidad en sus ingresos futuros. **Impacto: Positivo.**

FERROVIAL (Neutral; P. Objetivo: 17,2€; Cierre: 16,27€): Forma una alianza con el grupo británico FirstGroup para pujar por el corredor ferroviario del Mediterráneo.- La intención de Ferrovial es adjudicarse el contrato para operar las líneas ferroviarias que unen Madrid con Valencia, Alicante, Castellón y Murcia, el primer tramo de AVE y larga distancia que se abrirá la competencia frente al operador público Renfe. Los principales competidores de Ferrovial y FirstGroup para esta adjudicación serían Veloi Rail, Globalia, Alsa y Acciona. **Impacto: Neutral.**

3.- Bolsa europea

BP (Cierre: 399,60 GBP; Var. Día: -1,56%): Provisión en los próximos resultados.- Anotará una provisión de 1.000M \$ (7,8% del BNA esperado para 2015) en los resultados de 4T'14 y en los de 2015 para hacer frente a una reestructuración que conllevará el recorte de plantilla. El objetivo es simplificar su estructura operativa (producción y comercialización de crudo) y las actividades corporativas. Los detalles del plan los dará cuando presente los próximos resultados trimestrales. El apunte contable se realizará. **Impacto: Negativo.**

AIRBUS (Comprar; Cierre 43,17€; Var: -10,4%): Fuerte corrección del valor por el retraso en una entrega a Qatar Airways y tras presentar una previsión de beneficios planos en 2016.- Airbus anunció un retraso en la entrega del nuevo modelo Airbus A350 a Qatar Airways y no especifica fecha concreta en que lo hará, aunque probablemente sea antes de final de año. A comienzos de 2014 Airbus ya retrasó una entrega a Qatar Airways de su primer superjumbo A380, por disputas entre ambos. Este hecho tiene una relevancia máxima si se tiene en cuenta que Qatar Airways es uno de los principales clientes de los nuevos modelos de Airbus. Por otra parte, expuso ayer que los beneficios se mantendrán planos en 2016, declaraciones que contrastan con el consenso del mercado, que esperaba un incremento por los nuevos modelos lanzados este año. Además, expone que reducirá la producción de su modelo A330 en 2016, después de ya haberla reducido -10%. Estas dos noticias provocaron una fuerte corrección del valor ayer, que se dejaba algo más del -10%, mayor caída de los últimos seis años. **Impacto: Negativo.**

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.-

Los mejores: Consumo -0,23%; Servicios -1,07%; Salud -1,28%

Los peores: Energía -2,45%; Industriales -2,25%; Tecnología -1,52%

Entre las compañías que **MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: (i) **NIKE (97,66\$; +0,65%)**, fue la única compañía que aguantó en positivo en el Dow Jones después de que se supiera que contrataría nuevos diseñadores de Adidas. Durante la noche se ha conocido que si CIO, Watson, Dejará la compañía alegando razones personales. Este hecho podría dañar el valor durante la sesión; (ii) **MERCK & CO (59,98\$; -0,05%)**, se conocía que la FDA aprobaba la vacuna contra cinco tipos adicionales de cáncer femenino lo que permitió a la acción aguantar a duras penas las fuertes caídas.

Entre los valores que **PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran compañías muy relacionadas con la caída del precio del petróleo: (i) **BOEING CO. (124,64\$; -3,9%)**, como fabricante de aviones se ha visto negativamente afectado porque muchos de sus pedidos han sido retrasados debido a que sus clientes no renuevan la flota, con aviones más eficientes energéticamente, porque los bajos precios del petróleo les rebaja los costes de la misma manera; (ii) **EXXON MOBIL (88,67\$; -2,97%)** y **CHEVRON (104,86\$; -2,01%)** son las dos empresas que más afectadas se vieron por los nuevos mínimos del precio del petróleo.

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> 28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

Sector: Construcción.

La ampliación de capital permite la supervivencia de la compañía, pero el potencial de revalorización continúa siendo

FCC

Precio Objetivo: 11,9 €

Recomendación: Vender

Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.172 M€

Último: 12,08 €/acc.

