



## ENTORNO ECONÓMICO. –

**ESPAÑA (9:00h).**- IPC preliminar de febrero 2024 confirma **+2,8% a/a esperado** (desde +3,4% a/a anterior); mientras la subyacente **Subyacente +3,4% a/a se modera, pero es una décima superior de la esperada** (y viene del +3,6% a/a ant.). En términos intermensuales +0,3% m/m (vs +0,4% m/m estimado y desde +0,1% m/m de enero-24) y en la Subyacente +0,5% m/m (desde -0,4% m/m de ene-24). [Link](#) al comunicado **OPINIÓN:** La evolución de la tasa General cumple con las expectativas, cabe recordar que el mes de febrero del año pasado (+0,9m/m en feb-23 vs +0,3% m/m preliminar hoy), fue el mayor repunte mensual del año, por las subidas de Alimentos y el repunte de los precios de la electricidad en feb-23. **La Subyacente repunta +0,5% m/m y muestra una tendencia más progresiva en su moderación interanual.** El diferencial entre la Tasa General y la Subyacente se amplía 0,6pp vs 0,2pp en enero. **Nuestra estimación apunta a un 3% a/a en media para 2024 y 2,3% a/a para 2025.**

**FRANCIA (8:45h).**- (i) El IPC preliminar de febrero +2,9% vs. +2,8% estimado y +3,1% anterior. (ii) El PIB final del 4T 2023 confirma el dato preliminar, +0,7% a/a vs. +0,6% anterior. **OPINIÓN:** La inflación marca su menor avance desde enero de 2022, pero modera menos de lo estimado en febrero y permanece claramente por encima del +2,0% objetivo del BCE. Unos Salarios que crecen todavía a tasas sólidas (+3,8% a/a en diciembre) dificulta que la presión en precios en el sector servicios ralentice de manera significativa.

**JAPÓN (0:50h).**- (i) Las **Ventas Minoristas** avanzan más de lo esperado en enero, +2,3% a/a vs. +2,0% estimado y +2,3% anterior (revisado al alza desde +2,1%). (ii) La **Producción Industrial** empeora ligeramente menos de lo estimado en enero, -1,5% a/a vs. -1,6% estimado y -1,0% anterior. **OPINIÓN:** Datos mejores de lo estimado, aunque el sector industrial sigue mostrando una evolución débil. De hecho, en términos intermensuales la Producción Industrial sufre la peor caída desde la pandemia (-7,5% m/m vs. -6,8% estimado y +1,4% anterior). Las paradas de producción en el sector auto explican en gran medida este retroceso que complica la decisión de subir tipos al Banco de Japón. En cualquier caso, lo previsible es una mejora paulatina conforme la actividad en el sector auto recupere la normalidad.

**ALEMANIA (8:00h).**- Las **Ventas Minoristas** -1,6% a/a en enero vs. -1,7% estimado y -4,1% anterior (revisado desde -4,4%). **OPINIÓN:** Dato ligeramente mejor de lo estimado, pero que confirma una evolución débil del consumo tras la fuerte caída del mes anterior. Este comportamiento se une a una actividad industrial también floja (Producción Industrial -3,0% a/a en diciembre) y hace temer una nueva contracción del PIB alemán en el 1T 2024, que implicaría la entrada en recesión técnica del país.

**EE.UU. (ayer).**- El PIB 4T 2023 (1ª revisión) se revisa a la baja: **+3,2% vs +3,3%** preliminar y esperado. El Deflactor del PIB t/t anualizado) se revisa dos décimas al alza hasta +1,7% **OPINIÓN: Los datos reflejan, aún más si cabe, la fortaleza de la economía americana.** La revisión a la baja se debe a los Inventarios, una de las partidas más volátiles, mientras que el principal componente, el Consumo, se revisa al alza. **Lectura negativa para bonos y bolsas,** que invita a pensar en que no habrá bajadas de tipos en los próximos meses. En este sentido, el mercado ha ido reajustando sus expectativas y descuenta ahora -75 p.b. de bajadas de tipos en 2024 (en línea con nuestra Estrategia 2024 publicada en diciembre) frente a casi -150 p.b. que descontaba en enero. [Link a la nota.](#)

**UEM (ayer).**- Los datos de **Sentimiento Económico de febrero decepcionan:** Económico 95,4 vs 96,6 esperado y 96,1 anterior. Industrial -9,5 vs -9,2 esperado y -9,3 ant. Servicios 6,0 vs 9,0 esperado y 8,4 ant. **OPINIÓN:** El Sentimiento Económico retrocede por segundo mes consecutivo y se mantiene por debajo de su media histórica (100). Destaca el deterioro de confianza en el Sector Servicios, sector que mejor ha aguantado en un entorno de desaceleración de la zona euro. El impacto del dato fue negativo, aunque limitado ya que el foco está puesto sobre los registros de inflación de febrero (hoy Alemania; mañana UEM).

