

Ayer: "Fitch rebaja el rating a EEUU. Sesión de risk-off."

Caídas en bolsas (ES-50 -1,6% y S&P -1,4%). La rebaja de *rating* a EEUU por parte de Fitch (AA+ desde AAA) resulta en una venta generalizada de los activos de riesgo. Nuevo foco de preocupación para los inversores que se añade al riesgo de recesión y a la sostenibilidad de las subidas de las bolsas en el año. El Nasdaq se llevó la peor parte con una caída de -2,2%. **Volatilidad claramente al alza**. Índice VIX 16,1 vs 13,9, nivel no visto desde mayo.

Rentabilidades al alza de los bonos en EEUU: T-Note 4,08% (+5p.b.) nivel más alto desde noviembre 2022 tras el anuncio del Tesoro de que prevé aumentar "incrementalmente" el tamaño de sus emisiones por primera vez en más de dos años y medio. El diferencial entre 2 y 10 años se situó en -80 p.b. (+8 p.b.). **En Europa, la TIR del Bund retrocede hasta 2,52%** (-3p.b.) con ampliación de *spreads* de periféricos.

El dólar se aprecia frente al euro (EURUSD 1,094 -0,4%) a pesar de la rebaja de *rating* de Fitch. **El yen se vio fortalecido (EURJPY 156,6 -0,5%)** por su carácter de "activo refugio".

Evolución del mercado

1.- BOLSAS				Var.%	Último	2023	Var.%	Último	2023
Ibex-35	España	-1,8%	9.329	+13,4%	Nasdaq 100 USA	-2,2%	15.371	+40,5%	
PSI-20	Portugal	-1,7%	5.979	+4,4%	Bovespa Brasil	-0,3%	120.859	+10,1%	
EuroStoxx-50	UEM	-1,6%	4.337	+14,3%	MEX IPC México	-1,7%	53.284	+9,9%	
FTSE100	UK	-1,4%	7.562	+1,5%	Nikkei 225 Japón	-1,3%	32.283	+23,7%	
CAC40	Francia	-1,3%	7.313	+13,0%	CSI300 China	+0,7%	3.997	+3,2%	
MIB 30	Italia	-1,3%	28.975	+22,2%	Hang Seng HK	+0,6%	19.627	-0,8%	
DAX	Alemania	-1,4%	16.020	+15,1%	Kospi Corea	-0,5%	2.604	+16,4%	
S&P 500	USA	-1,4%	4.513	+17,6%	Sensex India	-0,3%	65.591	+7,8%	

2.- BONOS 10A (TIR)				2-ago.	1-ago.	30-12-22	3.- DIVISAS		
Bund		2,53%	2,55%	2,57%	USD	Dólar	1,094	1,098	1,071
Bono español 10A		3,57%	3,58%	3,65%	JPY	Yen	156,8	157,5	140,4
Bono italiano 10A		4,18%	4,18%	4,70%	GBP	Libra	0,861	0,860	0,885
Bono portugués 10A		3,25%	3,27%	3,58%	CHF	Fr. Suizo	0,960	0,961	0,990
T-Note		4,08%	4,03%	3,88%	CNH/\$	(yuan offshore)	7,201	7,186	6,922
Bono japonés 10A		0,62%	0,60%	0,41%	CNY/\$	(yuan onshore)	7,192	7,178	6,899
Euribor 3m		3,733%	3,723%	2,132%	Euribor 12m		4,081%	4,076%	3,291%

4.- MAT. PRIMAS				Var.%	2-ago.	30-12-22	Var.%	2-ago.	30-12-22
Fut. Brent (Petróleo UE)		-2,0%	83,2	85,9	Oro	-0,5%	1.934	1.824	
Fut. WTI (Petróleo US)		-2,3%	79,5	78,4	Plata	-2,4%	23,7	24,0	

5.- VOLATILIDAD				2-ago.	1-ago.	30-12-22	6.- CRIPTOMONEDAS		
VIX (del S&P500)		16,1	13,9	21,7	BTC/\$	Bitcoin	-0,3%	29.120	16.579
V2X (del EuroStoxx-50)		19,7	17,2	20,9	ETH/\$	Ethereum	-0,4%	1.841	1.198

Fuente: Elaboración Bankinter en base a datos públicos

Hoy: "Sesión de estabilización tras las fuertes caídas de ayer. Foco en los resultados, el BOE y la macro americana."

Tres referencias marcarán la sesión de hoy, a la espera de la cita clave de la semana que es el informe mensual del mercado laboral americano que se publica mañana. En primer lugar la macro americana, que permitirá confirmar el escenario de "*soft-landing*". Veremos una **contención en Costes Laborables Unitarios** (+2,5% est. vs +4,2% ant.) gracias a ganancias en productividad y moderación en salarios. Estas menores presiones por el lado de costes vendrán acompañadas de un **positivo registro de ISM de Servicios**, que retrocederá sólo ligeramente y se mantendrá cómodamente en zona de expansión (53,1 est. vs 53,9 ant). Por parte de los bancos centrales, esperamos una **nueva subida de tipos del Banco de Inglaterra (+25 p.b. hasta 5,25%)**. El Brexit y la escasez de mano de obra resultan en una inflación difícil de controlar y superior a la de otros países de su entorno (IPC Suby. +6,9%).

