

Sector: Financiero

Precio Objetivo: 25,0 €
Recomendación: Neutral
 Analista: Elena Fernández-Traipiella

BME

Ralentización en la desaceleración de Ingresos y recuperación de márgenes

Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.032 M€
 Último: 24,30 €/acc.
 Nº Acciones(M.): 83.616 M acc.
 Min / Max (52 sem): 23,82€ / 30,20€
 Cód. Reuters / Bloomberg: BME.MC / BME SM

Ratios	2016	2017	2018	2019e	2020e
PER*	12,7 x	13,3 x	14,5 x	15,8 x	15,3 x
Rent. dividendo*	7,4%	7,3%	6,5%	6,3%	6,5%
BPA (€/acc)	1,92	1,83	1,68	1,54	1,59
DPA (€/acc)	1,80	1,78	1,57	1,54	1,57
DN/FFPP	-0,5x	-0,5x	0,0x	0,0x	0,0x
DN/EBITDA	-1,2x	-1,2x	0,0x	0,0x	0,0x
ROE	38%	36%	35%	38%	38%

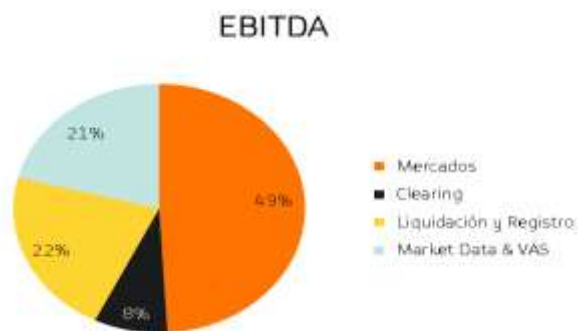
* Con última cotización

Principales cifras*	2018	2019e	2020e	TAMI
Ingresos	320	303	288	-3%
EBITDA	210	190	174	-5%
Margen EBITDA	65,6%	62,8%	60,5%	61,0%
EBIT	202	182	166	-5%
Margen EBIT	63,1%	60,2%	57,7%	58,2%
BNA	153	140	129	-5%
% incremento BNA	-4,4%	-8,5%	-8,3%	3,2%

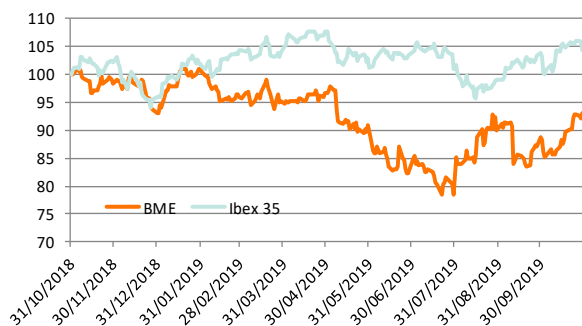
* Cifras en millones de euros

*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Distribución de los Ingresos por segmentos



Evolución BME vs Ibex 35



BME gestiona un negocio rentable y generador de caja pero que muestra agotamiento por la creciente regulación y la competencia de plataformas de contratación alternativas, que han llevado a 19 trimestres consecutivos de descensos de ingresos (t/t). Con todo, **los resultados del 3T19 muestran una clara ralentización en la desaceleración de ingresos y mejora de márgenes.** Los motivos son (i) una recuperación en los volúmenes de contratación, (ii) una mayor proporción de ingresos no ligados a volúmenes y (iii) una reducción de costes una vez desaparecidos los gastos no recurrentes de 2018 ligados a la reestructuración del grupo. El volumen de contratación de Renta Variable en las bolsas españolas disminuyó -11,8% en 3T19 frente a -26,1% en 1S19. El nuevo Plan Estratégico enfocado a implementar iniciativas de crecimiento, orgánicas e inorgánicas, busca potenciar los ingresos no relacionados con volúmenes de contratación. Tardará en reflejarse en la Cuenta de Resultados pero ya permiten una mayor cobertura de gastos (128% vs 124% en 3T18). En 2018, el 53% de los ingresos estaba directamente ligado con volúmenes de contratación.

Una valoración con descuento vs sus comparables europeos y una elevada rentabilidad por dividendo (6,5%) se justifican por un perfil de crecimiento del negocio a la baja y la amenaza del impuesto sobre transacciones financieras que estimamos tendría un impacto permanente en el BNA de -6%/-9%. Tras un recorte de -11,8% del dividendo 2018, en línea con el BNA, y con un payout del 96% el dividendo tiene es caso margen de mejora.

Sin cambios significativos en nuestras estimaciones, mantenemos la recomendación de Neutral y un P. Objetivo de 25,0€.

Los resultados 3T19 frenan la senda de desaceleración del crecimiento de ingresos y erosión de márgenes.