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

## COMPAÑÍAS EUROPEAS.-

**IAG** (Comprar; Pr. Obj.: 2,2€/acc. Cierre: 1,78€; Var. Día: -2,2%; Var. Año: +0,3%).

Pilar Aranda

**Presenta buenos resultados 4T 2023. Solidez de la demanda. Estimamos un impacto positivo.-**

Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 7.224M€ (+13,1%) vs 7.751M€ estimado; BNA 504M€ (vs 232M€ en 4T 2022) vs 281,97M€ estimado. La capacidad de IAG (asientos-kilómetro ofertados, AKO) se sitúa en 98,6% de 2019 en 4T 2023. En el conjunto del año 95,7%, en línea con su expectativa de cierre 2023, 96%. La buena evolución responde al segmento de ocio, si bien el tráfico de negocios evoluciona más lentamente. En cuanto a sus previsiones estima que la capacidad AKO aumentará +7,0% en 2024, impulsada por el largo radio de British Airways e Iberia en Latinoamérica. Estima además que la inversión se situará en 2024 en 3.700M€. Ambos niveles son coherentes con sus previsiones publicadas en el Día del Inversor el pasado 21 de noviembre: (i) Capacidad: en 2024 operará a la misma que antes de la pandemia y en 2026 entre +10%/+14%. (ii) Inversión en torno a 4.500M€ (año) entre 2024 y 2026 para renovar y ampliar la flota, digitalizar y mejorar la experiencia de cliente. Nuestras estimaciones son algo más conservadoras (2024-2026, 13.924M€). La Deuda Financiera Neta se reduce hasta 9.245M€ vs 10.385M€ a cierre de 2022. [Enlace a los resultados.](#)

## Opinión de Bankinter

**Resultados sólidos que tendrán un impacto positivo durante la sesión de hoy.** La clave es la **recuperación de la demanda**, particularmente de viajes de ocio. Hace referencia a que el 92% de los ingresos previstos para 1T 2024 ya están cubiertos y en torno al 62% en 1S 2024. También la **mejora de su balance**: el ratio DFN/Ebitda se sitúa en 1,7x, por tanto cumple su objetivo de situarlo reiteradamente por debajo de 1,8x. Otra de las claves es la posible **compra de Air Europa**, esperamos que la conferencia para analistas que se celebrará hoy pueda aportar novedades. De momento, el 23 de febrero presentó ante la Comisión Europea las cesiones de rutas que está dispuesta a hacer para que se apruebe la operación, puesto que tiene sus dudas sobre la posibilidad de que limite la competencia. Se espera que la CE emita su veredicto antes del 7 de junio. En definitiva, resultados positivos que tendrá una buena acogida durante la sesión de hoy. En este contexto, **mantenemos recomendación de Comprar** por: (i) **Recuperación del Sector Aéreo.** Los aeropuertos de Aena registraron 18,7M de pasajeros en enero, lo que supone +10,3% con respecto a enero 2023 y +12,6% vs enero 2019 (previo al COVID). De hecho, IAG vuelve a hacer referencia a la fortaleza de la demanda, particularmente del segmento de Ocio. (ii) **Es atractiva en términos de valoración** (Valor Contable/Nº Acciones 1,0x). (iii) **Ha llevado a cabo un saneamiento de su balance** (DFN/Ebitda 1,7x) y ésta será la tendencia en los próximos años (DFN/Ebitda estimado Compañía < 1,8x). (iv) **Resultados 4T 2023 fuertes (Ingresos a/a +13%) y bate expectativas.** (v) **La posible compra de Air Europa** tiene sentido estratégico ya que, en caso de aprobarse, permitirá crear en Madrid un gran hub intercontinental entre Europa y Latinoamérica y obtener sinergias. **Reiteramos que IAG es un valor recomendado sólo para perfiles dinámicos.**

**MERLIN PROPERTIES** (Comprar; Pr. Objetivo: 10,3€; Cierre: 8,85€; Var. Día: -3,0%; Var. 2024: -12,0%)

Juan Moreno

**Resultados 4T 2023 en línea con lo estimado, aunque guías algo decepcionantes para 2024. Mantenemos recomendación de Comprar.**