Los resultados corporativos seguirán acaparando la atención. Hoy publican 49 empresas del S&P y 28 del Stoxx 600. Entre otras, Infineon, AXA, Amazon y Apple. Por ahora, los resultados están siendo en línea con lo estimado (-8,4% en S&P). No han servido de catalizador, pero tampoco han decepcionado. Además, la tendencia en BPA empezará a mejorar a partir del 3T (-1% est.)

En cuanto a las bolsas, esperamos una **sesión de estabilización tras las fuertes caídas de ayer**. Los inversores optan por la cautela con la resaca de la preocupación por las mayores necesidades de financiación en EEUU y el recorte de *rating* de Fitch y en la antesala del informe mensual sobre el empleo de mañana. La macro americana será constructiva. El tono de los resultados podría dirigir el saldo final de la sesión. Veremos.

Las claves**LO MÁS IMPORTANTE DE HOY**

Día/hora	País	Indicador	Mes	Tasa Esperado	Previo
J; 13:00h	GB	Decisión de tipos BoE: +25 p.b., hasta 5,25%.			
J; 14:30h	EEUU	Costes Laborales Unitarios	2T	t/t	+2,5% +4,2%
J; 16:00h	EEUU	ISM Servicios	Julio	Índice	53,1 53,9

Publican AXA, Lufthansa, Infineon, Adidas, ING, Apple, Amazon, Fortinet, BMW

LO MÁS IMPORTANTE DEL RESTO DE LA SEMANA

V; 14:30h	EEUU	Creación Empleo No Agrícola	Julio	'000	200k	209k
V; 14:30h	EEUU	Salarios Medios/Hora	Julio	a/a	+4,2%	+4,4%

ENTORNO ECONÓMICO. –

ALEMANIA (08:00h): Mejora la Balanza comercial por menores importaciones. - Balanza Comercial bate estimaciones al alcanzar 18.700M€ en junio vs 15.000M€ estimado y 14.600M€ anterior (revisado desde 14.400M€). Las exportaciones se incrementan +0,1% m/m vs +0,3% estimado y +0,1% anterior (revisado desde -0,1% anterior). Las importaciones se reducen -3,4% m/m, vs -0,3% estimado y +1,4% anterior (revisado desde +1,7%). **OPINIÓN:** Dato mixto. Aunque mejora la balanza comercial más de lo estimado, se debe sobre todo a una caída significativa de las Importaciones, que podría dejar entrever una menor demanda interna. Las Exportaciones se mantienen sin cambios significativos.

CHINA (03:45h): Los servicios recuperan con fuerza en julio. - PMI Servicios 54,1 en julio vs 52,4 estimado y 53,9 anterior. El PMI Compuesto se sitúa en 51,9 vs 52,5. **OPINIÓN:** Buenas noticias. Los servicios recuperan con fuerza tras el virus y permiten compensar en gran medida la debilidad de las manufacturas, que se encuentran en zona de contracción (49,2 en julio). Los índices chinos son los únicos que suben hoy en Asia (CSI +0,7% y Hang Seng +0,6%).

EE.UU. (ayer): La encuesta de Empleo privado ADP sorprende positivamente. - 324 k empleos en julio vs 189 k esperado vs 455k ant. (revisado desde 497 k ant.). **OPINIÓN:** Las cifras son buenas, pero el mercado laboral pierde inercia (ayer JOLTs/puestos disponibles y hoy ADP a la baja) y esto es precisamente lo que pretende la Fed: Enfriar el mercado laboral para frenar la Inflación Subyacente y los Salarios en particular. Aun así, cabe destacar que las cifras ADP son volátiles y últimamente ha bajado la correlación histórica con las cifras oficiales de Empleo. Las cifras más importantes se publican el viernes (*Payrolls/nóminas*, la Tasa de Paro y Salarios medios/hora).

Todas nuestras notas macro disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=ASES&subs=IMAS>

COMPAÑÍAS EUROPEAS. –

ING (Neutral; Cierre: 13,06€; Var. Día: -1,4%, Var. 2023: +14,7%)

Rafael Alonso

Bate expectativas en 2T 2023 gracias a la buena evolución de los índices de calidad crediticia (-51,5% en provisiones).

