

12 de mayo de 2015

Cierre de este informe:

7:47 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	18.105	18.191	-0,5%	1,6%
S&P 500	2.105	2.116	-0,5%	2,3%
NASDAQ 100	4.439	4.459	-0,4%	4,8%
Nikkei 225	19.586	19.621	-0,2%	12,2%
EuroStoxx50	3.624	3.649	-0,7%	15,2%
IBEX 35	11.446	11.425	0,2%	11,3%
DAX (ALE)	11.673	11.710	-0,3%	19,0%
CAC 40 (FRA)	5.028	5.090	-1,2%	17,7%
FTSE 100 (GB)	7.030	7.047	-0,2%	7,1%
FTSE MIB (ITA)	23.322	23.312	0,0%	22,7%
Australia	5.668	5.625	0,8%	4,7%
Shanghai A	4.589	4.540	1,1%	35,4%
Shanghai B	420	414	1,5%	44,5%
Singapur	3.458	3.471	-0,4%	2,8%
Corea	2.097	2.097	0,0%	9,5%
Hong Kong	27.636	27.718	-0,3%	17,1%
India	27.082	27.507	-1,5%	-1,5%
Brasil	57.197	57.149	0,1%	14,4%
México	45.180	45.126	0,1%	4,7%

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

Mayores subidas y bajadas	% diario	% diario
Ibex 35	1,9%	1,9%
ABENGOA SA-B	6,4%	MAPFRE SA -0,8%
SACYR SA	3,7%	INDITEX -0,4%
OBRASCON HUA	1,8%	BBVA -0,4%
EuroStoxx 50	1,9%	1,9%
INTESA SANPA	1,9%	AXA -4,8%
ASML HOLDING	1,2%	SANOFI -3,0%
DEUTSCHE BAN	0,7%	KONINKLIJKE -2,5%
Dow Jones	1,7%	1,7%
CATERPILLAR	1,7%	EXXON MOBIL -2,5%
AMERICAN EXP	0,9%	GENERAL ELEC -1,6%
GOLDMAN SACH	0,6%	TRAVELERS CO -1,5%

Futuros	Último	Var. Pts.	% día
*Var. desde cierre nocturno.			
1er Vcto. mini S&P	2.098,75	2,00	0,10%
1er Vcto. EuroStoxx50	3.591	6,0	0,17%
1er Vcto. DAX	11.673,50	40,50	0,00%
1er Vcto. Bund	154,13	0,71	0,46%

Bonos	11-mau	08-mau	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,21%	-0,21%	0,0pb	-10,70
Alemania 10 años	0,61%	0,55%	6,3pb	6,90
EEUU 2 años	0,62%	0,57%	4,4pb	-4,9
EEUU 10 años	2,28%	2,15%	13,2pb	10,85
Japón 2 años	0,010%	0,017%	-0,7pb	3,10
Japón 10 años	0,396%	0,42%	-2,4pb	6,50

Diferenciales renta fija en puntos básicos

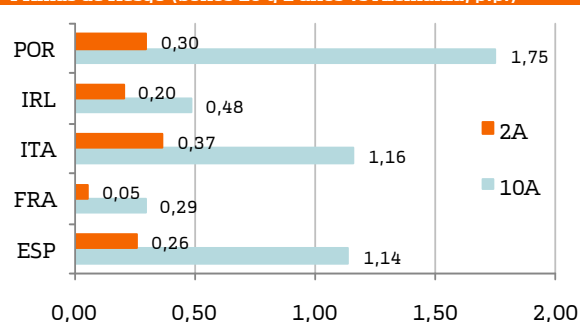
Divisas	11-mau	08-mau	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1.1155	1.1199	-0,4%	-7,8%
Euro-Libra	0.7157	0.7251	-1,3%	-7,8%
Euro-Yen	133,96	134,18	-0,2%	-7,5%
Dólar-Yen	120,25	120,08	+0,1%	+0,4%

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

Materias primas	11-mau	08-mau	% día	% año
CRBs	228,85	229,74	-0,4%	-0,7%
Brent (\$/b)	63,87	64,31	-0,7%	14,5%
West Texas(\$/b)	59,25	59,39	-0,2%	11,2%
Oro (\$/onza)*	1183,98	1188,38	-0,4%	-0,1%

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

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



Claves del día:

✓ Grecia.

Ayer: "Mercados en compás de espera."

A pesar del impulso que podía haber dado la tercera bajada de tipo en seis meses de China, la sesión europea estuvo marcada por la prudencia. Los inversores no actuaron, esperando cualquier pista sobre la resolución del pago de Grecia al FMI. Incluso a última hora de la tarde Grecia mandó deliberadamente mensajes contradictorios en cuanto a la ejecución del pago. Finalmente la sesión acabó con resultados mixtos y poco volumen (Eurostoxx50 -0,7%, Grecia -2,5%, Ibex +0,2%). La atención de nuevo se fijó en el mercado de renta fija con la ampliación de *spreads* de los bonos a 10 años, especialmente, de Grecia +19,9pb y de los países periféricos.

Día/hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	(e)	Ant,
s/h	GRE	Vencimiento de 747M€ con el FMI				
10:00h	GB	Prod. Industrial	Mar	a/a	+0,1%	+0,1%
Próximos días: referencias más importantes						
X;7:30h	China	Prod. Industrial	Abr.	a/a	6.0%	5.6%
X;8:00h	ALE	PIB	1T P	a/a	1.3%	1.6%
X;09:00h	ESP	IPC	Abr.	a/a	-0.6%	-0.6%
X;10:30h	GB	Tasa de Paro	Mar	a/a	5.5%	5.6%
X;11:00h	UEM	PIB	1T A	a/a	1.0%	0.9%
X;11:30h	GB	Informe Inflac. BoE y comparecencia M. Carne				
X;14:30h	EEUU	Ventas Minor.	Abr	m/m	0,2%	0,9%
X;16:00h	EEUU	Inventarios Empres.	Mar	m/m	0,2%	0,3%
V;15:15h	EEUU	Utiliz. Cap. Produc.	Abr	%	78,3%	78,4%
V;15:15h	EEUU	Prod. Industrial	Abr	m/m	0,0%	-0,6%
V;16:00h	EEUU	Conf. U. Mich.	May	Ind.	95,9	95,9

Hoy: "Grecia ha pagado, pero la tensión no acaba aquí, veremos caídas en renta fija..."