Nº Acciones (M.; tras ampliación): 260 M acc.

Min / Max (52 sem): 9,09 / 16,05 €/acc.

Cód. Reuters / Bloomberg: FCC.MC / FCC.SM

Accionariado



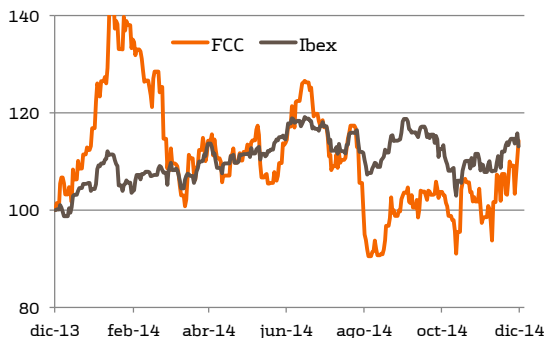
Ingresos (9M14)	Mill.€	%	Var a/a
España	2.618	57%	-7,8%
Reino Unido	659	14%	11,9%
Latinoamérica	467	10%	-27,6%
Centro & Este de Europa	397	9%	-3,6%
Oriente Medio y África	221	5%	71,5%
EE.UU. y Canadá	144	3%	-19,8%
Otros	87	2%	-11,7%
Total	4.592	100%	-6,1%

Resultados	2013	2014e	2015e	2016e	TAMI(%)
Ingresos	6.726	6.357	6.579	6.908	0,9%
Ebitda	720	801	862	915	8,3%
Ebit	-303	-289	422	464	n..a
BNA	-1.506	-695	47	70	n..a

Principales ratios	2013	2014e	2015e	2016e
BPA (€/acc)	-11,83	-2,67	0,18	0,27
DPA (€/acc)	0,00	0,00	0,00	0,00
ROE	n.a.	-127%	8%	10%
Deuda neta / Ebitda	8,3 x	6,6 x	5,7 x	5,7 x
Deuda Neta/FFPP	24,6 x	9,6 x	8,0 x	7,3 x
Ebit / Rtdo. Financiero	- 0,6 x	- 0,6 x	1,4 x	1,4 x

Evolución bursátil	2011	2012	2013	2014
ACS	-35%	-17%	31%	11%
Ferrovial	25%	20%	26%	15%
OHL	-15%	13%	34%	-33%
Sacyr	-9%	-56%	139%	-14%
Eiffage	-44%	79%	25%	-10%
Bouygues	-25%	-9%	24%	9%
FCC	2%	-53%	73%	-2%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Resumen: Revisamos nuestro precio objetivo desde 14,9€ hasta 11,9€ por acción y mantenemos nuestra recomendación de Vender. La ampliación de capital de 1.000 M€ permite la supervivencia de la compañía en el corto y medio plazo mediante la recapitalización del grupo, cuyo patrimonio neto antes de la ampliación se había reducido hasta -496 m€. Asimismo, la amortización anticipada y la reestructuración del tramo de la deuda de mayor coste permitirá mejorar los resultados mediante una reducción sustancial del gasto en intereses a partir de 2015. Sin embargo, la ampliación de capital no resuelve los problemas que atraviesa FCC derivados de su elevado endeudamiento y las modestas perspectivas de crecimiento de sus ingresos y márgenes en el corto plazo lo que limita el potencial de revalorización de la compañía y la distribución de dividendos en los próximos años, por lo que recomendamos no acudir a la ampliación y vender el valor.

:: La ampliación de capital, solución a corto plazo una situación muy comprometida.