Principales cifras del 2T 2023 comparadas con el consenso (Reuters): Margen de Intereses: 4.061 M€ (+19,8% vs 4.194 M€ e); Margen Bruto: 5.759 M€ (+23,0% vs 5.533 M€ e); Costes: 2.626 M€ (-4,1%); Provisiones: 98 M€ (vs 152 M€ en 1T 2023 vs 317 M€ e); **BNA: 2.155 M€ (+82,9% vs 1.753 M€ e).**

Opinión de Bankinter

Impacto positivo: (1) Lo mejor en márgenes parece haber quedado atrás (156 pb vs 159 pb en 1T 2023), pero la **diversificación del negocio** permite una subida de +23,0% en ingresos (vs >10,0% *guidance* en 2023), (2) la ratio de eficiencia (costes/ingresos) mejora hasta 45,6% (vs 55,2% en 1T 2023), (3) el Coste del Riesgo/CoR continúa en niveles inusualmente bajos (6 pb vs 9 pb en 1T 2023 vs ~25 pb de media a largo plazo). Los índices de **calidad crediticia** evolucionan positivamente porque la **morosidad** es de apenas 1,4 % (sin cambios vs 1T 2023), con la ratio *Stage 2* (morosidad subjetiva) en 6,9% (vs 7,2% en 1T 2023), (4) las métricas de **liquidez** son buenas (+2,7% t/t en el saldo depósitos) y la ratio de **capital CET1** (14,9% vs 14,8% en 1T 2023), permite implementar una política

de remuneración atractiva para los accionistas y (5) el, equipo, gestor mantiene los **objetivos financieros a largo plazo (2025)** que detallamos a continuación. Ingresos: +4,0%/5,0%; RoE ~12% (vs 11,7% actual); Eficiencia: 50%/52% y CET1 ~12,5% (vs 14,9% actual). [Link a los resultados del banco.](#)

TELEFÓNICA (Neutral; Precio Objetivo: 4,2€; Cierre: 3,56€; Var. Día: -7,03%; Var. 2023: +5,1%)

Elena Fernández-Tapiella

Cae con fuerza tras un pacto entre Vodafone y 1&1 en Alemania que perjudica al grupo.

Vodafone alcanza un acuerdo con 1&1 Mobilfunk, hasta ahora uno de los principales clientes mayoristas de Telefónica Deutschland, para una asociación exclusiva de *roaming* nacional por un plazo de 10 años a partir del 1 de octubre 2024 máximo. El pacto incluye la prestación de servicios de *roaming* nacional por parte de Vodafone en áreas aún no cubiertas por la red móvil de 1&1 así como el acceso a la red 5G de Vodafone.

Opinión de Bankinter

Telefónica Deutschland, 70% propiedad de Telefónica, pierde un cliente mayorista que representa el 7% de sus Ingresos y aumenta su presión comercial; se refuerza un competidor de Telefónica Deutschland, que desafía su negocio. Telefónica Deutschland, que representa el 18% de los ingresos del grupo y el 17% del OIBDA, cayó en Frankfurt -17,9% arrastrando a Telefónica. Se materializa así uno de los riesgos que contemplábamos, el endurecimiento de la competitividad en Alemania que en cambio puede verse compensada en el futuro por cierta pérdida de presión en España y R. Unido. Aunque mantenemos recomendación de Neutral y Precio Objetivo de 4,2€, creemos que el valor ha sobre reaccionado a la noticia. Telefónica Deutschland ha confirmado sus guías y dividendo para 2023 y precisa que, según acuerdo, percibirá ingresos de 1&1 hasta junio 2025. En 2023 prevé un crecimiento de un dígito medio en Ingresos y OIBDA así como un dividendo de 0,18€/acción (rentabilidad del 9%). [Link al Informe](#)

INFINEON (Comprar; Precio Objetivo: 42,6€; Cierre: 38,47€; Var. Día: -2,14%; Var. 2023: +35,33%)

Juan Tuesta

Resultados 2T'23 mejores de lo esperado en Ventas, EBIT y BNA, pero guías débiles para el 3T'23. Para el conjunto del año mantiene *guidance*.

Principales cifras frente a consenso de Bloomberg: Ventas 4.089M€ (+13% a/a) vs 4.049M€ esp.; EBIT 1.067M€ vs 1.050M€ y BNA 831M€ vs 701M€ esp. Las guías para el próximo trimestre se encuentran por debajo de lo esperado por el consenso: Ingresos 4.000M€ (vs 4.129€ esp. consenso) y márgenes EBIT del 25% (vs 25,9% esp. consenso). Para el conjunto del año 2023 la compañía reitera el *guidance* que facilitó el pasado trimestre: ingresos de 16.200M€ y margen EBIT del 27%.

Opinión de Bankinter

Resultados positivos, pero cifras de guías para el próximo trimestre algo débiles. En todo caso, la compañía mantiene el *guidance* para el año completo, que es lo realmente importante. Consideramos que Infineon tiene atractivo por su enfoque de negocio (con peso significativo en automóvil: ~50% del EBIT total del grupo) donde se espera fortaleza de la demanda de cara al futuro. [Link a los resultados.](#)

FERRARI (Comprar; Precio Objetivo: 307,8€; Cierre: 289,0€; Var. Día: -0,3%; Var. 2023: +44,4%)

Esther Gutiérrez de la Torre, CFA

Resultados 2T 2023 mejores de lo estimado y con mejora de *guidance*.