**Rentas brutas** +1% hasta 119M€ (vs. 119M€ estimado); **EBITDA** +7% hasta 91M€ (vs. 90M€ estimado); **FFO** (flujo de caja) 65M€ (vs. 64M€ estimado). La ocupación de la cartera se incrementa +20p.b. hasta 96,2% vs 96,0% anterior. La valoración de activos se mantiene sin cambios significativos en la segunda mitad del año y, como consecuencia, el **NAV** (valor neto de los activos) se reduce de forma muy moderada (-1,8%) hasta 15,08€/acción y el **LTV** aumenta hasta 35,0% vs 34,0%. La compañía anticipa un **2024** de transición, en el que la generación de caja (FFO) retrocederá ligeramente hasta 0,59€/acción (vs 0,61€/acción en 2023), para incrementarse posteriormente en 2025 hasta 0,68€/acción. [Link a la presentación de resultados.](#)

### Opinión de Bankinter

**Resultados 4T 2023 sin sorpresas, con valoraciones de activos sorprendentemente soportadas, aunque con guías algo decepcionantes de cara a 2024.** La compañía se enfrenta a un año de transición, marcado por el desarrollo y lanzamiento de nuevos activos (centros de datos), que implicará un ligero retroceso en generación de caja. Aunque estos resultados tendrán probablemente **impacto negativo en cotización hoy, mantenemos recomendación de Comprar.** En los próximos meses veremos el punto de inflexión del sector inmobiliario, que comenzará a beneficiarse de un entorno favorable, con inflación todavía elevada, crecimiento económico moderado y fin del proceso de subidas de tipos. Merlin Properties presenta un nivel de apalancamiento moderado, con un LTV del 35%, inferior a la media del sector (~40%). Aunque podríamos seguir viendo rebajas de valoraciones de activos en próximos trimestres, la cotización descuenta una caída excesiva del NAV, superior al -40%.

**PHARMA MAR** (Comprar; Pr. Obj: 38,00€; Cierre 31,64€; Var. Día: -5,83%; Var. año: -23,0%).

Pedro Echeguren

**La esperada caída de ventas de Yondelis y un aumento del gasto en I+D impactan sobre los resultados 4T 2023. Los riesgos son asimétricos y elevamos nuestra recomendación a Comprar. Nuevo Pr. Obj, 38€/acc.**

Las **principales cifras del 4T 2023 estanco** son: ventas 40,5M€ (-20,3% a/a, consenso 42,2M€, est. BKT 42,4M€) que se desglosan en: Yondelis 5,6M€ (-51,7%), Zepzelca 3,6M€ (+112%), Materia prima 2,4M€ (-33,5%), Royalties 13,9M€ (-6,0%), Licencias y otros 15,0M€ (-21,3%). EBITDA -3,4M€ (vs. +10,3M€ en 4T 2022, consenso +6,1M€, est. BKT +4,0M€), BNA -6,8M€ (vs. +6,0M€ en 4T 2022, consenso 0,9M€, est. BKT 2,7M€), *cash flow* libre -8,4M€ (vs. -8,3M€ en 4T 2022). **Por lo tanto el año 2023** las ventas son 158,2M€ (-19,5% a/a), se desglosan en: Yondelis 26,1M€ (-59,1%), Zepzelca 29,7M€ (+91,6%), Material prima 14,9M€ (-30,5%), Royalties 52,2M€ (+3,8%), Licencias y Otros 35,3M€ (-22,1%). EBITDA 2,1M€ (-96%), BNA 1,1M€ (-97%), *cash flow* libre -29,4M€ (vs. +29,5Me en 2022) tesorería neta 128,8M€ (-33,2% en 2023 y -11,7% en 4T). Ha dedicado 12,2M€ a recomprar el 2% de sus acciones, no serán amortizadas. Repite el **dividendo** en 0,65 €/acc (rentabilidad 2,0%). [Link a los resultados.](#)

