

Sector: Financiero

**Ingresos y Márgenes decrecientes.  
Riesgo de la Tasa sobre Transacciones Financieras**

**Datos Básicos (mercado)**

Capitalización (M €): 2.080 M€  
 Ultimo: 24,88 €/acc.  
 N° Acciones(M.): 83.616 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 23,82€ / 30,20€  
 Cód. Reuters / Bloomberg: BME.MC / BME.SM

Ratios	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e
PER*	13,0 x	13,6 x	15,3 x	16,5 x	15,8 x
Rent. dividendo*	7,2%	7,2%	6,3%	6,1%	6,3%
BPA (€/acc)	1,92	1,83	1,63	1,51	1,57
DPA (€/acc)	1,80	1,78	1,57	1,51	1,57
DN/FFPP	-0,5x	-0,5x	0,0x	-0,4x	0,0x
DN/EBITDA	-1,2x	-1,2x	0,0x	-1,1x	0,0x
ROE	38%	36%	34%	37%	38%

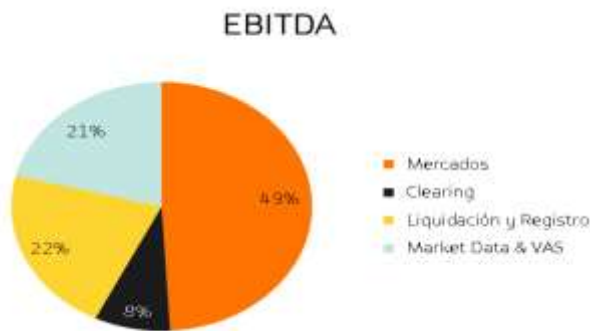
\* Con última cotización

Principales cifras*	2017r	2018r	2019e	2020e	TAMI
Ingresos	320	304	289	295	-3%
EBITDA	210	186	173	180	-5%
Margen EBITDA	65,6%	61,2%	60,0%	61,0%	
EBIT	202	177	165	172	-5%
Margen EBIT	63,1%	58,3%	57,2%	58,2%	
BNA	153	136	126	132	-5%
% incremento BNA	-4%	-11%	-7%	4%	

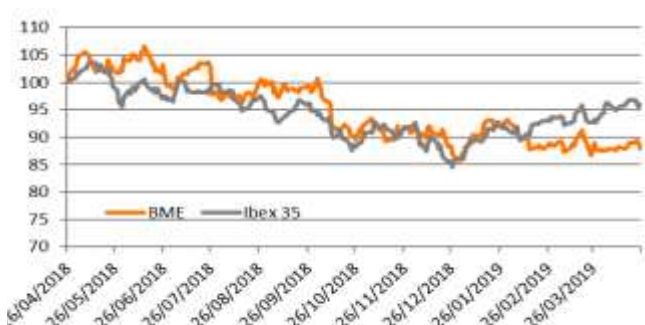
\* Cifras en millones de euros

\*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

**Distribución de las ventas por segmentos**



**Evolución Indíx vs. Ibex**



**BME**

Precio Objetivo: 25,0 €  
 Recomendación: Neutral

*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 17 trimestres consecutivos de descensos de ingresos (t/t). Los resultados del 1T19 mantienen la senda de caída de ingresos y erosión de márgenes. Tras caer -9,8% en 2018, los volúmenes de contratación de Renta Variable en las bolsas españolas disminuyeron -26,1% en 1T19. El nuevo Plan Estratégico enfocado a implementar iniciativas de crecimiento, orgánicas e inorgánicas, busca potenciar los ingresos no relacionados con volúmenes de contratación pero tardará en reflejarse en la Cuenta de Resultados. En 2018, el 53% de los ingresos estaba directamente ligado con volúmenes de contratación.*

*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.*

*Una valoración con descuento vs sus comparables europeos y una elevada rentabilidad por dividendo (6,1%) 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 escaso margen de mejora.*

BME gestiona un negocio rentable y generador de caja pero que enfrenta importantes retos que han resultado en 17 trimestres consecutivos de descenso de ingresos y márgenes decrecientes.

El negocio se estructura en **4 segmentos** que se asientan en una tecnología de desarrollo propio: (i) Mercados: BME es la principal plataforma de contratación de renta variable, renta fija y derivados en España. (ii) Clearing: Principal contrapartida para valores, derivados, repos y swaps. (iii) Liquidación y Registro. (iv) Información de Mercados & Servicios de Valor Añadido: Proveedor de datos sobre los mercados financieros españoles y de soluciones tecnológicas.

Los **resultados 1T19** han mantenido la senda de desaceleración del crecimiento de ingresos y erosión de márgenes. Tras descensos de -4,9% en Ingresos, -11,3% en EBITDA y -11,1% en el BNA en 2018, los descensos se mantienen en 1T19. **Los ingresos cayeron -9,3%** hasta 71,5 M€, mientras que los costes operativos aumentaron +0,6% hasta 28,5 M€. El margen EBITDA se deterioró desde 64,1% en 1T18 hasta 60,1% en 1T19 con un importe de 43,0 M€ (-14,9%). **El BNA disminuyó -16,5%** hasta 31,6 M€.

Estos resultados reflejan el descenso de volúmenes de contratación de Renta Variable de **-26,1% en el primer trimestre**, área que representó el 44,0% del EBITDA en 1T19. A pesar de que los volúmenes de contratación en Renta Fija y Derivados sí han aumentado, la reducción de tarifas para mantener la cuota de mercado ha resultado en caídas de los Ingresos de estas áreas de -4,7% y -5,3% (1,9% y 2,0% del EBITDA respectivamente). 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 desaparecerán.