Publicó ayer a mercado abierto. Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Entregas de 3.392 unidades (-2% a/a) vs. 3.127 estimado, ingresos 1.474M€ (+14% a/a) vs. 1.460M€ estimado, EBITDA 589M€ (+32%) vs. 579M€ estimado, EBIT 437M€ (+35%) vs. 405M€ estimado, BNA 334M€ (+33%) vs. 310M€ y BPA 1,84€ (+35% a/a) vs. 1,69€ estimado.

Opinión de Bankinter

Cifras sólidas y mejores de lo estimado gracias a la demanda de los modelos más exclusivos y a la fortaleza de las personalizaciones. Todas las partidas de la cuenta de resultados crecen a doble dígito alto, el libro de pedidos se mantiene a niveles fuertes y **los márgenes aceleran por encima de lo estimado**. En concreto: 40,0% el margen EBITDA (desde 34,6% y vs. 39,7% estimado) y 29,7% el EBIT (desde 25,0% y vs. 27,7%). Todo ello favorece una **mejora de guías para el año**: ingresos 5.800M€ aprox. (vs. 5.700M€ anterior), EBITDA en el rango de 2.190M€/2.220M€ (vs. 2.130M€/2.180M€ anterior), EBIT en el rango 1.510M€/1.540M€ (vs. 1.450M€/1.500M€ previo) y BPA en el rango 6,25€/6,40€ (vs. 6,0€/6,2€). Tras estas cifras el valor cerró la sesión con un ligero retroceso (-0,3% vs. -1,6% el EuroStoxx 50). Hoy estimamos una buena evolución favorecida también por la posibilidad de que la Compañía pase a formar parte del EuroStoxx 50 en su próxima revisión, que tendrá lugar la primera semana de septiembre. [Link](#) a la nota publicada por la Compañía.

AXA (Comprar; Precio Objetivo: 32,3€; Cierre: 27,37€; Var. Día: -1,5%; Var. 2023: +5,0%)

Eduardo Cabero

Los resultados avanzan en buena dirección y la volatilidad se reduce. Comprar.

Principales cifras: Primas 55.740M€ (+2%), Ratio Combinado No Vida 90,9% (vs 96,2% 1S 2022) Beneficio recurrente 4.111M€ (+18% a divisa constante), BNA 3.833 (0%); Solvencia 235% (215% a cierre de 2022).

Opinión de Bankinter

Evoluciona de forma sólida en 1S 2023 y reitera que excederá el *guidance* marcado en su plan estratégico. Las primas avanzan un 2% hasta 55.700M\$ impulsadas por el ramo No Vida (+7%). En términos de márgenes, el ratio combinado de los Seguros No Vida se reduce hasta 90,9% (vs 96,2% en 1S 2022), lo

que, junto al incremento de primas, impulsa el beneficio recurrente hasta 2.717M€ (+54%). Por tanto, el ramo de No Vida impulsa el beneficio recurrente de la compañía un (+18%) a pesar de los retrocesos en Vida (-13%) y en Gestión de Activos (-7%). En relación con los objetivos marcados en el plan estratégico, el beneficio recurrente se sitúa en 8% (vs un rango objetivo de +3%/+7%), el ROE se sitúa en 16,6% (vs un objetivo de 13%/15%) y la Solvencia se sitúa en 235% (frente a un objetivo de 215%). En paralelo, anuncia la adquisición de la aseguradora de salud irlandesa Laya. De esta forma, da continuidad a su expansión en los seguros de salud, objetivo marcado en el plan estratégico. Mantenemos nuestra recomendación en Comprar. Esta recomendación se apoya en los siguientes argumentos: **(i) el cambio de tendencia en resultados es un hecho.** Tras el plan de simplificación de la estructura de negocio y la reducción de riesgos, el beneficio recurrente avanza con fuerza y reduce su volatilidad. **(ii) La Solvencia** mejora significativamente hasta 235%, lo que le da flexibilidad para adquirir nuevos negocios y **(iii) remunerar al accionista de forma atractiva** (rentabilidad por dividendo >7% 2024e). [Link a los resultados.](#)

ADIDAS (Neutral; Precio Objetivo: 180€; Cierre: 178,66€; Var. Día: -2,06%; Var. 2023: +40,2%)

Elena Fernández-Tapiella

Los resultados 2T 2023 baten las expectativas y eleva las guías del año, aunque ya fue preanunciado hace unos días. Mayor debilidad de lo esperado en EE.UU. podría originar toma de beneficios hoy.