La tensión en el corto plazo parece que se ha disipado pero los pagos de junio (1.500M€) y julio (1.500M€), también al FMI, extenderán la incertidumbre durante varios meses más. De hecho, a Grecia le podría costar cara la postura intransigente que ha adoptado: El FMI ha comunicado que podría no participar en nuevas rondas de financiación y Alemania está facilitando el terreno para un referéndum griego de salida del Euro...estas nuevas amenazas marcarán la sesión con incrementos de las TIRes y caídas de precios en renta fija. Por la parte de renta variable probablemente no veamos el esperado rebote y la atonía e incluso las caídas, marquen la sesión. Tendremos que estar atentos a las noticias que se publiquen en las próximas horas al respecto. Fuera de estas nuevas amenazas y si se disiparan en el tiempo, el fondo de mercado, con la recuperación de Europa en marcha y los planes de estímulo aprobados por el BCE, deberían traducirse en avances paulatinos de la renta variable. Debido a la volatilidad que prevemos, los inversores más conservadores deberían tener cierta cautela en la toma de posiciones.

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/>

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+asesoramiento> Avda de Bruselas, 12 28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

ALEMANIA.- Emitió con menor interés que la subasta anterior. Colocó 1.805M€ de Letras a 6 meses a un interés de -0,266% vs. -0,277% anterior. El *Bid to Cover* fue de 1,6 vs. 2,0 anterior.

REINO UNIDO.- La decisión de política monetaria de la reunión del BoE fue dejar invariables tanto la cantidad del programa de compra de activos en 375.000MGBP como los **tipos de interés en 0,50%**. Gran Bretaña es junto con EE.UU. el país que más posibilidad tiene de subir tipos, por la buena marcha de su economía, pero en vista de la debilidad relativa de alguna de las variables macroeconómicas (paro subiendo a +5,7% e inflación bajando a +0,0%), ha decidido esperar un mejor momento. En este sentido, las mayoría absoluta obtenida la semana pasada por el partido conservador infiere continuidad a las políticas que han llevado a Reino Unido a la prosperidad por lo que hace posible que la subida de tipos se pudiera producir según lo previsto, antes del 2016. En este entorno las declaraciones de Caney en el *Inflation Report* del miércoles toman mayor relevancia.

ESPAÑA.- Empresarios y sindicatos han cerrado un **acuerdo salarial de máximos** para 2015/16 consistente en incrementos máximos de +1% este año y +1,5% el próximo, que contemplan la posibilidad de revisarse al alza en caso que de la inflación acumulada en el periodo supere +2,5%. Se trata de un acuerdo de máximos, de manera que no se aplica como una revisión fija ni obligatoria para las empresas, que podrán aplicar revisiones inferiores a los incrementos pactados, puesto que se trata de "incrementos máximos revisables." **OPINIÓN:** Es positivo que se cierre un acuerdo y que éste sea "de máximos" y no de aplicación lineal obligatoria, pero es negativo que se contemple una revisión en caso de que la inflación supere un determinado umbral porque eso significa que los salarios en España continuarán vinculados indirectamente a la inflación y no a la productividad, lo que puede hacer que las revisiones salariales y la inflación se retroalimenten mutuamente, como ha venido sucediendo en el pasado.

EE.UU./FED.- Williams, gobernador de la Fed de San Francisco, dijo ayer que **la Fed podría subir tipos en cualquier reunión, dependiendo de los datos económicos.** **OPINIÓN:** Nosotros seguimos estimando que la Fed subirá tipos más tarde de lo que generalmente se piensa (ahora el consenso de Bloomberg sitúa la primera subida en diciembre, habiéndose retrasado desde junio en los últimos 2 meses) y que la primera subida no tendrá lugar antes de diciembre o puede que incluso ésta se produzca ya en 2016. Creemos que estas declaraciones de Williams van, una vez más, dirigidas a mantener la tensión antes que a avisar sobre el momento de la primera subida de tipos.

JAPON.- El **Indicador adelantado** preliminar para el mes de marzo, sale en línea con lo esperado en 105,5 desde 104,8 del dato anterior. Las bolsas lo han leído moderadamente positivo y ascienden +0,25%.

SECTOR PETROLERO: La OPEP comentó ayer sus previsiones de crudo y estiman que hasta 2025 no superará los 100\$/brr situándose en una media en torno a 76 \$/brr. Por otro lado, se ha conocido que la producción de crudo de Arabia Saudita en el mes de abril fue de 10,3M brr/d (vs +0,68% en marzo), superando su cuota actual para 2015 fijada en 10M brr/d. Por último, a lo largo de los próximos días actualizaremos nuestra estimación de crudo Brent para final de año 2015, situándose actualmente entre 60/65 \$/brr (vs 63,81\$/brr del cierre de ayer). La estimación para 2016 es de 70/80\$/brr.

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

2.- Bolsa española

INDRA (Cierre: 10,45 €; Var. Día: =): Resultados 1T'15: Malos y peores de lo esperado.- Ventas 702,5M€ (-3,57%) vs 704M€ esperado. Ebitda 34,2M€ (-51,6%); Ebit -0,9M€ (+50,9M€ en 1T'14). BNA -19,6M€ (+31,5M en 1T2014) vs +13,6M€ esp. Margen Ebit -0,1% (vs +7% en 1T'14) principalmente por los sobrecostos en proyectos específicos en Brasil y Lituania y la estacionalidad de los procesos electorales. Deuda neta 741M€ (vs +22,07%); DDNN/Ebitda: 3,2x; FCF -79M€ (vs +21M€ en 1T'14). El Circulante se incrementó para situarse en 684 M€ (86 días de ventas vs 81 días en 2014). El ratio *book-to-bill* cae, situándose por divisiones: Soluciones: 1,30 (vs 1,37 en 1T'14) y Servicios 1,38 (vs 1,54 en 1T'14). No pagarán dividendo con cargo al 2014. Lo positivo: las ventas en España (43% del total) consolidan su recuperación (+5%), aunque todavía desde niveles de base muy reducidos, y acumulan ya tres trimestres consecutivos de comportamiento positivo. La compañía celebrará un Investor Day el próximo 8 de julio para comunicar sus líneas estratégicas, los planes operativos y las indicaciones financieras a medio plazo. A futuro no dieron muchas cifras, salvo que el FCF se estabilizara en los

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

próximos 2 trimestres para cerrar el año mejorando. **OPINIÓN:** Malos resultados en todos los aspectos destacando la evolución en márgenes, el FCF y la cartera de pedidos. El valor debería ser penalizado.