### Opinión de Bankinter

Nuestra valoración de los resultados es neutral, a pesar de que han sido mal acogidos y que la acción ha caído c. -6% el día de su publicación. Las ventas están en línea con lo esperado, la única sorpresa negativa es el gasto en I+D (+22% t/t en 4T, esto no es intrínsecamente malo y está justificado para impulsar los fármacos en desarrollo) y se refleja en un EBITDA y BNA inferiores a lo esperado. Al igual que en los trimestres anteriores, las ventas retroceden por la aparición de un genérico que compite contra Yondelis, nada nuevo. El aumento del gasto en I+D está relacionado principalmente con el ensayo confirmatorio de fase III de lurbinectedina (Zepzelca) en cáncer de pulmón de célula pequeña, denominado Lagoon, que avanza en el reclutamiento de pacientes y, otro ensayo en fase IIb/III para el tratamiento de leiomiomas con lurbinectedina que ha comenzado en 4T 2023. Entendemos que se cancela el desarrollo de tivanisiran en ojo seco asociado al síndrome de Sjögren tras no alcanzar los resultados esperados. El consumo de caja es moderado, -7,4M€ en 2023, compara con una tesorería neta de 128,8M€. Las esperanzas están en las noticias relacionadas con el estudio Lagoon de fase III confirmatorio en cáncer de pulmón microcítico en segunda línea acordado con la FDA. Este estudio está en fase de reclutamiento y, podría servir de ensayo confirmatorio en Estados Unidos y otras geografías para que Zepzelca logre la aprobación definitiva. Esperamos novedades positivas sobre el estudio Lagoon, posiblemente a finales de 2024 y, serán un catalizador. Recortamos nuestro Precio Objetivo hasta 38,00€/acc. desde 41,00€/acc. para reflejar el impacto negativo que supone el fracaso del mencionado desarrollo de tivanisiran. Tras un mal comportamiento en bolsa desde 2021, la cotización está a los niveles de cuando se firmó un acuerdo de distribución de Zepzelca con Jazz Pharma y cobro de 270M€ en 2020 que actuó de catalizador ese año. Con un potencial alcista de +20%, vemos valor a los precios actuales, el riesgo es que el valor se deslice hasta los 30€ (riesgo bajista -5%), mínimo de julio y octubre 2023. El riesgo es asimétrico y, en este caso, favorable para el inversor que asuma este riesgo. Elevamos nuestra recomendación a Comprar desde Neutral.

**GRIFOLS** (Vender, Pr. Objetivo: En Revisión; Cierre 11,655€; Var. Día -1,15%; Var. Año: -24,6%).

Pedro Echeguren

### Sin sorpresas en los resultados 4T 2023

Las principales cifras del 4T 2023 estanco son: ventas 1.770M€ (+3,3% a/a, consenso 1.780M€, BKT est. 1.899M€). Margen bruto 39,0% (+4,0 p.p.), EBITDA ajustado 442M€ (+27% a/a, consenso 426M€), EBITDA 368M€ (+24,8%), EBIT 255M€ (+44,0%), BNA 56M€ (+180% a/a, consenso 137M€, BKT est. 154M€), *cash flow* libre +15M€ (vs -77M€ en 4T 2022). Consecuentemente, en el año 2023 las ventas son 6.592M€ (+8,7% a/a). Margen bruto 37,9% (+1,1 p.p.), EBITDA ajustado 1.474M€ (+18,2%), EBITDA 1.251M€ (+2,5%), EBIT 799M€ (-0,8%), BNA 59M€ (-71,5%), *cash flow* libre -189,4M€ (vs -1.990M€ en 2022), DFN con IFRS-16 10.417M€ (+2,0% en 2023) o 8,3x EBITDA y 00M€. [Link a los resultados](#).

### Opinión de Bankinter

No alcanza la guía de ventas 2023 (+10/+12%) pero sí la de EBITDA ajustado (1.450M€). Entendemos que no hay cambios en los criterios contables y que se siguen consolidando las dos filiales sin participación accionarial (Haema y BPC Plasma), esto se refleja en que la carga por intereses minoritarios -la parte del beneficio neto que se llevan las filiales- supone el 67% del beneficio consolidado antes de minoritarios, una cifra elevada y que no encontramos en otras empresas del sector. En nuestra opinión, los resultados son secundarios hasta que a través de la información solicitada por la CNMV sobre sus cuentas tras el informe

publicado en enero por Gotham City Research , se aclaren las estructura corporativa y los intereses cruzados con las partes vinculadas. Reiteramos nuestra recomendación de Vender y Precio Objetivo En Revisión.

**SACYR** (Comprar; Cierre 3,03€; Precio Objetivo: 3,85€; Var. Día: -1,88%; Var. Año: -1,26%)

Juan Tuesta

**Resultados mejores de lo esperado en todas las líneas de la cuenta de PyG.-**

Cifras 4T'23 comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 1.365M€ vs 1.240M€ esp; EBIT 405M€ vs 243M€ esp y BNA 61M€ (+42% a/a) vs 38M€ esp. La deuda neta se situó en 6.408M€ vs 7.968M€ en el trimestre anterior (la mayoría de ella sin recurso), afectada positivamente por el cobro de las desinversiones realizadas a lo largo del año.