Principales cifras frente al consenso (Bloomberg): Ingresos 5.343 M€ (+5%) vs 5.137 M€ (-8,2%) esperado, Margen Bruto 2.719 M€ (50,9% s/ventas) vs 2.508 M€ (48,8%); EBIT 176 M€ vs -61 M€, BNA 96 M€ vs 85 M€. Por geografías: Norteamérica 1.399 M€ (-16,8% a tipo de cambio constante) vs 1.350 M€ esperado, Europa 1.980 M€ (-0,8%) vs 1.990 M€, Asia 550 M€ (+7,0%) vs 518 M€, China 766 M€ (+16,4%) vs 722 M€, Latam 596 M€ (+29,8%) vs 607 M€. Eleva las guías para el año: caída de ventas de un dígito medio vs un dígito alto previamente y un EBIT de en torno a 0 M€, excluyendo el impacto de la terminación de la alianza con Kanye West y las zapatillas Yeezy. Incluyendo el impacto de la amortización de los inventarios no vendidos de las zapatillas Yeezy, con un impacto negativo de -400 M€ (previamente -500 M€) y un cargo de -200 M€ por reestructuración, el EBIT total ascenderá a -450 M€ (vs -700 M€ previamente).

Opinión de Bankinter

Adidas ya anunció los resultados preliminares del 2T 2023 y elevó las guías hace unos días, con lo que los resultados no deberían suponer una sorpresa. Tras el anuncio, el 24 de julio, el valor encadenó una subida de +5% en los dos días siguientes. La novedad de los resultados está principalmente en el desglose geográfico, que muestra una debilidad acusada en EE.UU., en línea con otras compañías del sector, y una caída en Europa de -0,8%. El grupo reconoce que los inventarios son todavía muy elevados, pero se han reducido 300 M€ en el año. Esto es crucial para normalizar el esfuerzo promocional y recuperar el M. Bruto que en el trimestre mejora +60 pb hasta 50,9%. El Margen EBIT retrocede -370 pb hasta 3.3%. 2023 sigue siendo un año de transición hasta reducir los inventarios de Yeezy, que se espera reducirá las ventas en 1.200 M€ en 2023 y el Beneficio Operativo en -400 M€. Las previsiones siguen siendo conservadoras, pero el grupo ya consigue un ligero Beneficio Operativo cuando no se esperaba hasta 2024. La estrategia del nuevo Consejero Delegado, en el cargo desde finales de 2022 y responsable del resurgir de la marca Puma, parece estar funcionando.

LUFTHANSA (Comprar; Precio Objetivo: 11,7€; Cierre: 8,8€; Var. Día: -2,8%; Var. 2023: +13,7%)

Pilar Aranda

Presenta resultados 2T 2023 sólidos. Mejora *guidance* de Ebit y ve una demanda fuerte. Estimamos impacto positivo.

Cifras principales 3T 2022 comparadas con el consenso de analistas ([enlace](#)): Ingresos 9.389€ (+17%) vs 9.404M€ estimado; Ebitda 1.689M€ (+75%); Ebit ajustado 1.085M€ (+177%) vs 1.040M€; BNA 881M€ (+240%) vs 713M€. Los Pasajeros aumentan hasta 55.022 (+30%). La Deuda Neta se reduce hasta 5.914M€ vs 6.871M€ 4T 2022. La Liquidez aumenta hasta 8.725M€ vs 8.301M€ a cierre 2022. Por otra parte, mejora sus estimaciones: prevé que alcanzará en el conjunto del año un EBIT de 2.500M€. Antes había estimado una mejora considerable con respecto a 1.500M€ del año pasado. Hace referencia a que la positiva evolución de la demanda en 1S 2023 se mantendrá todo el año, impulsada por el segmento *Leisure* (cerrará el año en niveles previos a la pandemia) y la recuperación de viajes de negocio. Espera que la capacidad alcance el 85% de los niveles previos a la pandemia en el conjunto del año (90% de agosto a diciembre).

Opinión de Bankinter

Resultados fuertes que serán acogidos positivamente durante la sesión de hoy. Se produce una mejora en términos de actividad (Ingresos +26% en el semestre), mejora *guidance* de Ebit, es positivo en cuanto a una demanda que es fuerte y reduce Deuda Neta y aumenta Liquidez. En este contexto, mantenemos recomendación de Comprar. [Enlace a resultados.](#)

BMW (Comprar; Precio Objetivo: 116,0€; Cierre: 105,3€; Var. Día: +0,4%; Var. 2023: +26,2%)

Esther Gutiérrez de la Torre, CFA

Resultados 2T 2023 mejores de lo estimado.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ventas de unidades 626.726M (+11,3% a/a) vs. 606.920 estimado, ingresos 37.219M€ (+7,0%) vs. 36.900M€, EBIT 4.376M€ (+27,7%) vs. 4.230M€, BNA 2.958M€ (-2,9%) vs. 2.810M€ estimado.