OHL (Cierre: 19,14€; Var. Día: +1,78%): Dimisiones en OHL México.- El Consejo de Administración celebrado ayer con carácter extraordinario aceptó la renuncia presentada por Pablo Wallentin, directivo de la compañía y voz cantante de las conversaciones telefónicas que han desatado el escándalo en OHL México. El Consejo de Administración de OHL México también decidió pasar a la acción con una amplia batería de medidas propuestas por la comisión de auditoría. **OPINIÓN:** Estas noticias eran esperadas y esperables y la compañía deberá trabajar en mejorar su imagen.

CIE AUTOMOTIVE (Comprar; P. Objetivo: 15,6€; Var. Día: +0,74%): Confirma unas muy buenas cifras para el 1T15. Confirma las cifras que adelantó en su Junta General de Accionistas. Recordamos las cifras principales: ingresos 662,5M€ (+25%) prácticamente en línea con nuestra estimación de 662,85M€; EBITDA 92M€ (+31%) por encima de los 90M€ que nosotros estimábamos para el periodo; EBIT 60,3M€ (+37%) superando los 53,6M€ de nuestras previsiones; BNA 31,1M€ (+60%) vs. 24,2M€ de nuestras estimaciones y BPA 0,241€ (+60%) vs. 0,19€ estimados por nuestra parte. En cuanto a márgenes, destaca la mejora del margen EBITDA hasta 13,9% (desde 13,2% en el 1T14) y, más aún, el margen EBIT hasta el 9,10% (vs. 8,3% en 1T14), ambos ratios quedan por encima de nuestras previsiones de 13,6% y 8,1% respectivamente. Este avance deriva de la contundente mejora de márgenes en el negocio principal de la compañía, el de automoción (margen EBITDA 15,3% vs. 13,5% previo y margen EBIT 10,1% vs. 8,5% previo) que compensa el retroceso de márgenes en Dominion (margen EBITDA 6,9% vs. 8,8% previo y margen EBIT 4,2% vs. 5,5% previo). **OPINIÓN:** Se trata de unas cifras realmente sólidas que nos sorprendieron positivamente. La compañía viene registrando una evolución realmente positiva con importantes avances en su Plan Estratégico 2013/2017. De hecho, CIE adelanta que definirá a finales de año un nuevo Plan Estratégico 2015/2019 ya que cumplirá en 2015 muchos de sus objetivos previstos inicialmente para 2017. Tras estas noticias, quedamos pendientes esta tarde de la *conference call* que mantendrá la compañía con analistas e inversores para ampliar esta información.

ABENGOA (Neutral; Pº Objetivo (Clase B) 3,30€/acc.; Cierre Clase (B) 3,06€; Var. Día (B): +6,4%): Traspasa a Abengoa Yield el tercer paquete de activos renovables. Abengoa Yield anuncia ampliación de capital.- Abengoa (matriz) sigue traspasando activos a su filial Abengoa Yield (51% Abengoa) para desconsolidar deuda y mejorar su ratio de apalancamiento, su principal debilidad. En el tercer movimiento en este sentido, traspasa a Abengoa Yield un complejo de 7 termosolares y el 51% de una planta también termosolar en Sudáfrica, valorando el conjunto en 614M€. Para financiar la operación, Abengoa Yield va a realizar una ampliación de capital por 20,2M acc. (+25% del capital) a 33,12\$/acc. vs 36,17\$/acc de cierre ayer (es decir, descuento sobre el cierre de ayer del 8,4%), de la que Abengoa suscribirá el 51% para no diluir su participación y no perder el control. **OPINIÓN:** El impacto de esta noticia fue **muy positivo** para Abengoa, que ayer subía con fuerza (+6,4%). Esto es así porque la operación le permite seguir desconsolidando deuda (ya ha realizado 2 traspasos previos de activos con el mismo objetivo). Como referencia, la Deuda Neta Consolidada a cierre de 2014 se redujo en -3.350M€ hasta 7.225M€, lo que implicó un ratio de endeudamiento/Ebitda de 5,1x. Adicionalmente, **Abengoa Yield revisó ayer al alza (+9%) su DPA'16 hasta el rango 2,10\$/2,15\$, lo que supondrá un aumento de +30%/+34% sobre 2015, y transmitió un *guidance* de aumento sostenible del DPA futuro (a partir de 2016) de +12%/+15%.** Nuestra recomendación sobre Abengoa continúa siendo Neutral y consideramos positivo el hecho de la reducción de deuda, pero pensamos que ésta debería producirse por una mejora de la actividad y no sólo por el traspaso de activos. En los resultados preliminares 1T'15 (los definitivos se publican el 14/05) la compañía adelantó que los ingresos se situarían en un rango de 1.540M€/1.570M€, lo que representa aproximadamente tan sólo +1%... aspecto que debería ofrecer una mejora superior.

SALIDAS A BOLSA: Volotea, aerolínea low cost, tiene previsto salir a bolsa el próximo mes de noviembre mediante OPS/OPV (pendiente de determinar). El importe de la operación rondará los 150- 200M€.

3.- Bolsa europea

SECTOR DISTRIBUCIÓN: Royal Ahold (Cierre: 88,90€; Var. Día: +14,5%) y Delhaize (Cierre: 18,18€; Var. Día: +5,5%) se encuentran en negociaciones para fusionarse. OPINIÓN: Esta fusión permitiría crear una compañía con una capitalización bursátil superior a 25.000 M€ y obtener sinergias de costes por un importe estimado de 400/600 M€ que procederían en su mayoría de la integración de negocios en EE.UU. El sentido estratégico de la fusión es aumentar la eficiencia de las operaciones en EE.UU donde

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

ambas compañías generan en torno al 60,0% de las ventas para mitigar el impacto negativo que el aumento de la competencia está teniendo sobre los márgenes empresariales.

ALLIANZ (Comprar, Cierre: 149,35€; Var.: -1,09%): Confirma sus resultados del 1T15.- Confirma las cifras previamente adelantadas: ingresos 37.800M€ (+11,2%), EBIT 2.855M€ (+4,8%), BAI 2.794M€ (+7,2%), BNA 1.937M€ (+11,3%) y BPA 4€ (+11%) por encima de los 3,75€ estimados por el consenso de Bloomberg. En cuanto al ratio de solvencia, aumentaba hasta 190% desde 181% previo. **OPINIÓN:** Se trata de unos buenos resultados marcados por un aumento de primas tanto en su negocio de no vida como en el de vida (+14% y +9,7% respectivamente y, excluyendo el efecto divisa, +3,5% y +5,3%). Ahora bien, las cifras vienen acompañadas por algunas sombras como el aumento del ratio combinado en su segmento principal, el de no vida, hasta 94,6% (+2%) y la continua salida de fondos de su filial de gestión de activos, Pimco, que en estos meses sufría retiradas de 68.300M€.