Los ingresos disminuyen -2,4% hasta 70,1 M€, frente a caídas de -9,3% en 1T19 y -6,4% en 2T19. Los **costes operativos descienden -5,8%** hasta 28,1 M€. El margen EBITDA mejora desde 58,4% en 3T18 hasta 59,9% en 3T19 con un importe de 42,0 M€(+0,0. El **BNA disminuye -1,8%** hasta 29,9 M€.

Estos resultados reflejan la recuperación en los volúmenes de contratación en el trimestre. El volumen negociado en Renta Variable, que representa el 40% de los ingresos, descendió -11,8% en el 3T19 (frente a -26,1% en el 1S19). A pesar de que los volúmenes de contratación en Renta Fija y Derivados siguen aumentando con fuerza en el trimestre (+99% y +87% respectivamente), la reducción de tarifas para mantener la cuota de mercado ha resultado en desempeños moderados de los Ingresos de estas áreas de -9,3% y +9,2%.

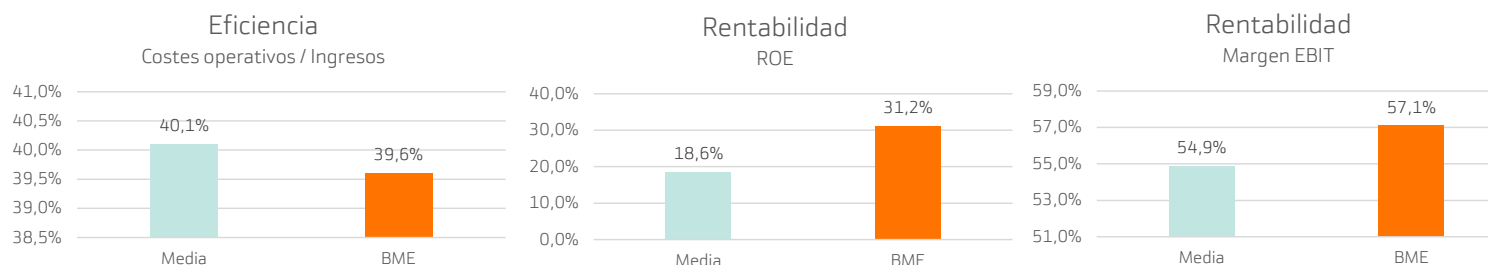
La volatilidad se mantiene en niveles históricamente bajos. **Las iniciativas contempladas en el Plan Estratégico tardarán en plasmarse en la cuenta de resultados del grupo aunque los costes extraordinarios por recorte de plantilla desaparecen y permiten una recuperación de márgenes.**

Un riesgo adicional a los volúmenes de contratación es la **posible implementación del impuesto sobre transacciones financieras** que está sujeto al resultado de las próximas Elecciones Generales. Antecedentes en países de nuestro entorno han ocasionado caídas de volúmenes del 10%/15% cuando han aplicado tasas similares. El 73% del volumen negociado en las bolsas españolas se concentra en los valores de alta capitalización que se verían afectados por el impuesto.

En octubre 2018, BME presentó un **nuevo Plan Estratégico** que busca relanzar el crecimiento de los ingresos, que mantienen una tendencia decreciente desde 2015 en un entorno de volúmenes de contratación decrecientes y competencia de plataformas alternativas de contratación. **El objetivo es obtener un crecimiento de ingresos medio del +4% en los próximos tres años, a través de crecimiento orgánico e inorgánico, mientras se mantiene una estricta disciplina de costes.** El crecimiento de ingresos se basará en (i) reforzar el negocio actual, (ii) aportar nuevos servicios a los clientes existentes, (iii) captar nuevos clientes con nuevos servicios y (iv) buscar la diversificación internacional mediante la provisión de servicios a entidades extranjeras. BME perseguirá oportunidades de crecimiento inorgánico de una manera prudente y focalizada en áreas como servicios de valores y de pago, ejecución, distribución y administración de valores. Las potenciales adquisiciones no comprometerán la política de mantenimiento del actual importe de dividendos, pero en términos de endeudamiento está dispuesta a alcanzar un nivel de DN/EBITDA de 1,5x-2,5x desde la posición de caja neta actual.