Opinión de Bankinter

Cifras que batieron estimaciones. El margen EBIT queda 9,2% en el segmento auto vs. 10,1% estimado en parte penalizado por las consecuencias de la consolidación de BMW Brilliance. A futuro mejora sus guías para el conjunto de 2023. Ahora apunta a: (i) unas entregas en el segmento auto "sólidas" vs. "ligeramente superiores a las de 2022" anterior y (ii) un margen EBIT de 9%/10,5% vs. 8%/10% previo. Sin embargo, anticipa unos costes de proveedores y del desarrollo del coche eléctrico superiores en la segunda parte del año. Eso conduce a una estimación para el flujo de caja de "más de 6.000M€" vs. "aprox. 7.000M€" anterior. Sin embargo, **el impacto en la sesión de hoy será moderado. BMW preanunció hace un par de días sus guías** y evolución del margen EBIT. La reacción entonces fue demasiado negativa (el martes a cierre cayó -5,4%) y posteriormente ha moderado ese retroceso. Hoy esperamos que siga la tendencia de ligera recuperación. [Link](#) a la nota publicada por la Compañía.

MAPFRE (Comprar; Precio Objetivo: 2,10€; Cierre: 1,86€, Var. Día: -1,5%; Var. 2023: +2,4%)

Eduardo Cabero

Negocio diversificado, solvencia cómoda y rentabilidad por dividendo atractiva.

Las primas avanzan a buen ritmo y la presión en márgenes afloja. Nuestras estimaciones nos conducen a un **Precio Objetivo**, ya para 2024, de **2,10€/acc. (potencial +11%)**. Nuestra recomendación (Comprar) se apoya en los siguientes argumentos: **(i) la diversificación** del negocio (ramos y geografías) le permite obtener recurrencia en resultados. En el 1S 2023 encontramos un claro ejemplo. Mientras España muestra debilidad (BNA -33%), Brasil y Mapfre RE avanzan con fuerza (+172% y +71% respectivamente); **(ii) estimamos una mejora progresiva de los márgenes** (ratio combinado), de forma que ya podríamos haber visto lo peor en este sentido, acompañada de una mejora en el **resultado financiero**; **(iii) el nivel de solvencia** es cómodo (198,1%). Se sitúa prácticamente en el medio del rango objetivo (175%/225%). Esto le otorga flexibilidad para ofrecer un **(iv) dividendo** atractivo en términos absolutos y relativos (rentabilidad por dividendo >7,5% 2024e vs 6,1% Stoxx Insurance), el cual consideramos sostenible en el tiempo. [Link al informe.](#)

CATALANA OCCIDENTE (Comprar; Precio Objetivo: 36,6€; Cierre: 30,30€, Var. Día: 0,0%; Var. 2023: +2,4%)

Eduardo Cabero

Atractiva en términos de rentabilidad/riesgo. Subimos la recomendación a Comprar.

Los resultados del 1S 2023 son muy buenos impulsados, principalmente, por la buena evolución del negocio de Crédito. **Revisamos al alza** nuestras estimaciones y, en consecuencia, nuestro **Precio Objetivo** (36,6€/acc. vs 33,1€/acc.). Ofrece valor desde un punto de vista fundamental ya que: **(i) acumula un sólido crecimiento con una solvencia cómoda y dividendo creciente** (CAGR 2010-2022 +5,8%); y, una vez normalizada la siniestralidad en crédito, seguiría cotizando a **(ii) múltiplos atractivos** (PER 2024e 7,0x vs 11,0x media últimos 10 años). Si bien, el precio no termina de reflejar estos fundamentales. Identificamos tres factores que podrían influir: baja liquidez, un dividendo poco atractivo en términos relativos frente al sector y el exceso de caja (penaliza el ROE). **En términos rentabilidad/riesgo nos parece atractiva, por lo que subimos nuestra recomendación a Comprar.** [Link al informe.](#)

AENA (Neutral; Precio Objetivo: 155,1€; Cierre: 144,1€; Var. Día: 0,0%; Var. 2023: +22,8%)

Juan Moreno

Mejora de perspectivas, ya recogida en cotización. Mantenemos recomendación Neutral.

Mejoran las perspectivas para Aena: (i) El **tráfico aeroportuario** ya ha recuperado los niveles previos al virus (2019); (ii) las **tarifas aeroportuarias** podrían subir en 2024 por primera vez desde el virus. La compañía ha solicitado un incremento del +4,1%, aunque nosotros asumimos un escenario algo más moderado (+3,6%); (iii) finaliza la licitación de los **locales comerciales**, con un incremento de la renta mínima garantizada del 32% en restauración y +12% en tiendas libres de impuestos. A pesar de todo ello, el EBITDA de la compañía no alcanzará los niveles previos al virus hasta 2024, debido a los menores márgenes del negocio aeroportuario (45% del Ebitda), en un entorno de fuerte inflación en costes y tarifas reguladas con estrecho margen de maniobra. Incrementamos nuestro

precio objetivo +7% hasta 155,1€/acción, a pesar de lo cual ofrece un potencial de revalorización moderado. Mantenemos recomendación Neutral. [Link al informe completo.](#)

ENI (Neutral; Precio Objetivo: 15,4€; Cierre: 13,50€; Var. Día: -1,8%; Var. 2023: -1,3%)

Pilar Aranda

Revisamos valoración tras los resultados 2T 2023. Reducimos recomendación a Neutral y Situamos Precio Objetivo en 15,4€ desde 17,5€ anterior.