AIR BERLIN (Cierre: 1,25€; Var. Día 0,0%): Decepcionantes resultados, incrementando pérdidas: Principales cifras 1T'15: Ingresos 793,7M€ (+4%); Ebitdar -13,9M€ vs. -37M€ en 1T'14; BNA -210,1M€ vs. -209,8M€ en 1T'14 y BPA -1,934€ vs. -1,8€ en 1T'14. **OPINIÓN:** El débil comportamiento de los ingresos combinando con el aumento de los costes financieros y el tipo de cambio (euro débil) han llevado a la aerolínea a incurrir en pérdida neta que viene siendo recurrentemente en los últimos trimestres. Además, el mal comportamiento de las cifras se explica por encontrarse en medio de un intenso proceso de reestructuración con la implementación de un nuevo sistema de gestión de ingresos y una nueva estructura de tarifas. Los esfuerzos deberán proseguir para hacer frente a la dura competencia y lograr abandonar las pérdidas, aunque en el corto plazo los elevados costes de la reingeniería sistemática (en 1T'15 ascendieron a 47,5M€) mantendrán presionados los márgenes. En base a esto, parece que Air Berlin tardará todavía varios trimestres en "remontar el vuelo". No obstante, su objetivo reside en aumentar la rentabilidad en 2015 para lograr beneficios.

4.- Bolsa americana y otras

S&P por sectores.-

Los mejores: Salud -0,03%; Industriales -0,2%; Consumo -0,4%

Los peores: Petróleo & Gas -2,0%; Utilities -0,8%; Telecom -0,7%

Entre las compañías que **MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: (i) **ACTAVIS (301,74\$; +3,1%)** publicó cifras trimestrales batiendo expectativas (BPA 4,30\$ vs 3,92\$ esperados); (ii) **DEAN FOODS (17,33\$; +6,5%)** también batió expectativas (BPA 0,24\$ vs 0,17\$ esperados vs 0,12\$/0,22\$ de *guidance* de la propia compañía) y además mejoró su *guidance* para el 2T gracias a un abaratamiento de la leche, que es uno de sus principales costes; (iii) **NEWS CORP. (15,71\$; +3,8%)** anunció que ha comenzado con el programa de recompra de acciones propias que ya había adelantado y aprobado previamente, pero el hecho de que empezara a aplicarlo favoreció el rebote del valor; (iii) **NEVRÓ CORP. (53,33\$; +17,6%)** recibió la aprobación de la FDA para su estimulador espinal que trata los dolores crónicos de espalda; (iii) **ON ASSIGNMENT (37,61\$; +14,5%)** disfrutó de su rebote diario más fuerte en 3 años después de anunciar que pagará 570M\$ en efectivo y acciones por **CREATIVE CIRCLE** (no cotiza, accionistas privados) para fortalecer su presencia en el *marketing online*.

Entre los valores que **PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron desde una perspectiva de conjunto fueron las **PETROLERAS**, que retrocedieron ayer -2,1% en su caída más fuerte de los últimos 3 meses debido al debilitamiento del precio del petróleo (WTI 59,2\$/b. y Brent 64,73\$/b., ambos por debajo de los niveles psicológicos de 60\$/b. y 65\$/b. respectivamente), aunque después de haber disfrutado de un *rally* de aprox. +10% desde mediados de marzo. Entre las petroleras que cayeron ayer se encuentran **MURPHY OIL (45,06\$; -3,4%)**, **PIONEER NATURAL RESOURCES (152,99\$; -3,8%)**, **NOBLE ENERGY (46,07\$; -6,2%)** comprará **ROSETTA RESOURCES (24,58\$; +27,2%)** por 2.100M\$. También destacaron las caídas de las compañías de **MATERIAS PRIMAS** al retroceder sus precios en los mercados internacionales: **MONSANTO (118,00\$; -2,3%)** (Precios en CBOT: maíz -0,35%, trigo -0,31%, soja -0,15%, café -0,22%, azúcar +0,45%...), **ALCOA (13,65\$; -1,2%)** al comentar su Presidente que China sigue presionando los precios del aluminio a la baja (el aluminio entrega 3 meses en LME -0,53%, hasta 1.879\$/Ton)...

Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, Alemania 19h, EE,UU, 22:00h, Japón 8:00h

Metodologías de valoración aplicadas (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

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

Ana de Castro Jesús Amador Rafael Alonso Belén San José Esther G. de la Torre

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

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

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

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<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 del su ratón.

Sector: Farma

GRF se enfrenta a un año complicado.

Grifols

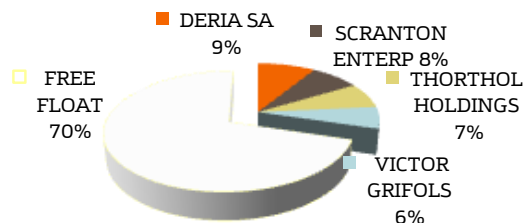
Precio Objetivo: 40 €

Recomendación: Neutral

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 11.241 M€
 Último (serie A) 35,55 €/acc.
 Último (serie B) 28,05 €/acc.
 Nº Acciones (serie A): 213.065 M acc.
 Nº Acciones (serie B): 130.713 M acc.
 Max / Min Serie A (52 sem): 42,53/27,91 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: GRLS.MC / GRF.SM

Accionariado



Principales cifras y ratios

	2014r	2015e	2016e	2017e	TAMI(1)
Ingresos	3.355	3.420	3.589	3.773	4,0%
Ebitda	1.047	1.013	1.064	1.124	2,4%
Mg. Ebitda	31,2%	29,6%	29,6%	29,8%	
BNA	470	457	481	514	3,0%
BPA (€/acc.)	1,37	1,33	1,39	1,49	2,8%
DPA (€/acc.)	0,55	0,53	0,56	0,59	
Rent. Divid.	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%	
DFN	3.246	3.147	2.829	2.492	
PER	24,2x	26,8x	25,6x	23,9x	
ROE	18%	16%	15%	14%	
DFN/Ebitda	3,1x	3,1x	2,7x	2,2x	
DFN/FF.PP.	1,2x	1,1x	0,9x	0,7x	
EV/Ebitda	14,0x	14,2x	13,2x	12,2x	