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 DFN/EBITDA de 1,5x-2,5x desde la posición de caja neta actual.

**Equipo de Análisis de Bankinter:** Elena Fernández-Traipiella Janssen (analista principal de este informe)  
 Ramón Forcada Juan Tuesta Rafael Alonso Aránzazu Cortina Ana de Castro Luis Piñas  
 Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support) Pilar Aranda

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

**Por favor, consulte importantes advertencias legales en:**

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

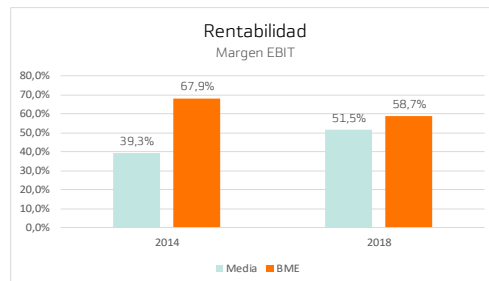
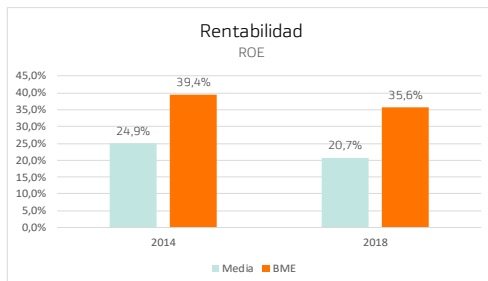
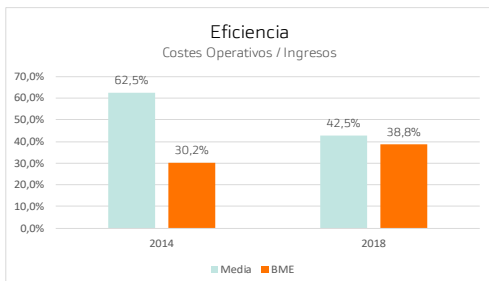
\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Avenida de Bruselas, 14  
 28108 Alcobendas (Madrid)

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 probabilidad 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 1T19 BME sigue recortando el diferencial (a peor) con sus comparables.** En este periodo, el ratio de eficiencia Costes Operativos /Ingresos aumenta hasta 39,9% (vs 38,8% en 2018), el Margen EBIT se reduce hasta 56,9% (vs 58,7% en 2018) y el ROE cae hasta el 30,8% (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 (6,1%), 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 1T19 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 a la baja nuestras previsiones para 2019 (BNA desde 136 Me hasta 126,5 M€).

	Precio	Cap. Bursátil	PER			Rent. Div.	Eficiencia <sup>1</sup>	ROE <sup>1</sup>	Mg. EBIT <sup>1</sup>
			2018	2019	2020				
Deutsche Börse	117,65	22.354	20,4	18,5	79,5	2,5%	43,2%	18,5%	50,0%
Euronext	60,3	4.221	17,2	16,0	75,0	2,8%	41,6%	30,2%	54,0%
LSE (M £)	5070	17.723	27,3	23,6	21,9	1,4%	42,7%	13,5%	50,3%
Media			21,6	19,4	58,8	2,2%	42,5%	20,7%	51,5%
<b>BME</b>	<b>24,88</b>	<b>2.080</b>	<b>15,3</b>	<b>16,5</b>	<b>15,8</b>	<b>6,3%</b>	<b>38,8%</b>	<b>35,6%</b>	<b>58,3%</b>

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

<sup>1</sup>Datos a 31 diciembre, 2018

### Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

M€	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	TAMI <sup>18-21</sup>
Ingresos	308	342	348	324	320	304	289	295	304	-1%
EBITDA	209	239	245	216	210	186	173	180	185	-3%
Margen EBITDA	67,8%	69,8%	70,4%	66,8%	65,6%	61,2%	60,0%	61,0%	61,0%	
EBIT	201	233	239	208	202	177	165	172	177	-3%
Margen EBIT	65,4%	67,9%	68,5%	64,4%	63,1%	58,3%	57,2%	58,2%	58,2%	
BAI	204	235	240	211	203	180	169	175	181	-3%
BNA	143	165	173	160	153	136	126	132	135	-3%
Tasa de variación interanual		15,2%	5,2%	-7,6%	-4,4%	-11,1%	-7,2%	4,0%	3,0%	

\*: 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	176	178
Activo Circulante	38.740	33.783	31.101	22.906	22.509	14.232	13.484	13.751	14.161
<b>Total Activo</b>	<b>38.904</b>	<b>33.949</b>	<b>31.272</b>	<b>23.081</b>	<b>22.683</b>	<b>14.410</b>	<b>13.659</b>	<b>13.927</b>	<b>14.338</b>
FFPP	392	419	433	424	430	400	339	344	348
Pasivo no corriente	18	18	19	20	20	40	40	40	40
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
<b>Total Pasivo</b>	<b>38.904</b>	<b>33.949</b>	<b>31.272</b>	<b>23.081</b>	<b>22.683</b>	<b>14.410</b>	<b>13.659</b>	<b>13.927</b>	<b>14.338</b>

Bankinter Análisis: **Elena Fdez-Trapiella Janssen (analista principal de este informe)**

Ramón Forcada Juan Tuesta Rafael Alonso Aránzazu Cortina Pilar Aranda Ana de Castro  
Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support) Pilar Aranda Luis Piñas

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

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

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

Avenida de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas (Madrid)