**Opinión de Bankinter**

Los resultados de Sacyr son positivos y deberían ser bien acogidos por el mercado. Las cifras del año confirman que la compañía continúa presentando un perfil de crecimientos sólidos (EBITDA23: +7% a/a y BNA23: +20% a/a) y con una importante recurrencia de su negocio. Las desinversiones realizadas en el 2023 (Valoriza Servicios Medioambientales en junio y Sacyr Facilities en julio) hacen que la compañía incremente aún más su focalización en el negocio de Concesiones a la vez que reduce su deuda. **Reiteramos comprar.** [Link a los resultados.](#)

**TALGO** (Vender, P. Obj: 4,2€, Cierre: 4,28€, Var. día: -0,9%, Var. año: -2,5%).

Aránzazu Cortina

**2023: fuerte contratación, pero márgenes menores de lo esperado y aumenta el apalancamiento.**

**Principales cifras del 2023** frente consenso de la compañía: Ingresos 652,0M€ (+39% a/a) vs 616M€ estimados; EBITDA de 76,5M€ (+55,1% a/a) y EBITDA ajustado de 82,7M€ (+57,6% a/a) vs 80M est. (margen 11,7% sobre EBITDA, 12,7% sobre EBITDA ajustado vs 13% estimado sobre el ajustado) y BNA de 12,2M€ (desde 1,4M€ en 2022), pero vs 27M€ estimado.

**La Deuda Financiera Neta se elevó a 240,6M€** desde 97,4M€ en dic-22. Supone 2,9x DFN/EBITDA ajustado vs 2,5x objetivo (3,1x sobre EBITDA sin ajustar), desde 1,9x en dic-22. El flujo de caja operativo sigue siendo negativo -114M€ (vs -38M€ en 2022).

**La cartera de pedidos aumentó hasta 4.200M€ máximos históricos, con 2.127M€ de contratación en el ejercicio** (*Book-to-bill* de 3,3x Ventas).

**Los objetivos para 2024 apuntan a un margen EBITDA del entorno de 11,5% con una ejecución de la cartera del 45% entre 2023-2024 y un *Book-to-bill* en 1x. Proyectan un capex de unos 30M€ (vs 26M€ 2n 2023) y que la DFN/EBITDA se mantenga en torno a 3,0x.** No se ha definido por el momento la política de retribución al accionista para el año.

[Link](#) a los resultados de la compañía.

### Opinión de Bankinter

Los resultados muestran unas Ventas superiores a las esperadas, pero con un margen EBITDA algo inferior (11,7% sin ajustar) que debería mantenerse en estos niveles (las perspectivas de la compañía apuntan a unos 11,5% estimado para 2024). Además, los gastos financieros

El aumento de ejecución se ha visto acompañado de un mayor circulante, lo que ha elevado los niveles de apalancamiento al entorno de 3x, donde estiman que se mantenga el próximo ejercicio.

**En resumen, lo más destacado del ejercicio es la elevada actividad comercial. Mantenemos la recomendación Vender ante unos márgenes inferiores a nuestras proyecciones** (que anticipaban recuperación hacia 12,6% en 2024e y por encima del 13% en adelante) **y un nivel de DFN algo más elevada de lo esperado.** Finalmente, mencionar que por el lado corporativo, sin noticias sobre el interés de un grupo extranjero sobre una posible oferta.

**TÉCNICAS REUNIDAS** (Vender; Precio Objetivo: En Revisión; Cierre 7,9€; Var. Día -0,9%; Var. Año: -5,9%).

Pilar Aranda

**Presenta resultados 2023 algo peores de lo esperado. Reducimos recomendación a Vender por la pérdida de atractivo del sector en el que se ubica.**

Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Cartera de Pedidos: 11.407M€ vs 10.732M€ en 2022 (+6%); Ventas 4.135M€ (-2,0%) vs 4.247M€ e.; Ebit 156,6M€ vs 161,1M€e.; BNA 59,7M€ vs 68,4M€e. El margen Ebit se sitúa en 3,8% vs 0,2% de 2022. La Caja Neta aumenta hasta 348M€ vs 158M€ en 2022. En 2024 Técnicas estima un volumen de Ventas de 4.500M€ y margen Ebit en torno a 4,0%. [Enlace a resultados.](#)

### Opinión de Bankinter:

Resultados peores de lo esperado, si bien recogen una mejora de la Cartera de Pedidos, de la evolución de sus márgenes y de la Caja Neta. A pesar de ello, reducimos recomendación a Vender desde Neutral. El principal motivo que nos lleva a esta reducción de recomendación es la falta de atractivo del sector en el que se ubica, el cual no está incluido entre nuestras preferencias de inversión. En nuestra opinión, los precios del petróleo se verán afectados por un escenario de desaceleración de la economía, particularmente China, por economías más eficientes y menor necesidad de petróleo, y por el auge de las energías limpias. Todo ello desmotiva la inversión en el sector y afecta a Técnicas. Además mantenemos la cautela por: (i) la incertidumbre en la evolución de los márgenes y particularmente a qué precios firmará los nuevos contratos, en un contexto de menor inversión global. (ii) Su diversificación sectorial. La clave es que aumente su exposición al sector renovable y reduzca su dependencia del petróleo y gas (92% de los ingresos procede de petróleo y gas).