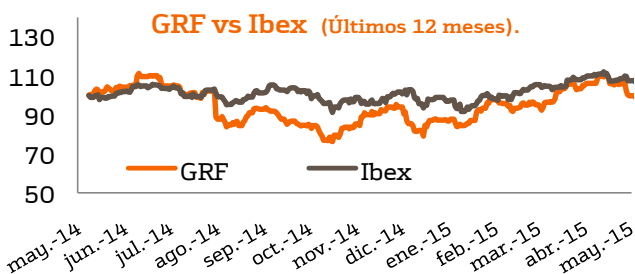
(1) TAMI 14/17 (Tasa Anual Media de Incremento)

Valor más probable

Crecimiento sostenible estimado (g)	0,75%
Coste de capital (Ke)	5,0%
Coste de la deuda (Kd)	5,9%
Prima de riesgo (Rp)	5,40%
Tasa libre de riesgo (RFR)*	2,2%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	5,5%
Beta (5 años)	0,50
Precio objetivo (€/acc.)	39,9
Cotización (€/acc.)	35,6
Potencial de revalorización	12%

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

Comparativa con Ibex35



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

La apreciación del dólar impulsa los ingresos del 1T pero también eleva el endeudamiento. Además, se confirman las dificultades de su negocio "core" y el estrechamiento de márgenes. Estos resultados se ajustan a nuestras previsiones y por tanto, mantenemos nuestra recomendación en Neutral, ajustando el Precio Objetivo desde de 38,6€ hasta 40€ (potencial +12%).

Resultados 1T'15:

Presentó ayer sus cuentas del 1T (principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg): Ingresos 908,4M€ (+14%) vs. 914,2€ estimado, EBITDA 280M€ (+3,6%) vs. 279,2M€ estimado, Margen Ebitda 30,8% vs. 33,9% en 1T'14; EBIT 236,4M€ (+5,6%); BNA 128,5M€ (+6,2%) vs. 128,9M€ estimado y BPA 0,374€ (+6,8%) vs. 0,39€ estimado.

Ingresos por Divisiones de negocio:

Bioscience 681M€ (+13%, +0% cc*), Diagnostic 172,5M€ (+17,7%, +6% cc), Hospital 23,2M€ (-4,1%, -5,2% c.c) y Materias Primas y otros 1,5M€ (+20,2%, +5,1% cc).

Evolución geográfica:

Las ventas en Europa permanecen prácticamente planas (+1% a/a), mientras que en EE.UU. y el resto del mundo avanzaron a un ritmo de +17% y +18% a/a respectivamente. Por tanto, el peso de las ventas en Europa sb/ingresos totales pierde importancia (desde 21% hasta 19%), trasladándose hacia EE.UU. + Canadá, mientras que el peso de los ingresos generados en el resto del mundo se mantiene estable en 15%. (Ver cuadro pág. 2). Actualmente, GRF tiene presencia en 28 países y mantiene su estrategia de expansión geográfica focalizada en Oriente Medio y Asia.

La Deuda Financiera Neta:

Aumenta hasta 3.981M€ (+22,6% desde dic.14) y el ratio de endeudamiento se eleva hasta 3,7x Ebitda (últimos 12 meses) desde 3,1x Ebitda en dic.14. Este incremento se explica fundamentalmente, como anticipamos en la Nota sobre la compañía publicada el 9 de marzo, a la apreciación del dólar, ya que excluido el efecto divisa sólo hubiera aumentado hasta 3,3x Ebitda.

Inversiones:

El gasto en I+D aumentó +34% hasta 50,9M€, para acelerar los procesos de investigación en marcha. Así, pasa a representar casi el 6% sb/ingresos desde 4,7% en 1T'14. Para ello, entre otras inversiones, adquirieron una participación mayoritaria (45% del capital) por 37,5M\$ de la biotecnológica estadounidense Alkahest, especializada en el negocio de plasma. Además del pago en efectivo, abonarán 12,5M\$ para financiar el desarrollo de productos plasmáticos que comercializará GRF y por los que pagará royalties.

El CAPEX se situó en 68,3M€ (+49%). Con el objetivo de aumentar la capacidad productiva de plasma, mantiene sus previsiones de inversiones de capital en base al PE 2014/2016 cuantificado en 600M€, y por tanto, ya habría consumido el 58% del presupuesto.

* Variación a/a a precios constantes (sin efecto divisa)

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso
 Eva del Barrio Pilar Aranda Belén San José

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.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/>

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

Distribución geográfica	1T '15	%vtas	a/a	1T '14	%vtas	2014	%vtas	2013	%vtas	2012	%vtas
USA + CANADÁ	567	62%	17%	485	61%	2.042	63%	1.694	63%	1.632	64%
UE	171	19%	1%	169	21%	663	21%	556	21%	551	22%
RESTO MUNDO	139	15%	18%	118	15%	523	16%	426	16%	372	15%
SUBTOTAL	877	97%	14%	772	97%	3.228	96%	2.676	98%	2.555	97%
MAT. PRIMAS	32	3%	20%	26	3%	127	4%	65	2%	66	3%
TOTAL	908	100%	14%	798	100%	3.355	100%	2.741	100%	2.621	100%

Evolución por divisiones	1T '15	%vtas	a/a	1T '14	%vtas	2014	%vtas	a/a	2013	%vtas	a/a
<i>Bioscience (Hemoterapia)</i>	681	75%	13%	601	75%	2.514	75%	3%	2.449	89%	5%
<i>Diagnostic (Análisis Clínicos)</i>	173	19%	18%	147	18%	620	18%	376%	130	5%	-3%
<i>Hospital (Farmacia Hospitalaria)</i>	23	3%	-4%	24	3%	95	3%	-2%	97	4%	1%
<i>Raw Materials & Otros</i>	32	3%	20%	26	3%	127	4%	94%	65	2%	0%
TOTAL	908	100%	14%	798	100%	3.355	0%	22%	2.742	100%	3%

Comentarios y Opinión

El aumento de los ingresos se ha visto impulsado por la fortaleza del dólar (el 62% de las ventas provienen de EE.UU. y casi el 80% de sus ingresos se generan en dólares) compensando la debilidad mostrada de su negocio *core*, los derivados de la sangre. La variación de los Ingresos Totales (a/a) a precios constantes (excluido el impacto positivo de la apreciación del dólar) se reduce hasta +1,1% (vs. +14% considerando los tipos de cambio) y los ingresos de *Bioscience* (que representa el 75% de sus ingresos) permanecen planos (vs. +13% con el efecto del dólar). Parece que los próximos trimestres el contexto actual (dólar fuerte) seguirá beneficiando la línea de ingresos, pero no identificamos signos de mejora "real" en su actividad. Esta división de negocio se está viendo sometida a una **elevada competencia en EE.UU.** (el principal mercado de hemoderivados) obligando a GRF a realizar importantes descuentos promocionales para mantener el volumen de ventas, particularmente de inmunoglobulina (IVIG), y defender su elevada cuota de mercado en la industria plasmática.