ENI es una **empresa sólida, con producción diversificada, atractiva rentabilidad por dividendo** (6,9%) y cada vez mayor peso en el área de **Renovables**. No obstante, la caída en el precio del petróleo y gas reduce el atractivo de las empresas del sector y en coherencia también de ENI. Por ello, **reducimos recomendación a Neutral** desde Comprar y **Precio Objetivo** hasta **15,4€/acc.** desde 17,5€/acc. anterior (potencial +14%). [Enlace a la nota publicada.](#)

COMPAÑÍAS AMERICANAS Y DE OTROS MERCADOS. –

S&P 500 por sectores. -

Los mejores: Consumo Básico (+0,3%), Salud (+0,1%), *Utilities* (-0,01%)

Los peores: Tecnología (-2,6%), *Telecos* (-2,1%), Consumo Discrecional (-1,8%)

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer destacan: **(i) WATERS CORP (291,8\$; +6,3%)** publicó unos resultados sustancialmente por encima de lo esperado, tanto en la parte alta como en la baja de la PyG, a pesar de la errática *performance* de China. Debilidad en China que llevó a la Compañía a recortar las guías por segunda vez en el año. Situando el BPA en el rango 12,2\$/12,3\$ (vs 12,55\$/12,75\$ ant.) **(ii) HUMANA (483,8\$; +5,6%)** tras publicar resultados 2T 2023. Las claves residieron en los menores costes médicos, un uso de *Medicare* que comienza a estabilizarse y, en definitiva, un primer trimestre normalizado respecto a los niveles previos al Covid-19. Además, confirmaron el *guidance* para el conjunto del año en términos de BPA. **(iii) AGILENT TECHNOLOGIES (30,7\$; +3,7%)** cuyas subidas quedaron justificadas por aspectos más técnicos que puramente fundamentales.

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran: **(i) GENERAC HOLDINGS (115,95\$; -24,4%)** tras publicar unos resultados 2T 2023 por debajo de lo esperado, además de recortar las guías para el conjunto del año. Ventas -10% / -12% (vs -6%/-10% ant.), margen EBITDA 15,5%/16,5% (vs 17%/18%). Las cifras principales comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 1.000M\$ (-24% a/a) vs 982,2M\$ esp.; Margen Bruto 32,8% vs 32,3%; EBITDA 136M\$ (-50%) vs 144\$; BPA 1,08\$/acc. (-64%) vs 1,168\$/acc. **(ii) PAYCOM SOFTWARE (299,6\$; -19,2%)** después de la publicación de resultados y a pesar de situarse en línea con las estimaciones en ventas y batir en BPA. Respecto al *guidance* también lo mejoraron en lo que a ventas respecta. La caída, según afirman algunos de los brókers más importantes de Wall St., reside en la incertidumbre acerca de la capacidad de cumplir los objetivos establecidos, ya que la

Compañía podría haber alcanzado "el pico" en términos de crecimiento. (iii) **ELECTRONIC ARTS (126,3\$; -7,2%)** que también quedó lastrada por la publicación de resultados. En concreto, por las guías para el conjunto del año, que alertan de un menor número de reservas de videojuegos. El sentimiento generalizado de los analistas es que la debilidad en el videojuego *Apex Legends* tendrá más impacto que el *momentum* positivo de FIFA.

QUALCOMM (Cierre: 129,27\$; Var. Día: -2,13% Var. 2023: +17,58%): Resultados peores de lo esperado en Ventas y EBIT. Las guías para el 3T'23 son en línea con el consenso. Las acciones caen en el *after-market* -7%. Principales cifras frente al consenso (Bloomberg): Ventas 8.442M\$ (-23%) vs 8.514M\$ esp., EBIT 2.521M\$ vs 2.552M\$ esp. y BNA 2.105M\$ vs 2.041M\$ esp. La compañía ha publicado guías para el 3T'23 que se encuentran en línea con lo esperado por el consenso: Ingresos entre 8.100M\$ y 8.900M\$ (vs consenso de 8.790M\$) y BPA entre 1,80\$/acc. - 2,00\$/acc. (vs consenso de 1,94 \$/acc.). La compañía se ve lastrada por el peso del negocio de chips de telefonía y por la fuerte exposición a China (60% de los ingresos). **OPINIÓN**: Resultados débiles que deberían provocar caídas en la apertura de Wall Street en línea con el recorte del mercado fuera de hora (-7%). La compañía se ve presionado a corto plazo por el contexto de deterioro de la demanda de determinados productos (PCs, Smartphones, etc.) así como por su elevada exposición al mercado chino. [Link a los resultados.](#)