**SOLARIA** (Neutral; Precio Objetivo: 13,00€; Cierre 11,605€, Var. Día +0,87%; Var. Año:-37,6%).

Pedro Echeguren

**Los resultados 4T 2023 reflejan la puesta en marcha de parques solares y la caída del precio obtenido. Recortamos nuestro Pr. Obj. hasta 13,00€/acc. desde 16,75€/acc.**

Las principales cifras del 4T 2023 estanco son: potencia instalada 1.658MW (+65,8% a/a), generación 425GWh (+65,4%), precio obtenido 79,1€/MWh (-35,2%), ventas 44,4M€ (+41,7%, consenso 123M€, est. BKT 41M€), EBITDA 46,3M€ (+21,5%, consenso 45M€, est. BKT 48M€) la capitalización de gastos lleva al EBITDA a superar las ventas, BNA 21,1M€ (+3,7%, consenso 21M€, est. BKT 32M€), cash flow libre -25,2M€ (vs. -79,9M€ en 4T 2022). Por lo tanto, en el año 2023, la generación es 2.270GWh (+62,1%), precio obtenido 73,6€/MWh (-21,1%) ventas 191,3M€ (+37,4%), EBITDA 199,9M€ (+35,9%), BNA 107,5M€ (+19,4%), *cash flow* libre -230,5M€ (vs -217,0M€ en 2023), deuda financiera neta 982M€ (+34,5% en 2023), ratio DFN/EBITDA 4,9x vs. 5,0x en dic.-2022 y 5,3x en sep-2023. Tiene en construcción otros 1.530MW. **Recorta sus guías** de EBITDA por los cambios impositivos, ahora espera en 2024 240M€ (ant. 260M€) y, en 2025 311M€ (ant. 335M€). [Link a los resultados](#).

### Opinión de Bankinter

Nuestra valoración de los resultados es neutral. Están en línea con lo esperado y cumplen con la guía EBITDA 2023 (200M€). Los incrementos son elevados, reflejo de la incorporación de parques solares con el efecto adverso de un menor precio obtenido en la venta de energía. En 4T la potencia instalada se mantiene invariada respecto a 2T y 3T en 1.658MW. Modificamos nuestras estimaciones para reflejar un entorno de precios de la energía a la baja (-48% en 2023 y -43% en ene-feb.) y también de tipos de interés elevados. Las guías nos parecen elevadas a la vista del precio actual de la energía (c. 42 €/Kwh promedio en febrero). Como consecuencia, recortamos nuestro Precio Objetivo hasta 13,00€/acc. desde de 16,75€/acc. Reiteramos nuestra recomendación Neutral.

**ANHEUSER-BUSCH INBEV** (Cierre 57,6€; Var. Día: -0,9%; Var. 2023: -1,5%)

Carlos Pellicer Vercher

**Resultados 4T 2023 peores de lo esperado. El *Guidance* 2024 tampoco cumple. Anuncia una subida del dividendo de +9%.**

Las cifras principales del 4T 2023 comparadas con el consenso de Bloomberg: Ventas comparables +6,2% vs +7,5% esperado; Volúmenes -2,6% vs -1,5%; Ventas 14.473M € vs 15.657M €; EBITDA Ajustado +6,2% vs +6,4%; BPA 0,82\$/acc vs 0,81\$/acc. [Link a los resultados](#).

### Opinión de Bankinter

**Resultados flojos.** Las ventas comparables defraudan principalmente por el deterioro en volúmenes (-2,6% a/a). En márgenes las noticias tampoco son alentadoras y el margen bruto cae -1,5% (a/a) que supone pasar de un margen de 54,5% en 2022 a 53,8% en 2024. Respecto al ***guidance* 2024 también defrauda** ya que sitúan el crecimiento de EBITDA entre +4%/+8% frente +8,6% esperado por el consenso. Lo más positivo reside en la remuneración al accionista. Sube el dividendo +9% que supone una **rentabilidad por dividendo de ~1,4%**. A ello hay que sumarle el programa de recompra de acciones que anunció en octubre 2023 por 1.000M€ (~1% de la capitalización bursátil), aunque únicamente quedan por completar 130M€. En cuanto a la deuda, uno de los puntos más

preocupantes de la Compañía, sitúa la ratio DFN/EBITDA en 3,38x, que compara con 4,8x en 2020. En conclusión, resultados peores de lo esperado y guías 2024 conservadoras. Sin embargo, buenas noticias en cuanto a reducción de deuda que le permite remunerar mejor al accionista, aunque la rentabilidad sigue sin ser atractiva (Rentabilidad por dividendo + Recompra de acciones = +2,5%).