FCC ha puesto en marcha una ampliación de capital por importe de 1.000 M€, que tiene como objetivo recomponer la estructura de capital del grupo, muy debilitada por las pérdidas acumuladas en el período 2012-2014. Tras el resultado negativo de -1.503 M.€ reportado en 2013 por las provisiones, pérdidas en actividades interrumpidas y pérdida de impulso del negocio constructor, FCC contabilizó en el 3T'14 unas pérdidas por deterioro de activos por importe de 655 M.€ como consecuencia del abandono de la actividad en determinados vertederos propiedad de FCC Environment en el Reino Unido. Este deterioro de activos, junto con los elevados costes financieros , no pudieron ser compensados por el incremento de +19,3% en el Ebitda, por lo que la compañía incurrió en unas pérdidas acumuladas de -788,3 M.€ en 9M'14. Este resultado negativo se ha reflejado en una reducción de los fondos propios hasta -485,7 M.€. En consecuencia, la ampliación de capital es *conditio sine qua non* para la supervivencia de la compañía.

:: **Condiciones de la ampliación.** El aumento de capital por 1.000 M.€ tiene derecho de suscripción preferente e implica la emisión de 133,2 millones de acciones nuevas, con un precio de suscripción de 7,5€ por acción y un ratio de suscripción de 1,048 (43 acciones nuevas por 41 antiguas). El período de cotización y suscripción de derechos finaliza el 13 de diciembre y las nuevas acciones comenzarán a cotizar el 22 de diciembre. El Grupo Slim ha asumido el compromiso de suscribir 500 M.€ de la ampliación de capital a un precio de 9,75€ por acción.

:: Objetivos de la ampliación de capital ¿Qué ventajas aporta?

La mayor parte de los fondos obtenidos en la ampliación de capital (765 M.€) se destinará a amortizar parcialmente el Tramo B de la refinanciación firmada en el mes de mayo, mientras que 200 M.€ tendrán como objetivo fortalecer la estructura de capital de CPV y FCC Environment UK, (100 M.€ a cada una de las filiales). En consecuencia, las principales ventajas que se derivan para FCC de esta ampliación de capital son:

i) Mejora de la estructura de balance. La aportación de 1.000 m€ por parte de los accionistas permitirá que la compañía vuelva a tener patrimonio neto positivo y terminar con una situación muy comprometida que, en el caso de haberse prolongado en el tiempo, podría haber constituido causa de disolución de la compañía. A su vez, la amortización anticipada de parte del tramo B y el acuerdo con los acreedores para obtener una quita de 135 M€ reduce la deuda financiera neta total (excluyendo la deuda de los pasivos disponibles para la venta) desde 6.430 M€ hasta una cifra ligeramente inferior a 5.300 M€ a principios de 2015.

ii) Menores costes financieros. Además de la quita y la amortización anticipada de la deuda, los 490 m€ pendientes de pago se reestructuran en un nuevo Tramo B de deuda con interés capitalizable del 5%. Este nuevo tipo de interés mejora las condiciones firmadas en la refinanciación del mes de mayo, que fijaban un interés medio anual de Euribor + 13,5% hasta 2018, lo que reduce en una reducción de los gastos financieros de la compañía en el año 2015 superiores a 150 M€.

iii) Menor incertidumbre sobre la estructura accionarial. La entrada de Carlos Slim reduce la volatilidad que suponían las negociaciones de B-1998 en su búsqueda de socios.

:: Perspectivas de futuro para la compañía.-

La ampliación de capital permite la supervivencia de la compañía en el corto y medio plazo, pero no resuelve por sí sola las debilidades de la compañía, entre las que destacamos:

i) Elevado endeudamiento. Tras la amortización anticipada y la quita de parte de la deuda, el endeudamiento neto total del grupo se situaría en 6.215 m€, que equivale a 7,6x el Ebitda de los últimos 12 meses. Este elevado endeudamiento tiene 3 implicaciones negativas: (i) dificulta el acceso a más financiación para acometer inversiones que permitan el crecimiento, por lo que la expansión del grupo podría requerir una nueva ampliación de capital en el medio plazo; (ii) Existe un significativo riesgo derivado de la carga en intereses de la compañía, que al cierre de 2014 superará el Ebit de la compañía y en 2015 podrá ser cubierto en 1,4x según nuestras estimaciones. (iii) La necesidad de destinar fondos a repagar deuda sugieren que la compañía tendrá dificultades para distribuir dividendos en los próximos 24 meses.