Además, en cuanto a las perspectivas de ingresos, una vez adquirido el negocio de Novartis, los cobros por *royalties* seguirán reduciéndose respecto al año pasado.

Por otra parte, GRF tiene que soportar una **mayor estructura de costes** para mantener en funcionamiento las dos plantas de fraccionamiento de plasma en Clayton (la antigua y la nueva).

En definitiva, los resultados tal como esperábamos, reflejan lo siguiente:

(i) **Estrechamiento de márgenes** (Margen Ebitda 30,8% vs. 33,9% en 1T '14) alejándose del objetivo de estabilización planteado en torno a 31%/33%) como consecuencia de un aumento de los gastos. La presión sobre márgenes será una constante durante este ejercicio.

(ii) Debilidad en las perspectivas sobre la **evolución de su negocio core - hemoderivados -**.

(iii) **Dificultad para reducir el endeudamiento** (por la elevada exposición al dólar) y probable incremento de los costes financieros.

Los múltiplos de sus comparables (Ver pág. 3) indican que GRF cotiza a PER superior (24,6x GRF vs. 19,5x del sector) y estaría en consonancia en cuanto a EV/Ebitda (14,2x GRF y sector). Creemos que el valor está en precio. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral y seguimos identificando estos factores como los principales riesgos al alza de la compañía.

PyG (M€)	1T2014	%vtas	1T 2015	%vtas	a/a
TOTAL INGRESOS	798		908		14%
<i>Costes de ventas</i>	377	47%	457	50,3%	21%
MARGEN BRUTO	421	53%	451	49,7%	7%
<i>I+D</i>	38	5%	51	6%	34%
<i>SG&A</i>	159	20%	164	18%	3%
EBITDA	270	34%	280	31%	4%
Amortizaciones	46	6%	44	5%	-6%
EBIT	224	28%	236	26%	6%
Coste financiero neto	67	8%	74	8%	11%
BAI	155	19%	162	18%	4%
IS	36		34		
BNA	121	15%	128	14%	6%
Nº acciones (millones)	344		344		
BPA	0,35		0,37		

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)

Ramón Forca Jesús Amador Esther Gutiérrez de la Torre Rafael Alonso
Eva del Barri Pilar Aranda Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas

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

Madrid

<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.

PYG Resumida (M€)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	TAMI 15/19
Total Ingresos	2.742	3.355	3.420	3.589	3.773	3.961	4.163	5,0%
Coste Ventas	1.324	1.656	1.703	1.770	1.849	1.901	1.998	
Margen Bruto	1.418	1.699	1.717	1.820	1.924	2.060	2.165	6,0%
EBITDA	865	1.047	1.013	1.064	1.124	1.212	1.261	5,6%
Margen Ebitda	31,5%	31,2%	29,6%	29,6%	29,8%	30,6%	30,3%	
Amortizaciones	128	189	185	177	181	182	179	
EBIT	736	858	828	887	943	1030	1082	6,9%
Rdo. Financiero	237	261	245	277	292	282	269	
BAI	498	590	583	609	651	748	813	8,7%
Impuesto de Sociedades	155	123	122	128	137	157	171	
BNA	346	470	457	478	511	588	639	8,8%
BPA	1,01	1,37	1,33	1,39	1,49	1,71	1,86	8,8%

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Balance Resumido (M€)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Inmovilizado	3.701	5.537	5.505	5.424	5.354	5.297	5.242
Activo Corriente	1.412	1.810	1.479	1.542	1.591	1.643	1.726
Tesorería	727	1.103	987	1.034	1.084	1.124	1.185
TOTAL ACTIVO / PASIVO	5.841	8.450	7.970	8.001	8.029	8.064	8.153
Patrimonio Neto Total	2.107	2.663	2.937	3.224	3.530	3.883	4.266
Pasivo Corriente	457	885	262	273	281	290	305
Deuda Financiera	2.811	4.349	4.134	3.864	3.575	3.247	2.930
Pasivo No Corriente	465	553	638	640	642	645	652
Fondo de Maniobra (F.M.)	1.683	2.028	2.204	2.303	2.394	2.477	2.606

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración DFC	2015	2016	2017	2018	2019
BNA	457	478	511	588	639
Amortiz. & Prov.	185	177	181	182	179
CFN	642	655	692	770	818
Financieros (1-T)	194	220	231	223	269
(-)Inversiones	160	160	163	166	170
+/- Var. F. M.	-176	-99	-91	-83	-129
CFLO	501	616	670	743	788

Fuente: Análisis Bankinter.

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCL

Equity	g						
	0,45%	0,60%	0,75%	0,90%	1,05%	1,20%	
W	4,89%	13.875	14.388	14.937	15.528	16.165	16.854
A	5,09%	13.131	13.596	14.093	14.626	15.198	15.814
C	5,29%	12.448	12.872	13.323	11.743	14.322	14.877
C	5,49%	11.821	12.208	12.619	13.058	13.526	14.027
	5,69%	11.241	11.596	11.973	12.373	12.799	13.254
	5,89%	10.705	11.031	11.377	11.743	12.133	12.547
	6,09%	10.207	10.508	10.826	11.163	11.519	11.898

Fuente: Análisis Bankinter.