PAYPAL (Cierre: 73,2\$; Var. Día: -3,1%; Var. 2023: +2,8%): La presión en márgenes pesa sobre los resultados y cede un -7,4% en el *after market*. Resultados 2T 2023 vs Consenso Bloomberg: Volumen de pagos 376.540M\$ (+11%) vs 372.500M\$ esperado, Ingresos 7.290M\$ (+7,1%) vs. 7.280M\$ esperado, Margen Operativo ajustado 21,4% (19,1% 2T 2022) vs 21,7%, BPA ajustado 1,16 vs 1,165\$, Clientes Activos 431M (+0,5%) vs 433,6M€. **OPINIÓN**: Los resultados de PayPal cumplen expectativas en líneas generales, pero ceden en márgenes. El margen operativo ajustado por la compañía cede hasta 21,4% vs 22,4% en el 1T 2022 y 21,7% esperado por el consenso. Dan Schulman (CEO) afirma que las pérdidas en su cartera de préstamos se incrementan y, en consecuencia, aumentan las provisiones. Además, el *take rate* (porcentaje que cobran por transacción) se sitúa por debajo de las expectativas (1,74% vs 1,9%) ante el fuerte crecimiento de su marca blanca de procesamiento de pagos, la cual tiene menores márgenes. La valoración es muy sensible a los márgenes y esto hace que caiga con fuerza en el *after market*. En el corto/medio plazo la mayor incertidumbre que recae sobre la compañía es la búsqueda de un nuevo CEO y qué enfoque estratégico adoptará tras su llegada.

GLAXO (Cierre 34,63\$, Var. Día: -0,86%; Var. 2023: -1,5%). Demanda a Pfizer en EE.UU. por infringir patentes en su vacuna contra el Virus Respiratorio Sincitial. Según Glaxo, la vacuna Abryso de Pfizer viola cuatro patentes usadas en su vacuna Arexvy. Pfizer responde que tiene confianza en sus derechos intelectuales y se defenderá contra esta acusación. La FDA aprobó las dos vacunas en mayo para uso en adultos. **OPINIÓN**: Noticia de impacto negativo. Estas demandas son frecuentes en el sector, pero la incertidumbre jurídica es un aspecto desfavorable que afecta a una vacuna recientemente aprobada contra el RSV.

AYER publicaron (compañías más relevantes; BPA real vs esperado): **YUM BRANDS!** (1,41\$; 1,234\$); **CVS HEALTH** (2,21\$; 2,10\$); **KRAFT HEINZ** (0,79\$; 0,756\$); **DXC TECHNOLOGY** (0,63\$; 0,825\$); **MARATHON OIL PETROLEUM** (0,48\$; 0,460\$); **QUALCOMM** (1,87\$; 1,810\$); **PAYPAL** (1,16\$; 1,165\$).

HOY publican (compañías más relevantes; hora de publicación; BPA esperado): **APPLE** (después del cierre; 1,205\$); **AMAZON** (después del cierre; 0,351\$); **WARNER BROS** (antes de la apertura; -0,44\$); **CONOCOPHILLIPS** (antes de la apertura; 1,93\$); **MODERNA** (antes de la apertura; -3,924\$); **HUNTINGTON** (antes de la apertura; 3,052\$); **HASBRO** (antes de la apertura; 0,574\$); **KELLOGG** (14:00h; 1,103\$); **BOOKING** (22:00h; 28,59\$); **FORTINET** (después del cierre; 0,343\$).

RESULTADOS 2T 2023 del S&P 500: Ya han publicado 335 compañías y la caída media del BPA es -8,4% vs -9,0% ayer y vs -8,9% esperado (antes de la publicación de la primera compañía). El saldo cualitativo es el siguiente: el 82,4% bate expectativas, 12,5% decepciona y el restante 5,1% en línea. En el trimestre anterior (1T 2023) el BPA se redujo -3,1% vs -8,2% esperado.

INFORMACIÓN IMPORTANTE. -

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en: https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS. -

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías.](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS

Ramón Forcada – Director

Eduardo Cabero – Seguros & Medios de Pago

Aránzazu Cortina – Industriales

Juan Tuesta – Construcción, Defensa & Tecnología

Pedro Ribeiro – Químicas & Papel

Rafael Alonso – Bancos

Aránzazu Bueno – Eléctricas

Esther Gutiérrez de la Torre – Autos

Elena Fernández–Trapiella – Consumo/Lujo & Telecoms.

Carlos Pellicer – Alimentación & Distribución

Pedro Echeguren – Farma & Salud

Pilar Aranda – Petróleo & Aerolíneas

Juan Moreno– Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles

Jorge Pradilla – Logística & Ciberseguridad

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Bankinter Roboadvisor