ii) Limitado potencial de crecimiento de los ingresos. Los ingresos acumulados a 9M'14 se han situado en 4.592 M.€ (-6,1% con respecto a 9M'2013). En nuestra opinión, consideramos que los resultados volverán a crecer apoyados en 3 palancas: (i) fin de la tendencia recesiva en negocios muy ligados al ciclo como cemento, (ii) Mejora del margen Ebitda derivada del plan de reestructuración de la compañía y los mayores márgenes en contratos de construcción. (iii) Visibilidad de los ingresos en los negocios de agua y medioambiente debido a su estabilidad de los ingresos y el éxito de la compañía en la renovación de estos contratos.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Eva del Barrio Ana de Castro Pilar Arandé Ramón Carrasco Rafael Alons Belén San Jos Esther Gutiérrez Ana Achau (Asesoramiento) Avda. Bruselas 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108 Alcobendas, Madrid

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

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

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

Sin embargo, consideramos que la recuperación de los negocios de construcción y cemento será muy gradual en el mercado español y que la necesidad de consolidación fiscal en Europa (región que aporta el 80% de los ingresos) impedirá que los márgenes crezcan con fuerza en los contratos con el sector público. En consecuencia, estimamos que el crecimiento de los ingresos en tasa anual acumulada en el periodo 2014-18 se situará en el entorno de +5%, y que el resultado operativo Ebitda aumentará +7%, incrementos que no se traducen en un aumento significativo del beneficio por acción tras la ampliación de capital que duplicará el número de acciones en circulación.

Riesgo de minusvalías en las ventas de activos no estratégicos. A pesar de que la compañía ya tiene contabilizado un deterioro en sus activos no corrientes mantenidos para la venta como la inmobiliaria Realia, consideramos que no se puede descartar que FCC deba reconocer un nuevo deterioro de sus activos para completar el saneamiento de su balance o asumir minusvalías adicionales en la venta de Globalvía por la pérdida de valor de sus concesiones, lo que podría provocar en un escenario adverso que FCC continuara en pérdidas en el año 2015.

Valoración y conclusión: La ampliación de capital, junto la reciente refinanciación que ha alargado el perfil de vencimientos de los préstamos, otorga mayor solidez a la compañía. Sin embargo, su valoración se ve penalizada por un coste medio ponderado de capital que continuará siendo elevado ante el riesgo que supone el endeudamiento de la compañía, su vulnerabilidad ante un hipotético endurecimiento de las condiciones de financiación y la significativa rentabilidad que exigirán los inversores en acciones de la compañía. La inyección de capital reduce la deuda y da mayor equilibrio al balance pero no aporta recursos adicionales diferenciales con los que financiar proyectos que generen valor adicional para la compañía. En consecuencia, creemos que la nueva situación de la compañía tras la ampliación de capital ofrece valor para el nuevo accionista de referencia con un precio de entrada de 9,75€ por acción, pero la cotización actual ya refleja el valor generado por la menor carga de intereses de la deuda y no ofrece potencial de revalorización adicional en el corto plazo.

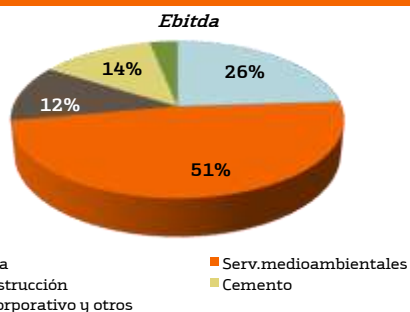
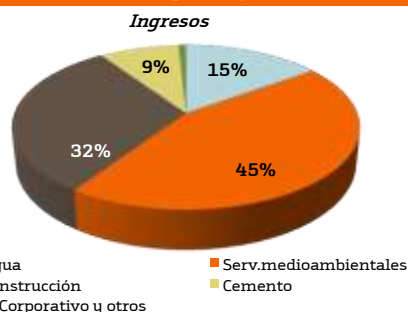
PYG Resumida (M€)	2012r	2013r	2014e*	2015e	2016e	2017e	2018e	TAMI 2014/18
Total Ingresos	7.429	6.726	6.357	6.579	6.908	7.288	7.725	5,0%
Gastos de explotación	1301	1138	1237	1299	1390	1474	1547	
EBITDA	820	720	801	862	915	977	1.038	6,7%
Mg Ebitda	11%	11%	13%	13%	13%	13%	13%	
ort. Deprec. y deterioro activos	-673	-1.023	-1.090	-440	-452	-474	-500	
EBIT	147	-303	-289	422	464	504	538	n.a.
Resultado Financiero	-422	-516	-506	-336	-361	-380	-393	
BAI	-261	-760	-850	65	93	123	145	
BNA	-1.028	-1.506	-695	47	70	93	109	
BPA	-8,07	-11,83	-2,67	0,18	0,27	0,36	0,42	
DPA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	