Ratios Comparables

Compañía	PER		EV/Ventas		EV/Ebitda		ROE	Rent. Divid.
	PER15e	PER16e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2015e
GRIFOLS A	24,6 x	23,5 x	4,2 x	3,9 x	14,2 x	13,2 x	15,6%	1,50%
CSL LTD	23,8x	21,9x	5,8x	6,2x	17,1x	17,4x	43,0%	1,66%
BAXTER	17,0 x	16,3 x	2,4 x	2,3 x	12,6 x	12,2 x	29,8%	3,00%
Media Compañías Hemoderivados	20,4 x	19,1 x	4,1x	4,2x	14,8x	14,8x	36,4%	2,33%
Media Compañías Diagnóstico	20,1 x	17,9 x	3,1 x	3,2 x	14,3 x	12,0 x	19,2%	0,88%
Media Compañías Material Médico	16,8 x	16,3 x	3,8x	4,0x	16,0x	11,8x	18,6%	2,21%
Media sector	19,1 x	17,7 x	3,7 x	3,8 x	15,0 x	12,9 x	24,7%	1,8%
Media ponderada sg. negocios GRF	19,5 x	18,1 x	3,7 x	3,9 x	14,2 x	13,6 x		

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador

Eva del Barrio Pilar Aranda

Esther Gutiérrez de la Torre

Ramón Carrasco

Rafael Alonso

Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 3 de 3)

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

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

Sector Industrial

Mantenemos recomendación en Comprar y establecemos Precio Objetivo en 16,4€/acc., desde 15,6€/acc. anterior. Potencial +20%.

11-may.-15

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 3.585 M acc.

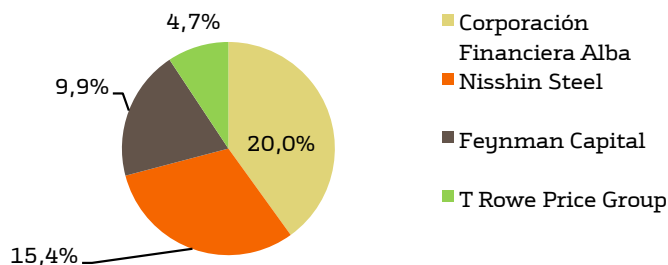
Último 13,70 €/acc.

Nº Acciones: 261,7 M

Max / Min (52 sem): 10,17 / 16,8€/acc.

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

Principales Accionistas



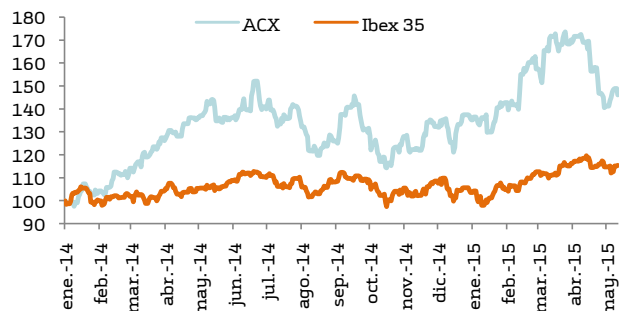
Principales cifras y ratios

	2014r.	2015e.	2016e.	2017e.	TAMI
Ingresos	4.380	4.950	5.321	5.587	8,4%
Ebitda	448	494	552	569	8,3%
Margen Ebitda	10,2%	10,0%	10,4%	10,2%	
BAI	244	253	314	343	12,0%
BNA	136	190	236	258	23,6%
BPA (€/acc.)	0,52 €	0,73 €	0,90 €	0,98 €	23,6%
DPA (€/acc.)	0,45 €	0,45 €	0,45 €	0,46 €	
DFN	616	572	384	189	
Deuda/Ebitda	1,4x	1,2x	0,7x	0,3x	
PER	24,4x	18,9x	15,2x	13,9x	
ROE	7,8%	10,5%	12,2%	12,4%	
Px / Book Value	1,9x	1,8x	1,7x	1,6x	
EV/Ventas	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x	
EV/Ebitda	9,9x	9,0x	8,0x	7,8x	

Valor más probable

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,0%
Coste de capital (Ke)	7,8%
Coste de la deuda (Kd)	5,0%
Prima de riesgo (Rp)	8,0%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,9%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	7,0%
Beta (5 años)	0,74
Precio objetivo (€/acc.)	16,4
Cotización (€/acc.)	13,7
Potencial de revalorización	20%

Comparativa con Ibx35 2014-2015



Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Jesús Amador

Rafael Alonso

Eva del Barrio

Ana de Castro

Ramón Carrasco

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

Acerinox

Precio Objetivo:

16,4 €

Recomendación:

Comprar

Resumen.- Sigue siendo atractiva, a pesar de los riesgos (potencial +20%).

Acerinox ha sufrido una corrección recientemente, borrando parte de las ganancias obtenidas en 2015. La incertidumbre acerca de las materias primas, particularmente el acero y el níquel, y ciertos rumores acerca de que EE.UU. está incrementando las importaciones de acero procedentes de Asia, han lastrado al valor. A pesar de ello, mantenemos recomendación en Comprar y Precio Objetivo en 16,4€, ya que son varios los dinamizadores que deberían impulsar al valor como la estabilización del precio de las MM.PP., la recuperación de la demanda europea o la mejora de sus resultados.

:: Análisis de Resultados 1T'15, recuperación de actividad: Ventas 1.144M€ (+12%); Ebitda 102,5M€ (+16%), BNA 31,01M€ (+24); BPA 0,12€. La Deuda Financiera Neta asciende a 853M€, lo que supone un incremento desde 616M€ a cierre de 2014. En términos de consumo aparente, se ha reducido globalmente en 1T'15 por el descenso del precio del níquel y por mayores inventarios. Por áreas de negocio despierta especial inquietud EE.UU. La demanda se mantuvo sólida y el consumo aparente se elevó durante 1T'15 +1%, pero la fortaleza del dólar elevó las importaciones aumentando la presión sobre los precios. Para hacer frente al incremento de demanda en el país, ACX ha anunciado un aumento de inversión de 116M€ destinada a elevar capacidad y oferta de producto. En el caso de Europa, el consumo aparente se ha reducido -6% por mayores importaciones de Asia y por el precio del níquel, a pesar de que el consumo final mantiene una tendencia de subida. En este sentido, la Comisión Europea (CE) ha implementado medidas "antidumping" sobre las importaciones procedentes de China y Taiwan de productos planos de acero inoxidable laminados en frío. Este hecho es una buena noticia para el sector europeo, ya que permitirá una reducción de competencia y menor presión en precios.

Nuestra visión positiva de la compañía se justifica por los siguientes factores: (i) Aplicación del Plan de Excelencia IV (2015-2016) con ahorros de costes estimados de 70M€ (2% de costes totales 2014), lo que es positivo puesto que envía un mensaje de confianza y demuestra una sólida gestión de balance. (ii) La recuperación económica a nivel global y, particularmente de la economía europea, que ya crece +0,9% (4T'14). Esto debería propiciar un repunte del consumo. (iii) La tendencia del precio de las materias primas (níquel y acero inoxidable) tenderá a estabilizarse en tanto en cuanto se eleve la demanda final del acero por el propio ciclo y por las restricciones de importación en Europa mencionadas previamente. (iv) Los resultados mejoran progresivamente, lo que anticipa un cambio de tendencia que debería consolidarse en los próximos trimestres.