En octubre 2018 el Gobierno aprobó el **Impuesto sobre las Transacciones Financieras**, que gravará con un 0,2% las operaciones de compra de acciones españolas ejecutadas por operadores del sector financiero. Solamente se verán gravadas las compraventas de acciones de empresas cotizadas con capitalización bursátil > 1.000 M€, afectando, por tanto, a 19 compañías del Ibex 35 que concentran el 73% del volumen de contratación de acciones en España. Este nuevo impuesto, que fue incluido en la ley Presupuestaria que no prosperó, está supeditado al resultado de las próximas Elecciones Generales. Si repite el actual Gobierno, la validez de aplicación de esta tasa es alta. Este impuesto, que fue introducido en Francia en 2012, tuvo un impacto en los volúmenes de cotización de los valores afectados (Compra-venta de acciones, operaciones de alta frecuencia que se hacen mediante programas informáticos y operaciones intradía) en Euronext del -10%/-15%. Un impacto similar en España, **estimamos que tendría un impacto permanente de -4,5%/-6,8% en los ingresos y de -6,2%/-9,2% en el BNA de BME.**

Aunque BME destaca entre sus homólogos europeos en términos de solvencia, eficiencia y rentabilidad, el diferencial a favor de BME se ha ido estrechando en los últimos años. En el 9M9 BME sigue recortando el diferencial (a peor) con sus comparables. En este periodo, el ratio de eficiencia Costes Operativos /Ingresos aumenta hasta 39,6% (vs 38,7% en 9M18), el Margen EBIT se reduce hasta 57,1% (vs 58,7% en 9M18) y el ROE cae hasta el 31,2% (vs 35,6% en 2018).



Aunque **BME ofrece una valoración atractiva con perspectiva histórica y vs sus comparables** (PER 19 de 16,5x vs media de 19,4x), **creemos que el descuento está justificado** por (i) el menor perfil de crecimiento de BME, (ii) el deterioro de rentabilidad y eficiencia de BME vs la mejora en sus homólogos, (iii) el riesgo de la aplicación de la Tasa sobre Transacciones Europeas. Aunque creemos que la pérdida de cuota de mercado frente a otras plataformas será ya escasa, éstas indudablemente ejercen presión sobre BME que se ha visto obligada en 2019 a recortar tasas para atraer volumen (reducción del canon a los valores de renta variable más líquidos de 0,30 a 0,25 pb y rebaja del 50% de las tarifas para emisiones de renta fija).

La rentabilidad por dividendo es atractiva (6,5%), pero con un payout del 96% en 2018, el dividendo, en el mejor de los casos, se mantendrá estable en los próximos años. En su reciente Plan Estratégico, BME no indica ningún objetivo concreto aunque sí apunta a que se intentará mantener el dividendo en términos monetarios. **Los resultados del 3T19 ponen en riesgo los objetivos del Plan Estratégico y el mantenimiento del dividendo, que ya fue recortado -11,8% en 2018 en línea con la caída del BNA.** Revisamos ligeramente al alza nuestras previsiones para 2019 (BNA desde 126,5 M€ hasta 128,7 M€) por un mayor recorte de costes de lo esperado y una menor tasa fiscal.

	Precio	Cap. Bursátil	PER			Rent. Div.	Eficiencia ¹	ROE ¹	Mg. EBIT ¹
			2018	2019	2020				
Deutsche Börse	139,05	26.420	23,9	22,1	102,4	2,1%	43,2%	18,5%	56,4%
Euronext	72,2	5.054	19,2	17,2	75,3	2,5%	41,6%	30,2%	57,6%
LSE (M £)	6968	24.370	35,9	31,9	20,6	1,0%	42,7%	13,5%	50,6%
Media			26,3	23,7	66,1	1,9%	42,5%	20,7%	54,9%
BME	24,96	2.087	14,5	15,8	15,3	6,5%	39,6%	31,2%	57,1%

Fuente: Bloomberg, Deutsche Börse, Euronext, London Stock Exchange

¹Datos a 30 septiembre, 2019

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

M€	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	TAMI'18-21
Ingresos	308	342	348	324	320	303	288	293	302	-1%
EBITDA	209	239	245	216	210	190	174	179	184	-3%
Margen EBITDA	67,8%	69,8%	70,4%	66,8%	65,6%	62,8%	60,5%	61,0%	61,0%	
EBIT	201	233	239	208	202	182	166	171	176	-3%
Margen EBIT	65,4%	67,9%	68,5%	64,4%	63,1%	60,2%	57,7%	58,2%	58,2%	
BAI	204	235	240	211	203	185	169	175	180	-3%
BNA	143	165	173	160	153	140	129	133	135	-3%
Tasa de variación interanual		15,2%	5,2%	-7,6%	-4,4%	-8,5%	-8,3%	3,2%	1,6%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e
Activo No Corriente	164	166	171	176	174	179	175	177	178
Activo Circulante	38.740	33.783	31.101	22.906	22.509	14.232	13.484	13.751	14.161
Total Activo	38.904	33.949	31.272	23.081	22.683	14.410	13.659	13.928	14.338
FFPP	392	419	433	424	430	400	341	345	347
Pasivo no corriente	18	18	19	20	20	40	40	40	41
Deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivo Corriente	38.494	33.511	30.820	22.637	22.233	13.970	13.280	13.544	13.950
Total Pasivo	38.904	33.949	31.272	23.081	22.683	14.410	13.661	13.929	14.338