Balance Resumido (M€)	2012r	2013r	2014e*	2015e	2016e	2017e	2018e
Inmovilizado	10.593	8.458	7.930	8.010	8.150	8.250	8.500
Activo Circulante	7.527	5.794	4.395	3.791	3.900	4.044	4.164
Tesorería	1.603	1.380	2.576	1.822	1.550	1.500	1.400
Total Activo	19.723	15.632	14.901	13.623	13.600	13.794	14.064
Patrimonio Neto Total	1.697	243	548	620	715	832	966
Pasivo Circulante	5.409	4.368	3.410	3.377	3.499	3.673	3.880
Deuda Financiera	8.305	7.355	7.862	6.762	6.800	6.620	6.520
Otros pasivos	4.312	3.667	3.081	2.864	2.586	2.669	2.698
Total Pasivo	19.723	15.632	14.901	13.623	13.600	13.794	14.064

*A efectos ilustrativos, se asume el cierre del año 2014 con los fondos obtenidos en la ampliación de capital en tesorería y la amortización de la deuda en el comienzo de 2015.

Valoración Descuento Flujos de Caja Libre	2013r	2014e*	2015e	2016e	2017e	2018e	TAMI 14/18
BNA	-1.506	-695	47	70	93	109	
Amortiz. & Prov.	1.023	1.090	440	452	474	500	
+Intereses x (1-t)	361	354	242	270	285	294	
(-)Inversiones netas	1.906	458	-50	-150	-200	-250	
+/- Var. Fondo maniobra	-2.873	-752	-48	12	30	37	
CFLO	-1.089	455	631	654	682	690	14,9%

Desglose de resultados por negocios (9M'14)



Hipótesis

Tasa de dto. WACC	Valor
g	0,8%
Beta	1,41
RP	8,0%
RFR	3%
Kd	7%
Ke	14%
Wd	84,0%
We	16,0%
Wacc	8,1%

Fuentes: CNMV, Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Eva del Barrio Ana de Castro Pilar Aranda Rafael Alonso Ramón Carrasco Belén San José Esther Gutiérrez de la Torre

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

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

Ana Achau (Asesoramiento) Avda. Bruselas 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

28108 Alcobendas, Madrid

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

Sector Industrial

Mantenemos recomendación en Comprar, pero reducimos Precio Objetivo hasta 46,9€/acc. (potencial +35%) desde 50,4€/acc. anterior por el abaratamiento del petróleo. 10-dic-14

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 1.940 M acc.
Ultimo 34,70 €/acc.
Nº Acciones: 55,9 M
Max / Min (52 sem): 46,6 / 34,2€/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: TRE.MC / TRE.SM

Principales cifras y ratios

	2013r	2014e	2015e	2016e	TAMI(1)
Ingresos	2.846	3.045	3.350	3.685	9,0%
Cartera Pedidos	6.377	8.736	8.824	8.912	11,8%
Cobertura Cartera	2,2x	2,9x	2,6x	2,4x	
Ebitda	157	167	184	203	8,8%
Margen Ebitda	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
BAI	150	163	179	198	9,6%
BNA	128	133	147	162	8,1%
BPA(€/acc.)	2,30€	2,39€	2,63€	2,91€	8,1%
DPA (€/acc.)	1,40€	1,43€	1,58€	1,74€	7,6%
Caja Neta Positiva	629	639	724	833	
PER (2)	17,1x	14,5x	13,2x	11,9x	
ROE	29,6%	27,3%	26,9%	26,6%	
EV/Ventas	0,45x	0,42x	0,38x	0,35x	

(1) Tasa Anual Media Incremento; (2) PER13 cierre 31/12 y 2014/16 última cotización.