¿Cuál es nuestra recomendación? Hemos valorado ACX mediante el método de descuento de flujos de caja. Estimamos que los ingresos aumentarán (TAMI o Tasa Media Anual de Incremento) +6% en los próximos cuatro años, el Ebitda +7% por el ahorro de costes y el BNA +18%. El WACC (coste medio ponderado de capital) aplicado es 7% y la Prima de Riesgo 8%, exigente pero que pensamos recoge su presencia en geografías con elevada incertidumbre como China o Sudáfrica, el riesgo de las MM.PP. y el incremento de importaciones en EE.UU. por la fortaleza del dólar. Pensamos que nuestras estimaciones son conservadoras, aunque reflejan el impacto positivo de la reducción de costes y mejora operativa derivada del Plan de Excelencia III y la recuperación del ciclo. En base a ello, **obtenemos un precio objetivo de 16,4€/acc. (potencial de +20%)**. Superior al publicado en junio de 2014, 15,6€, por la mejora del entorno que queda reflejado en la estimación de Tasa Libre de Riesgo (1,9% vs 3% anterior) y a pesar de la revisión a la baja de los ingresos por la incertidumbre en el precio de las MMPP. Nuestra recomendación es Comprar y pensamos que el potencial previsto es razonable desde una perspectiva histórica, ya que en el anterior ciclo expansivo el valor llegó a alcanzar los 24€/acc. (a finales de 2007). De cara a los próximos meses **los elementos clave deberían favorecer a ACX:** la evolución del precio de las MM.PP., la confirmación de las medidas antidumping (CE), la gestión de la sobrecapacidad europea y la consolidación de la mejora de ciclo.

En la página siguiente, incluimos un análisis por comparables: Disfruta de una situación favorable en términos de PER y rentabilidad por dividendo.

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

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

Belén San José

Esther G. de la Torre

Avda. Bruselas 12

Ana Achau (Asesoramiento)

28108 Alcobendas, Madrid

PYG Resumida (M€)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	TAMI 13/18
Ingresos	3.966	4.380	4.950	5.321	5.587	5.810	5.927	6,2%
Margen Bruto	1138	1278	1287	1437	1508	1569	1600	
Margen Bruto s/Ventas	29,0%	25,0%	26,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	
EBITDA	223	448	494	552	569	607	613	6,5%
Mg Ebitda	5,6%	10,2%	10,0%	10,4%	10,2%	10,4%	10,3%	
Amortizaciones	-135	-150	-158	-156	-154	-152	-150	
EBIT	88	298	336	396	416	455	463	9,3%
Resultado Financiero	-55	-54	-84	-82	-73	-61	-46	
BAI	33	244	253	314	343	394	417	11,4%
BNA	22	136	190	236	258	296	314	18,1%
BPA	0,09	0,52	0,73	0,90	0,98	1,13	1,20	18,1%
DPA	0,43	0,45	0,45	0,45	0,46	0,48	0,48	
Balance Resumido (M€)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	
Inmovilizado	2.200	2.270	2.242	2.210	2.180	2.152	2.126	
Activo Circulante	1.791	2.159	2.282	2.414	2.496	2.548	2.558	
Tesorería (incluido en A.C.)	630	738	757	811	853	885	903	
Total Activo	3.991	4.430	4.524	4.625	4.676	4.700	4.684	
Patrimonio Neto Total	1.553	1.856	1.972	2.100	2.248	2.431	2.636	
Pasivo Circulante	980	916	927	1.034	1.091	1.140	1.174	
Deuda Financiera	1.159	1.230	1.330	1.195	1.042	834	579	
Otros Pasivos	299	428	296	296	296	296	296	
Total Pasivo	3.991	4.430	4.524	4.625	4.676	4.700	4.684	
Valoración Descuento Flujos de Caja Libre	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	
BNA	22	136	190	236	258	296	314	
Amortiz. & Prov.	135	150	158	156	154	152	150	
CFN	157	287	348	392	411	448	464	
Financieros (1-T)	55	39	61	60	53	45	34	
CFO	212	326	409	452	465	493	497	
(-)Inversiones	-126	-74	-130	-124	-124	-124	-124	
+/- Var. (AC-PC)	-130	238	88	-32	-22	-33	-48	
CFLO	-44	490	367	296	319	336	326	

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCF

Equity Value		g							
		0,3%	0,5%	0,8%	1,00%	1,3%	1,5%	1,8%	
WACC	6,3%	17,1	17,8	18,5	19,3	20,2	21,2	22,2	
	6,5%	16,3	16,9	17,5	18,3	19,1	19,9	20,9	
	6,8%	15,5	16,0	16,7	17,3	18,0	18,8	19,7	
	7,0%	14,8	15,3	15,8	16,4	17,1	17,8	18,6	
	7,3%	14,1	14,6	15,1	15,6	16,2	16,9	17,6	
	7,5%	13,5	13,9	14,4	14,9	15,4	16,0	16,7	
	7,8%	12,9	13,3	13,8	14,2	14,7	15,3	15,8	

Hipótesis	
g	1,0%
Beta	0,74
RP	8,0%
RFR	1,9%
Kd	5,0%
Ke	7,8%
Wd	29%
We	71%
Wacc	7,0%

Valoración por Comparables

Compañía	Cap. Bursátil (M€)	PER		EV/Vtas 2015e.	EV/Vtas 2016e.	EV/Ebitda 2015e.	EV/Ebitda 2016e.	ROE 2014r.	Rentabilidad Divid. 2015e.
		PER15e.	PER16e.						
ARCELORMITTAL	15.787	n.a.	15,80	0,55	0,52	5,97	5,08	-2,4%	2,05%
OUTOKUMPU	2.234	n.a.	11,68	0,59	0,54	10,51	6,13	-21,6%	0%
THYSSEKRUPP	14.097	25,44	16,57	0,42	0,41	6,57	5,92	8,0%	1,02%
ACERINOX	3.585	18,88	15,19	0,90	0,83	8,98	8,04	8,6%	3%
Media sector	8.926	22,16	14,81	0,61	0,58	8,01	6,29	n.r.	2,02%

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Eva del Barrio

Jesús Amador

Ana de Castro

Rafael Alonso

Belén San José

Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda. Bruselas 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 "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.