**FLUIDRA** (Comprar; Precio Objetivo: 21,3€; Cierre: 19,85€; Var. Día: +0,7%; Var. 2024: +5,3%).

Eduardo Cabero

**Bate expectativas en resultados 4T 2023 y cumple con la expectativa de guías para 2024. Subimos recomendación a Comprar**

Cifras 4T 2023 (Var.%; Consenso Compañía): Ingresos 428M€ (+1%; 421M€), EBITDA ajustado 79M€ (+41% a/a; 64M€), BNA ajustado 31M€ (17M€).

### Opinión de Bankinter

Las **ventas** vuelven a mostrar crecimiento en 4T 2023 (+1%) tras un año marcado por el retroceso (-14,2%) debido a una menor demanda y a la corrección de inventarios en el canal. En términos de márgenes, tanto el **Margen Bruto** (56,4% vs 51,6% en 4T 2022) como el **Margen EBITDA ajustado** (18,5% vs 13,3% 4T 2022) repunta con fuerza en 4T 2023. El **BNA** reportado se sitúa en 6M€ (vs -20M€ 4T 2022) mientras que el ajustado asciende a 31M€ (vs 8M€ 4T 2022). Las guías de 2024 se sitúan prácticamente en línea con las expectativas del mercado: Ventas 2.050M€/2.150M€ (vs 2.089M€ esperado consenso), EBITDA ajustado 440M€/490M€ (vs 465M€) y beneficio de caja neto por acción 1,07€/1,25€ (vs 1,19€). Estos resultados **baten nuestras estimaciones tanto en resultados 4T 2023 como en guías para 2024** tras una expansión de márgenes superior a la estimada. Esto nos lleva, tal y como explicamos en nuestra [última nota](#), a revisar a mejor nuestras estimaciones y, en consecuencia, **a revisar al alza el Precio Objetivo de forma preliminar hasta 21,3€/acc.** (desde 19,5€/acc.; Potencial +7%) y **la recomendación a Comprar** desde Vender. **Estimamos un impacto positivo en la cotización en la sesión de hoy** tras unos buenos resultados y tras haber retrocedido con fuerza en las últimas sesiones tras las dudas creadas por las guías publicadas por Pool Corp, principal distribuidor de Fluidra en EE.UU.

## COMPAÑÍAS AMERICANAS Y DE OTROS MERCADOS.-

S&P 500 por sectores.-

**Los mejores:** Inmobiliario (+1,28%), Financieras (+0,35%), Consumo Discrecional (+0,32%)

**Los peores:** Comunicaciones (-0,92%), Tecnología de la Información (-0,55%), Salud (-0,51%)

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer destacan: (i) **AXON ENTERPRISE (309,22\$; +13,76%)**, la empresa especializada en seguridad informática y defensa batió ampliamente expectativas en 4T 2023 con un BPA ajustado de \$1,12\$ (vs \$0,85 esperado), (ii) **CONSTELLATION ENERGY (170,83\$; +9,68%)** acumula una revalorización de +24,0% en dos sesiones tras mejorar las perspectivas de BNA ante El incremento en la demanda de energías limpias y (iii) **EBAY (47,89\$; +7,88%)**. La compañía de comercio electrónico batió expectativas con un BPA de \$1,07 en 4T 2023 (vs \$1,03 esperado), mejoró el *guidance* de resultados 2024 y anunció un plan de recompra de acciones por hasta 2.000 M\$.

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran: (i) **UNITEDHEALTH GROUP (498,28\$; -2,95%)**, la aseguradora especializada en salud cotizó a la baja ante los rumores de mercado sobre una posible investigación por parte del departamento de Justicia americano. Al parecer, el objetivo de la investigación es dilucidar si la compañía ejerce un abuso de poder que reduciría la competencia y (ii) **APPLIED MATERIALS (197,54\$; -2,62%)** el valor se vio afectado por el requerimiento de información por parte de la SEC sobre su negocio en China. Cabe recordar que el ejecutivo americano impuso límites a la exportación de tecnología a China.

**SALESFORCE** (Cierre: 299,8\$; Var. Día: +0,09%; Var. Año: +13,9%): **Resultados 4T'23 mejores de lo esperado y guías para 2024 mixtas. El valor recorta ligeramente -1,5% en el mercado fuera de hora.**- Cifras publicadas frente a consenso Bloomberg: Ventas 9.287M\$ (+11% a/a) vs 9.219M\$ esp y BPA 2,29\$/Acc vs 2,26\$/Acc esp. Por otro lado, la compañía presentó unas guías positivas para el 2024: Ingresos rango 37.700M\$-38.000M\$ (vs 38.600M\$ esp consenso), margen EBIT 32,5% (vs 31,7% esp consenso) y BPA rango 9,68\$/9,76\$ (vs 9,63\$ esp consenso). **OPINIÓN: A pesar de que las cifras trimestrales fueron buenas, la debilidad de las guías por la parte de ingresos** hizo que las acciones en el mercado fuera de hora recortaran ligeramente (-1,5%). En todo caso, estos resultados y las guías 2024 corroboran que Salesforce a futuro se seguirá viendo beneficiada de su posición de líder mundial en el segmento de CRM gracias al crecimiento en el segmento de la nube y el desarrollo de la IA. Esperamos que la compañía presente crecimientos medios de BNA por encima del +15% en los próximos 3 años. Salesforce se encuentra incluida en nuestra Cartera Modelo de Acciones de EE.UU. [Link a los resultados.](#)

**OKTA** (Cierre: 87,30\$; Var. Día: +0,45%; Var. 2024: -3,57%): **Sube +23% en el *aftermarket* la compañía de ciberseguridad tras publicar unos buenos resultados 4T de su año fiscal 2024 (noviembre/enero) y mejorar las guías.** Principales cifras frente al consenso (Bloomberg): Ingresos 605M\$ (+19% a/a) vs 587M\$ esp. (y 585M\$/587M\$ *guidance*), EBITDA 137M\$ (+90% a/a) vs 116M\$ esp., BNA 113M\$ (+117% a/a) vs 91M\$ esp. y BPA 0,63\$ vs 0,51\$ esp. (y 0,50\$/0,51\$ *guidance*). En el conjunto del año las cifras son las siguientes (vs consenso Bloomberg): Ingresos 2.263M\$ (+22% a/a) vs 2.245M\$ esp. (y 2.243M\$/2.245M\$ *guidance*), EBITDA 394M\$ (+280% a/a) vs 332M\$ esp., BNA 286M\$ vs -7M\$ 2023 y 264M\$ esp. y BPA 1,60\$ vs 1,49\$ esp. (y 1,47/1,48\$ *guidance*). En el 1T 2025 espera unos Ingresos en el rango 603M\$/605M\$ (vs 585M\$ esperado por el consenso) y un BPA en el rango 0,54\$/0,55\$ (vs 0,42\$ esp.). Además, para el conjunto del año 2025 mejora las guías de Ingresos hasta el rango 2.495M\$/2.505M\$ (vs 2.460M\$/2.470M\$ anterior y 2.482M\$ esperado por el consenso) y espera un BPA en el rango 2,24/2,29\$ vs 1,98\$ esp. [Link a los resultados.](#) **OPINIÓN:** Okta es el líder en la seguridad de acceso e identificación con su plataforma de gestión centralizada de identidades y accesos en la nube. Las buenas cifras y guías dadas parecen restar presión sobre la compañía tras el incidente de ciberseguridad que sufrió en septiembre, en el que *hackers* robaron datos (principalmente nombres y *emails*) de todos los usuarios de su sistema de atención de cliente. Si bien es cierto que el 94% de dichos clientes ya contaban con una doble protección con el sistema de autenticación multifactor, es decir, con

contraseña y otro método de protección adicional (reconocimiento facial,...). La recuperación de la confianza de los clientes en Okta es clave para que la compañía mantenga un ritmo de crecimiento a futuro. En este sentido, durante el trimestre el número de clientes aumentó hasta los 18.950 vs 19.173 esp. (+1% t/t y +8% a/a) y las guías de 2025 logran batir expectativas: Ingresos 2.495M\$/2.505M\$ vs 2.482M\$ esp. y BPA 2,24/2,29\$ vs 1,98\$ esp. Okta forma parte de nuestra [Cartera Temática Buy&Hold: Ciberseguridad](#).

**AYER publicaron** (compañías más relevantes; BPA real vs esperado): SALESFORCE (2,29\$ vs 2,26\$) y HP (0,81\$ vs 0,81\$).

**HOY publican** (compañías más relevantes; hora de publicación; BPA esperado): BEST BUY (antes de la apertura; 2,51\$).

**RESULTADOS 4T 2023 del S&P 500:** Con 480 compañías publicadas el incremento medio del BPA es +7,9% vs +1,5% esperado (antes de la publicación de la primera compañía). El saldo cualitativo es el siguiente: baten expectativas el 80,7%, el 4,7% en línea y el restante 14,6% decepcionan. En el trimestre pasado (3T 2023) el BPA fue +4,5% vs -0,7% esperado inicialmente.

### 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](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](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

Todos nuestros informes disponibles en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>  
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>  
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Avda de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas (Madrid)  
Este informe terminó de redactarse el 29/02/2024 9:18