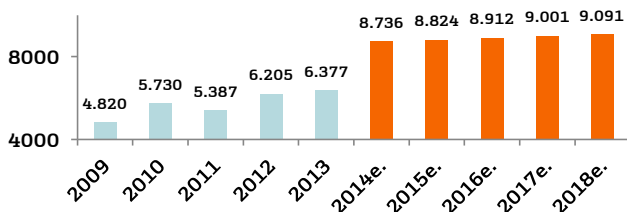
Evolución Trimestres Estancos

	9m'14	Var. %	3T'14	Var. %
Ingresos	2.298	9%	819,2	15,3%
Cartera de Pedidos	8.787	24%	976,6	n/s
Ebitda	125,3	6,8%	44,3	11,6%
Margen Ebitda	5,5%		5,6%	
BNA	99,4	-2,1%	32,9	-3,8%
Caja Neta Positiva	578		n/a	

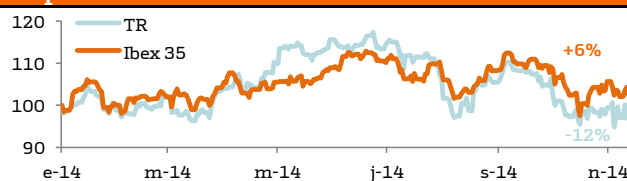
Valor más probable

Crecimiento sostenible esperado (g)	0,75%
Coste de los Recursos Propios (Ke)	7,9%
Coste de la deuda (Kd)	5,0%
Prima de riesgo (Rp)	7,5%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,9%
Coste Medio de los Recursos (WACC)	7,9%
Beta (5 años)	0,80
Precio objetivo (€/acc.)	46,9
Cotización (€/acc.)	34,7
Potencial de revalorización	35,3%

Evolución Cartera de Pedidos



Comparativa TR con Ibex35 en 2014



Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

Eva del Barrio Ana de Castro Ramón Carrasco Belén San José

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

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

Avda. Bruselas 12
28108 Alcobendas, Madrid

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.

T. Reunidas

Precio Objetivo 46,9 €
Recomendación: Comprar

Resumen: Vulnerable a la caída del precio del petróleo, pero infravalorada a pesar de ello.-

Son varios los factores que han lastrado a Técnicas Reunidas (TR) en los últimos meses, aunque la caída del precio del petróleo ha sido el principal por el temor a que las petroleras reduzcan su inversión en infraestructuras energéticas. También ha penalizado su cotización su presencia en determinados países con incertidumbre geoestratégica elevada, como Rusia. Por todo ello reducimos nuestro Pº Objetivo hasta 46,9€ (potencial +35%) desde 50,4€, pero mantenemos nuestra recomendación en Comprar porque pensamos que sigue estando infravalorada. La solvencia de su balance (caja neta positiva), su cartera de pedidos en máximos históricos y la recuperación de su área de Energía deberían compensar en gran parte la caída del precio del petróleo.-

¿Cuáles son los principales factores de riesgo para TR?

(i) La caída del precio del petróleo provoca que las compañías petroleras reduzcan su inversión en empresas de servicios energéticos en el medio/largo plazo, ya que por debajo de determinado precio/barril no compensa la inversión en según qué área geográfica. Sin embargo, en el caso de TR estimamos un impacto reducido en sus resultados futuros gracias a su elevada cartera de pedidos (2,9x Ventas). (ii) La exposición a determinados países que suponen un riesgo elevado como Rusia. TR desarrolla un proyecto para Lukoil (supone aproximadamente el 7% de su Cartera de Pedidos) que, en principio, no creemos que soporte un riesgo elevado al haberse ejecutado el 60%. Ahora bien, se pueden ver comprometidas adjudicaciones futuras si el rublo continúa depreciándose. Además, las compañías rusas tratarán de reducir el precio de los proyectos para intentar compensar la depreciación del rublo, lo que supondría, de materializarse, un estrechamiento de márgenes en contratos futuros. En esta línea, Rusia canceló recientemente la construcción de un oleoducto a Saipem por 2.400M€. (iii) En otro orden de cosas, BBVA ha ido reduciendo su posición en TR desde el 7,6% de 2011 hasta 3% actual. Probablemente continuará disminuyendo su participación hasta el 0%, lo que podría suponer mayor "presión de papel" sobre el valor, aunque no pensamos que vaya a hacerse de manera acelerada.

¿Por qué recomendamos Comprar a pesar de lo anterior?. Básicamente por 3 razones: infravaloración, buenas cifras y reactivación de su negocio de Energía.

(i) Solidez en sus cuentas: Análisis Resultados 9m'14.- Cifras principales: Ventas 2.298M€ (+9%), Ebitda 125,3M€ (+6,8%), Margen Ebitda 5,5% vs 5,6% en 9m'13. El BNA se reduce hasta 99,4M€ (-2,1%) al aumentar el tipo impositivo (hasta el 18% desde el 13%) por una mayor exposición a los países de la OCDE. TR mantiene un cuadro financiero sólido como así lo refleja la caja neta positiva que asciende a +578M€ y una Cartera de Pedidos en máximos históricos, 8.787M€ (+24%), 2,9x sobre Ventas.

(ii) Recuperación en el área de Energía, la cual no obtenía pedidos desde 2008. TR tuvo que reducir peso en España por sobrecapacidad e incrementar su presencia en otros países, en los que ahora empieza a recoger sus frutos. TR espera que esta división vuelva a suponer el 15% de las Ventas.

(iii) Infravaloración.- Hemos realizado una valoración de TR mediante el método de descuento de flujos de caja. Estimamos que los ingresos aumentarán (TAMI o Tasa Media Anual de Incremento) en los próximos cinco años +6% vs +4% anterior, la Cartera de Pedidos +7%, que coincide con la estimación anterior, Ebitda +6% vs +5% anterior y el BNA +6% vs +5% anterior, tras asumir una tasa impositiva más elevada por mayor actividad en países de la OCDE. El WACC (coste medio de los recursos) asciende a 7,9%, cifra que coincide con el coste de capital (Ke) al no tener deuda. Hemos aplicado una Prima de Riesgo (Rp) de 750 p.b., que puede parecer elevada pero que pensamos debe recoger "holgadamente" su presencia en países inestables, como Rusia o Venezuela. Asimismo, sus actividades es Canadá pueden estar sometidas a una incertidumbre superior a lo habitual debido a que la petrolera KBR ha venido incurriendo en diversos retrasos por sobrecostes. Además, obviamente, recogemos en una Rp más bien elevada el riesgo derivado de la caída en el precio del petróleo, que podría reducir las inversiones de las petroleras y eso inevitablemente afectaría al negocio futuro de TR. Bajo estas hipótesis y a pesar de los riesgos expuestos, obtenemos un Precio Objetivo de 46,9€/acc., lo que supone un potencial de +35%. Dicho Precio Objetivo equivaldría a aceptar un PER15 de 17,8x, superior al de la media de compañías comparables por actividad y dimensión, pero pensamos que esta diferencia resulta aceptable y razonable por superior rentabilidad por dividiendo y ROE de TR. En la página siguiente se ofrece un detalle de esta comparativa.

PYG Resumida (M€)	2012r	2013r	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	TAMI 13/18
Cartera de Pedidos	6.205	6.377	8.736	8.824	8.912	9.001	9.091	7,3%
Total Ingresos	2.652	2.846	3.045	3.350	3.685	3.759	3.871	6,3%
Relación Pedidos / Ventas	2,34x	2,24x	2,87x	2,63x	2,42x	2,39x	2,35x	
Margen Bruto	877	902	975	1.072	1.179	1.203	1.239	
EBITDA	157	157	167	184	203	207	213	6,2%
Margen Ebitda	5,9%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Amortizaciones	-8	-9	-10	-11	-11	-11	-12	
EBIT	149	148	157	174	192	195	201	6,3%
Rdo. Financiero	9	2	5	6	7	7	8	
BAI	158	150	163	179	198	203	209	6,8%
Impuesto de Sociedades	-22	-22	-29	-32	-36	-36	-38	
BNA	136	128	133	147	162	166	172	6,0%
BPA	2,48	2,30	2,39	2,63	2,91	2,97	3,07	6,0%

Balance Resumido (M€)	2012r	2013r	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Inmovilizado	162	174	184	192	199	205	210
Activo Circulante	2.484	2.189	2.379	2.593	2.853	3.066	3.210
Tesorería (incluido en A.C.)	680	659	691	760	836	935	1.025
Total Activo	2.646	2.363	2.563	2.786	3.052	3.271	3.420
Patrimonio Neto Total	444	439	493	552	618	685	754
Pasivo Circulante	2.169	1.895	2.019	2.198	2.431	2.586	2.665
Deuda Bruta	34	30	51	35	3	0	0
Total Pasivo	2.646	2.363	2.563	2.786	3.052	3.271	3.420

Valoración Descuento Flujos de Caja Libre	2012r	2013r	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
BNA	136	128	133	147	162	166	172
Amortiz. & Prov.	8	9	10	11	11	11	12
CFN	145	138	144	158	174	178	184
Financieros (1-T)	8	2	5	5	6	6	7
CFO	152	140	148	163	179	184	191
(-)Inversiones	-49	-21	-20	-19	-18	-17	-16
+/- Var. (AC-PC)	-147	-1	-34	34	50	41	25
CFLO	-44	118	94	178	211	208	199

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCF

Equity Value									Hipótesis		
WACC	g	0,2%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	g	0,75%	
		7,3%	45,1	46,1	47,1	48,1	49,2	50,4	51,7	Beta	0,80
		7,5%	44,7	45,7	46,7	47,7	48,8	50,0	51,2	RP	7,5%
		7,7%	44,4	45,3	46,3	47,3	48,4	49,6	50,8	RFR	1,9%
		7,9%	44,0	44,9	45,9	46,9	48,0	49,2	50,4	Kd	5,0%
		8,1%	43,6	44,6	45,5	46,5	47,6	48,8	50,0	Ke	7,9%
		8,3%	43,3	44,2	45,2	46,2	47,2	48,4	49,5	Wd	0%
		8,5%	42,9	43,8	44,8	45,8	46,8	48,0	49,1	We	100%
										WACC	7,9%

Valoración por Comparables

Compañía	Capitalización (M€)	PER13r	PER14e	PER15e	EV/Vtas 2014e	EV/Vtas 2015e	EV/Ebitda 2014e	EV/Ebitda 2015e	ROE 2013r	Rent. Divid. 2013r
Technip	5.546	16,4	15,7	11,7	0,55	0,51	5,41	4,35	13,9	2,7
Saipem SpA	4.024	n.a	26,6	14,3	0,75	0,75	7,06	5,67	n.a	0,0
Petrofac Ltd	3.253	9,6	8,8	8,8	0,75	0,64	5,16	4,73	36,7	3,3
Amec PLC	4.149	10,9	7,2	6,3	0,86	0,63	9,87	7,00	16,3	3,9
Técnicas Reunidas SA	1.937	15,5	16,5	14,7	0,45	0,40	8,05	7,20	29,5	3,5
Media del Sector	3.782	13,1	14,9	11,2	0,67	0,59	7,11	5,79	24,1	3,3

* Ratios calculados con precios medios.
Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

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

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

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

Avda. Bruselas 12
28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: