



# Listas de Valores Preferidos Mayo 2024

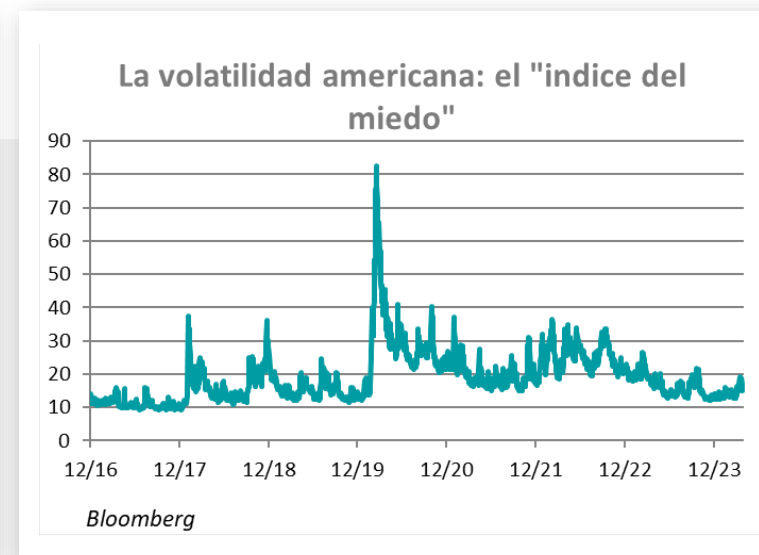
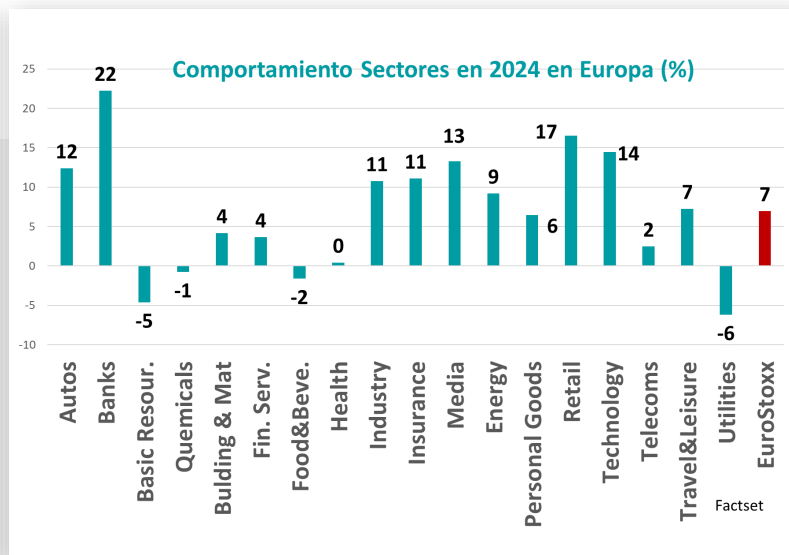
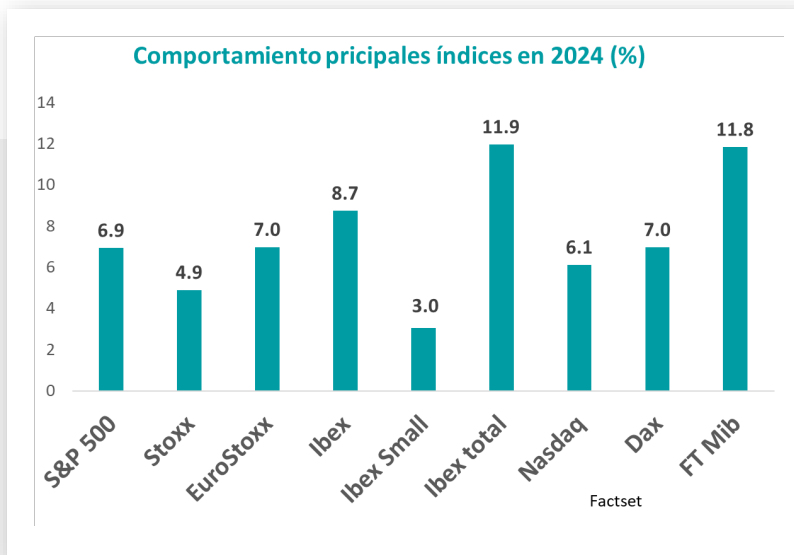


GVC Gaesco

## LAS BOLSAS MANTIENEN SU TENDENCIA ALCISTA Y SU BAJA VOLATILIDAD

Las revalorizaciones de los índices se colocan alrededor del 7% de media tanto en Europa como en EEUU, despuntando las bolsas de los países periféricos como España e Italia (+12% incluyendo dividendos), que, por su peso de sectores financieros, están respondiendo bien al cambio de percepción sobre un retraso de bajada en los tipos de interés. Actualmente el P/E de beneficios estimados para 2025 en España y Europa se sitúan en 10,6x y 12,6x, niveles que están significativamente por debajo de la media en el caso español y en la media en el caso europeo. Es destacable, que se incrementa la importante prima del mercado americano que cotiza a 18.5x frente a la media de largo plazo de 16x y frente a los bajos niveles que hemos mencionado para Europa.

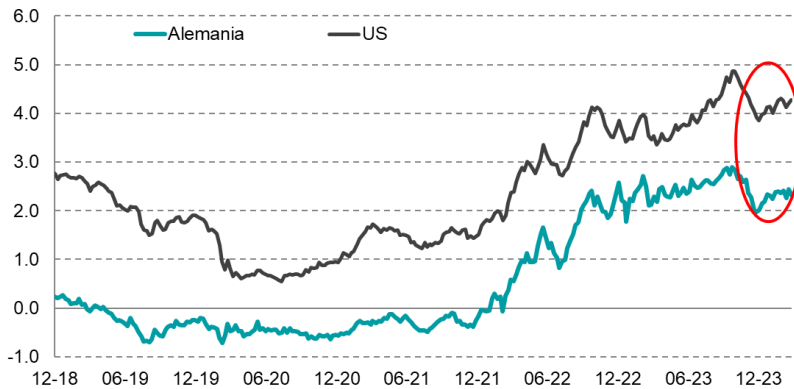
La rentabilidad actual ya supera lo que esperábamos para todo el año. Es cierto que las subidas están respaldadas en todos los mercados, por una mejora en la perspectiva de resultados y que estas estimaciones de beneficios han subido menos que los precios de las acciones, pero sin embargo los multiplicadores del mercado siguen siendo atractivos en España y Europa y esto podría llevar a que cualquier toma de beneficios antes de cierre del año, se podría utilizar para incrementar posiciones por parte de los inversores.



## ¿SEGUIMOS ESPERANDO LA BAJADA DE TIPOS?

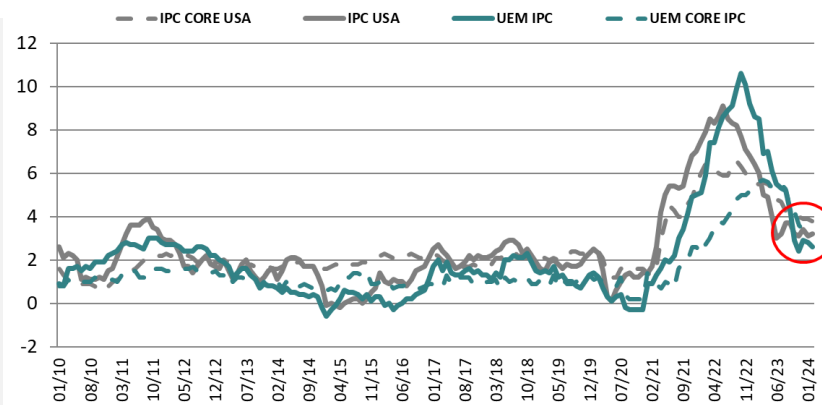
- ▶ **Inflación resistente con buen crecimiento.** Los últimos datos de EEUU en deflactor (subió de 2,5% a 2,7%) y crecimiento del PIB (1,6% en el 1T24 frente al anterior de 3,4%), tensionaron los mercados, ya que se vislumbró una mayor resistencia a la bajada de la inflación y al mismo tiempo algunas debilidades en la economía, aunque lo cierto es que empleo y consumo se mantienen fuertes. En Europa, el IPC de marzo se mantuvo en 2,4% y la subyacente en 2,9%.
- ▶ **La reacción de los bonos es tímida.** En todo caso antes estos datos, las rentabilidades de los bonos de gobierno a 10<sup>a</sup>, se mantienen relativamente estables. En EEUU parece que el treasury ha encontrado una referencia sólida en el entorno de 4,6% y el alemán en el 2,5%, mostrando que las idas y venidas de los datos no modifican la percepción del largo plazo de que los tipos de equilibrio de los bancos centrales estarán más abajo pero no tanto como se llegó a descontar al final de 2023.
- ▶ **En cuanto a la cadena de valor, a pesar de las tensiones geopolíticas, se ha regresado a los niveles pre pandemia.** Aunque la respuesta de Israel al ataque de Hamás supuso al principio una reducción del flujo de mercancías a través del canal de Suez y del Mar Rojo, parece que después de meses, dicha interrupción existe, pero no es total. Aun así, pensamos que se mantiene una cierta prima geopolítica en el precio del petróleo que cuantificamos en 10-20 USD/barril.
- ▶ **Bajadas de tipos más tarde y menores:** hace dos meses, se esperaba que el primer recorte se produciría en junio y se realizarían 4 bajadas de tipos en el ejercicio, tanto por parte de la FED como del ECB. A día de hoy, esas expectativas se han retrasado para la Fed hasta septiembre y a la mitad en cuantía. En lo referente al BCE, la reunión del 6 de junio parece que se culminará con una bajada de 25 pb, en una señal a la debilidad que muestra la economía europea, pero aún hay un fuerte debate interno sobre si ese movimiento será aislado o el inicio de un proceso. Nosotros pensamos que la respuesta a esa pregunta vendrá de la mano de los datos macro que veamos durante mayo y junio, y aún es pronto para apostar por uno u otro escenario.

Yield 10 años



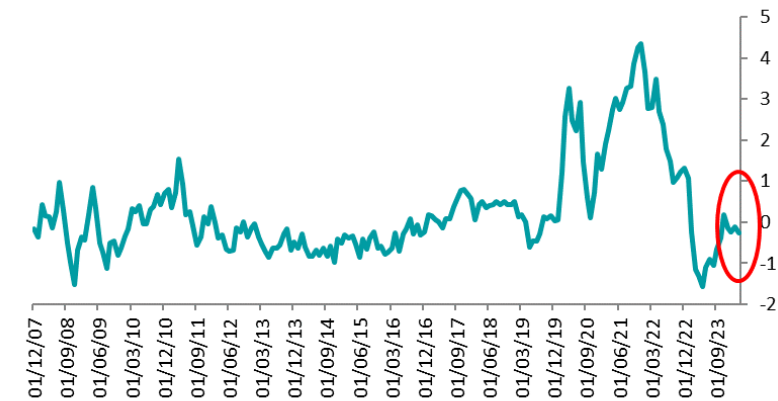
Bloomberg. GVC Gaesco Valores

Inflación: el lento camino a la normalización



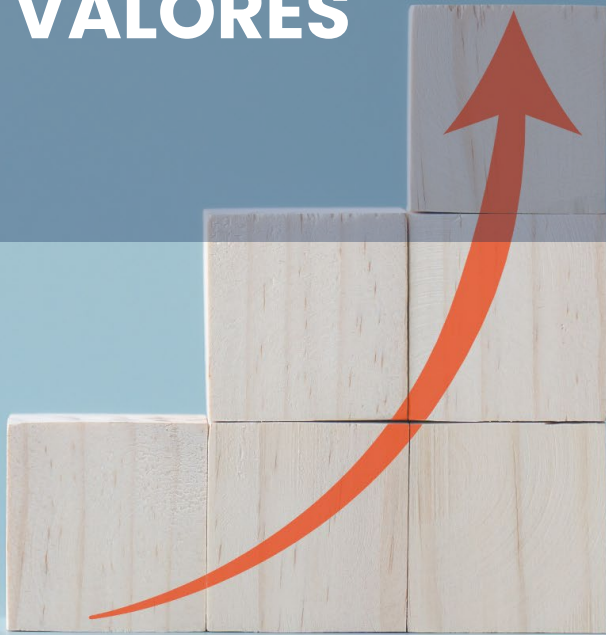
Bloomberg and GVC Gaesco Valores

Indice de tensiones en las cadenas de suministro\*



Bloomberg \* New York Federal Reserve

# CAMBIOS EN NUESTRA SELECCIÓN DE VALORES



- Hasta el día de cierre de este informe, al comienzo de mayo, se sigue retrasando la esperada bajada de tipos. No es lo mismo que los tipos no bajen por resistencia de la inflación o por mayor dinamismo macro. Por el momento nuestra opinión está más por el segundo escenario, lo que justificaría el avance de las bolsas a pesar de la “no” bajada de tipos.
- En España hemos excluido de la lista de valores a Cash y a Solaria por ahora. En el primer caso el valor ha repuntado un 24% desde los mínimos de febrero.
- En el caso de Solaria, aunque vemos excesivamente penalizado el valor por la situación extrema que viven los precios eléctricos en España, hemos preferido reducir el peso en el sector y dejar Acciona Energía. Su mayor diversificación geográfica y el elevado peso de la energía eólica le hacen menos vulnerable a la presión sobre los precios solares. Queremos ver cuál es el impacto de esta situación en los resultados de los primeros meses y cuáles son las medidas concretas que la

compañía puede ejecutar para paliar dicha presión en precios. En todo caso pensamos que el hueco que hay entre la oferta y la demanda eléctrica en 2024 se irá normalizando a partir de mediados de 2025, con lo que el impacto en resultados solo es en 1-2 años sobre un total de la vida útil de los activos de entre 25 y 30 años. La salida de la lista de valores debe enmarcarse en el plazo objetivo de esta lista de entre dos y 6 meses.

- En la lista de Europa incluimos Dassault Systems, Rubis y Bureau Veritas y excluimos Vivendi, Jeronimo Martins, Air Liquide, Piaggio y Essilor, para incluir valores relacionados con la tecnología y también en las empresas energéticas, que estando en la parte tradicional del mundo energético, están generando mucha caja y dedicándola por igual a remunerar al accionista y a realizar avances en la sostenibilidad.

# Lista de valores preferidos en ESPAÑA



## Selección de valores España

Compañía	Valor	Última	Up Side	Capitaliz. (mEUR)	P/E		EV/Ebitda		Rent Div		P/VC		Deuda Neta/ Ebitda	
	Teórico €	Cotización €			24	25	24 *	25 *	24 (%)	25 (%)	24	25	24	25
ACCIONA ENERGIA	30.0	18.9	58%	6,236	14.0X	13.8X	7.1X	6.8X	2.2	2.2	1.0X	0.9X	3.0X	2.8X
ACERINOX	16.0	10.03	60%	2,501	8.4X	6.9X	3.9X	3.2X	6.2	6.2	0.9X	0.8X	0.5X	0.2X
BANCO SANTANDER	5.5	4.78	16%	77,352	6.7X	6.3X	1.0X	0.9X	3.9	4.1	0.8X	0.7X		
CELLNEX TELECOM	50.0	31.06	61%	21,943	nm	nm	12.7X	11.9X	0.2	0.2	1.6X	1.6X	5.8X	5.5X
ELECNOR	28.5	20.80	37%	1,810	14.9X	15.0X	3.8X	3.4X	2.3	2.4	0.9X	0.9X	-4.8X	-4.9X
ENAGAS	19.0	13.81	38%	3,618	13.2X	14.7X	9.3X	9.6X	7.2	7.2	1.3X	1.3X	4.4X	4.5X
LOGISTA	32.2	25.44	27%	3,377	12.1X	11.9X	6.7X	6.0X	7.6	7.8	5.6X	5.3X	0.4X	-0.2X
MERLIN PROPERTIES	12.2	10.34	18%	4,857	16.6X	15.8X			4.3	4.6				
SACYR	3.6	3.38	5%	2,353	18.7X	13.7X	7.7X	7.6X	4.5	4.6	3.1X	2.6X	5.4X	5.3X
<b>IBERDROLA</b>	<b>14.0</b>	<b>11.5</b>	<b>21%</b>	<b>74,061</b>	<b>13.7X</b>	<b>13.1X</b>	<b>8.1X</b>	<b>8.0X</b>	<b>4.8</b>	<b>4.9</b>	<b>1.3X</b>	<b>1.3X</b>	<b>3.0X</b>	<b>3.1X</b>
TELEFONICA	5.0	4.12	21%	23,782	16.4X	16.4X	4.4X	4.3X	7.3	7.3	1.1X	1.0X	1.8X	1.8X
CAF	42.0	31.65	33%	1,085	10.0X	7.7X	4.2X	3.7X	5.1	6.6	1.2X	1.1X	1.2X	1.2X
EBRO FOODS	21.0	15.86	32%	2,440	12.5X	11.8X	7.0X	6.4X	4.2	4.2	1.0X	1.0X	1.4X	1.0X
ATRYX HEALTH	7.1	2.88	148%	219	nm	40.0X	7.8X	7.0X	0.0	0.0	0.8X	0.8X	3.8X	2.9X
CIE AUTOMOTIVE	35.0	26.15	34%	3,133	8.9X	7.8X	6.0X	5.3X	4.0	0.4	2.0X	1.7X	1.2X	0.8X
CATALANA OCCIDENTE	45.0	35.60	26%	4,272	7.3X	7.0X	0.9X	0.8X	3.3	3.5	0.8X	0.7X		

ESN - GVC Gaesco Valores \* En financieras es P/NAV

Precios y datos a fecha: 28/4/24



- **Mejoramos nuestras estimaciones:** Recientemente hemos revisado al alza un 18% la previsión de beneficio neto y un 3% la de Ebitda para 2024. También hemos subido la valoración un 7% en base a menor deuda estimada y el mencionado mayor Ebitda.
- **Fuerte inicio del ejercicio...:** La presentación de los resultados del 1T24, mostró que, incluso excluyendo los impactos extraordinarios, el crecimiento de la empresa sigue siendo muy atractivo para lo que se podría esperar de una eléctrica y que, gracias al aumento de las inversiones, puede ser sostenible en varios años. Todos los negocios muestran crecimiento en el trimestre. El beneficio y Ebitda recurrentes excluyen los extras provenientes de la desinversión en México en 2024 (1.165 mEUR y 1.717 mEUR respectivamente) y en 2023 la recuperación de desvío tarifario en UK (238 mEUR y 311 mEUR en neto y Ebitda respectivamente). Aún así, el Ebitda recurrente crece un 10% y el beneficio recurrente aumenta un 28% (86% reportado).
- **...y buenas perspectivas:** Estimamos que en 2024 el Ebitda y Beneficio neto recurrente de la empresa puede crecer un 10% y un 9% respectivamente y que la tacc 2030-2023 puede situarse entre 5% y 7%.
- **La transición energética permite altas inversiones:** La base de estos crecimientos son la maduración progresiva de las fuertes inversiones que la empresa ejecuta en redes y renovables desde hace varios años. Para el periodo 2024-26, la media estimada de inversión anual es de 12.000 mEUR. En 1T24 la inversión de caja se acerca a 3.000 mEUR.
- **Una regulación que en la mayoría de los países es atractiva:** Las revisiones de los marcos regulatorios en UK, Brasil y US y la excelente situación de producción renovable en España (incluyendo reservas hidráulicas en máximos), en combinación con el modelo integrado (generación-clientes) también han empujado las cifras.
- **Una activa política de alianzas que reduce la carga inversora y amplía su potencia:** Iberdrola ha anunciado la ampliación del acuerdo con Norges en 644MW solares adicionales a los que ya había pactado, con lo que el acuerdo total llega a 2.500 MW, que representarán una inversión de 2.000 mEUR. El acuerdo comenzó en junio de 2023 con 1.300MW y se ha ido ampliando hasta la cantidad mencionada de 2.500 MW. Iberdrola fue pionera en la estrategia de coinversión en renovables, a la que se han unido la mayoría de las empresas del sector. Desde 2022, la empresa ha cerrado acuerdos de coinversión, además de con Norges, con Masdar (off-shore en UK), GIC (redes en Brasil), BP (puntos de carga en Iberia), EIP (off-shore en USA), Mapfre (600 MW en una JV) y además ha vendido 8.400MW de ciclos combinados en México por 5.500 mEUR. Con estas operaciones ha cumplido sus objetivos de rotación de activos.
- **Mantenemos una visión positiva del valor:** Iberdrola es la opción "segura" del sector a medio plazo. Las ventajas que tiene frente a otros comparables del sector son: a) integración vertical, con una generación propia y clientes propios que limitan los efectos de la volatilidad de precios, b) diversificación en varios países como RU, EEUU, Brasil, España, con rating de deuda elevado y con regulaciones atractivas (excepto en el caso de España, donde la situación podría mejorar), c) Posicionamiento en los dos sectores que más crecimiento están teniendo con la transición energética: renovables y redes energéticas, d) una importante red de alianzas que le permiten de forma simultánea ampliar el número de proyectos a los que acude y mantener la estructura financiera en niveles cómodos y e) una rentabilidad atractiva segura y creciente para los accionistas a través de la política de dividendos, que además se puede percibir en acciones.



- **Reiteramos** nuestra **apuesta** por Telefónica tras un **buen performance** en los últimos meses empujado por tres factores principalmente.
- En primer lugar, a nivel **macro** continuamos viendo cada vez más voces a nivel europeo que siguen abogando por empujar la consolidación europea en el sector para ganar tamaño y competitividad frente a los rivales americanos y asiáticos. Esperamos que tras las **elecciones europeas** de mayo se produzca un cambio de la Comisaria de Competencia por una figura algo más restrictiva en este ámbito que permita **acelerar** el proceso a nivel europeo.
- En segundo lugar, la **situación de la compañía** continúa siendo positiva. Telefónica presentará resultados el próximo **día 9 de mayo**, los cuales esperamos que mantengan las buenas dinámicas observadas en los últimos trimestres y que la compañía continúe mostrando signos de generación de caja robusta. La compañía ha anunciado que ha finalizado el proceso de OPA de exclusión en **Alemania** y en las próximas semanas se producirá la exclusión final de cotización de la filial, lo que repercutirá en ciertos ahorros de costes.
- Por último, la cotización sigue estando empujada por la **fuerza compradora de la SEPI**, que ya ha alcanzado el 6% del capital y prevé alcanzar próximamente el 10%. Este hecho puntual está empujando la cotización y pensamos que hay que aprovecharlo estando dentro del valor.
- Todos estos hechos muestran fuertes **vientos de cola** a todos los niveles para la compañía que, no obstante, se enfrente también a importantes **desafíos** en los próximos meses y trimestres.
- El primer desafío importante se encuentra en **Alemania**, con la pérdida del **contrato mayorista** en Alemania con 1&1, que se producirá a mediados de 2025. La compañía está trabajando en paliar este efecto con nuevos contratos mayoristas con otros operadores, pero por el momento no se ha anunciado ninguno. Este hecho podría suponer un drenaje de caja significativo para la filial y el grupo.
- En segundo lugar, tras la fusión de Orange y Más Móvil en España, uno de los remedios impuestos por la Comisión Europea para su aprobación fue la cesión de espectro a **Digi**, lo que supondría una reducción del uso de la red de Telefónica a partir de finales de 2025. Pensamos que este efecto no será tan grave como se ha anunciado ya que Digi no tendrá tanta capacidad móvil como para reducir de manera significativa su dependencia de Telefónica, aunque sí vemos una renegociación de los contratos mayoristas buscando mejores precios, lo que repercutirá en una caída de los ingresos por esta vía que habrán de ser compensados por otras fuentes.
- **Valoración:** Por todo ello mantenemos nuestra valoración en EUR5 por acción con recomendación de Comprar, destacando que la compañía mantiene su compromiso de entregar un dividendo anual en efectivo de EUR0.3 por acción.



- **Ebro Foods es la primera empresa de alimentación de España por facturación**, aunque su negocio se realiza en multitud de países, destacando España, EEUU, Canadá, Francia, Italia, Reino Unido e India. A nivel mundial es líder en arroz de todos los tipos y está entre las posiciones de liderazgo en el segmento de pasta fresca y premium.
- **Buenos y por encima de estimaciones** Ebro presentó, unos resultados de 2023, que alcanzaron un Ebitda de 387 mEUR, un 1,5% por encima de nuestras estimaciones. Cabe destacar un hito importante que supone el superar la facturación y resultados previos a la venta del negocio de la pasta seca, en 2020 y alcanzar máximos históricos.
- **En los últimos dos años la estructura de la empresa es estable en cuanto a compra y venta de negocios**, pero en el ADN de la empresa está la ejecución de operaciones de M&A para maximizar el valor de los activos y apoyar el crecimiento orgánico con inorgánico, ya sea comprando negocios en mercados con multiplicadores deprimidos y vendiendo en condiciones de altas valoraciones. Parte de las plusvalías ejecutadas se reparten entre los accionistas mediante dividendos ordinarios y extraordinarios.
- **Gestión global de la materia prima.** Con estos resultados, la compañía ha demostrado que ha sido capaz de trasladar los aumentos de costes y mantener la cuota de mercado. Para ello ha invertido 86 mEUR en publicidad. Se ha conseguido incrementar margen Ebitda tanto en arroz como en pasta, a lo que ha contribuido la contención de los precios de la energía y del transporte (aunque algunos ingredientes como los copos de patatas, el huevo y la leche, siguen con tensiones de precios), así como el avance de las ventas de productos de más valor añadido y listos para consumir, que tienen más margen.
- **Buenas perspectivas:** Ebro presentó sus resultados del 1T24, que, estuvieron en términos de Ebitda un 7,5% por encima de nuestra previsión y un 12% en beneficio neto. Destacamos el comportamiento de los márgenes. Suben tanto en arroz como pasta. El margen en pasta en este trimestre ha sido excepcional llegando al 16% frente al 13% que proyectamos para todo el año y que por el momento dejamos sin cambiar, aunque ofrece bastante confort para los próximos meses. En todo caso, la política de eficiencia y de productos de mayor valor añadido continúa dando sus frutos. Los fondos generados por las operaciones superaron los 70 mEUR y esto ha permitido reducir la deuda desde 570 mEUR A 507mEUR e invertir 34,3 mEUR. Esta deuda, que en buena parte no es financiera sino las opciones put de minoritarios de algunas filiales, deja el factor deuda en menos de 1,5x
- **Descuento frente a sus multiplicadores históricos y la media de empresas semejantes:** El riesgo de que a causa de la guerra de Oriente Medio y la sequía en algunas zonas de producción de arroz, se vuelvan a reproducir las tensiones en la cadena de suministro ha penalizado a la acción, por lo que pensamos que ya está reflejado en la cotización que cotiza a menos de 7x EV/Ebitda 2025e (frente a 10x de media sectorial histórica) y un P/E de menos de 12x 2025e frente a una media histórica de 14-15x.
- **Bajos niveles de cotización con respecto a nuestra valoración y al crecimiento que está ofreciendo la empresa:** La valoración por multiplicadores está en mínimos de muchos años (en PE desde hace 10 años) y el EV/Ebitda para 2023 y 24 está por debajo de 8x que para nosotros es el límite para una empresa de estas características de visibilidad y estabilidad a largo plazo. No vemos justificado este de-rating.





- Pese a la **excesiva dependencia del contexto macro** y las expectativas sobre la evolución de tipos en la cotización de Cellnex, **seguimos pensando que el investment case de la compañía está bien construido y asegurado** y no tiene tanta dependencia a la evolución de tipos como el mercado descuenta.
- En relación a la **deuda**, la compañía ya ha amortizado los vencimientos de 2024 y en 2025 también lo hará (EUR1.6bn). Por tanto en los dos próximos años no hay expectativas de necesidad de nueva financiación. La compañía en su CMD anunció que espera mantener el **coste medio de la deuda por debajo del 2.6% hasta 2027**, y que a partir de ese año será capaz de afrontar sus vencimientos de deuda con el FCF generado.
- Por lo tanto, reiteramos que los **miedos del mercado** sobre el posible impacto de un escenario de tipos altos por más tiempo son, en nuestra opinión, **exagerados**.
- Adicionalmente, la compañía ha demostrado en las dos operaciones realizadas (Nordics e Irlanda) que es capaz de **monetizar sus activos a múltiplos muy por encima de su cotización actual**, por lo que esperamos que durante el año se realice la desinversión en Austria a múltiplos atractivos, que permita reforzar el balance de la compañía.
- En cuanto a la parte **operativa**, ahora es tiempo de realizar delivery de las cuantiosas inversiones realizadas e ir demostrando la capacidad de la compañía de seguir creciendo de manera orgánica y sostenible en el tiempo.
- El único punto de duda es que la compañía está dedicando un **capex superior al inicialmente pensado** en llevar a cabo sus inversiones, principalmente por los aumentos de costes que se han observado en los últimos años. Aunque estos aumentos de capex no son muy significativos, sí que probablemente repercutirán en una pequeña rebaja del precio objetivo que manejamos actualmente.
- Los resultados del **primer trimestre** mostraron este delivery en línea con nuestras estimaciones y la compañía anunció que, tras la venta de la filial de Austria (se prevén recibir ofertas en mayo), se podría realizar alguna **retribución al accionista** extraordinario, (probablemente un plan de recompra de acciones).
- En paralelo la compañía está haciendo **esfuerzos en reducir sus costes** mediante iniciativas de aumento de eficiencias que empezarán a dar sus frutos en los próximos trimestres.
- En definitiva, continuamos pensando en que la historia de Cellnex es una historia de crecimiento, visibilidad y recurrencia e intentamos alejarnos del ruido del mercado diario que muchas veces tiene una visión muy macro y no discrimina entre compañías con una estructura de capital sólida y empresas muy endeudadas en situación peligrosa. Mantenemos por ahora nuestro precio objetivo hasta los **EUR50 por acción con recomendación de Comprar**, y prevemos que la revisión a llevar a cabo por los impactos en Capex suponga una reducción de c.5% sobre el precio objetivo actual.



- **Merlin es la mayor Socimi cotizada en España** y forma parte del IBEX 35 desde Diciembre 2015. Se centra en la adquisición y gestión activa de activos inmobiliarios en España y en menor medida en Lisboa.
- **El grueso del negocio son las oficinas** en especial en Madrid y Barcelona (56% del GAV23), tanto en la zona CBD, la BD o las nuevas áreas de negocio (NBA). **En centros comerciales** (18% GAV) opta por activos que sean dominantes en sus zonas de influencia. Adicionalmente Merlin cuenta con una creciente presencia en **logística** (17% del GAV) y data centers (3%).
- Cuenta con **una elevada ocupación (96% en 2023)**. En oficinas el grueso de sus clientes son grandes compañías (95%) y en el 76% de los casos se trata de su sede corporativa. **El grueso de sus activos está en el CBD/BD** (57%) y el 37% en las nuevas áreas de negocio.
- En **centros comerciales**, el grueso de la cartera procede de activos urbanos (57%) y dominantes (40%).
- **Merlin recibió EUR 970m netos de la venta de Tree** (cartera de 659 oficinas bancarias y tres edificios alquilados al BBVA). **La reinversión** de estos fondos será en **datacenters** y en desarrollar **la reserva de suelo logística**.
- En los **data centers** hemos mantenido la capacidad inicialmente anunciada (70MW) asumiendo que se obtiene la licencia de Lisboa (1S24). **La renta bruta** la incrementamos de los EUR 75m hasta los EUR 92m al considerar un YOC del 14%. En cuanto al **margen bruto** se refiere, esperamos que alcance el 10% en 2024 y que se incremente hasta el 70% en 2026.
- **Para el desarrollo de los 166MW restantes**, Merlin maneja varias opciones entre las que se encuentra llevar a cabo **una ampliación de capital** en la matriz. Pensamos que **esta ampliación se llevará a cabo con cierto descuento sobre el NAV**, pero esperamos supondrá una mejora de NAV a medida que se desarrollen los 166MW restantes. En términos de **GAV** esperamos que en 2027 los DC (70MW) representen el 12% del GAV (EUR 1.323m, 7% gross yield).
- **La actividad de M&A en datacenters** permanece elevada a lo que se une una reducida oferta lo que se traduce en reducidas yields.
- **Desarrollará también la reserva de suelo logístico** hasta 2027. Merlin construirá 167.125m<sup>2</sup> en Madrid con una yield del 6,5%. En Lisboa desarrollará 390.312m<sup>2</sup> con una yield del 7%.
- **Nuestro precio objetivo cuenta con cierto margen de seguridad con respecto al NAV y se eleva a EUR 12,2/Acción.** basado en las siguientes hipótesis: 1) WACC del 5,9%; 2) exit yields que varían desde el 6,1% de las oficinas al 7% de los centros comerciales y el 6% en logístico.
- Como **conclusión** diríamos que Merlin es una empresa con el mejor equipo directivo, con buenos activos que mantienen altas ocupaciones, que se beneficia de una alta inflación y que tiene proyectos logísticos y especialmente centros de datos como motores de crecimiento futuro.



- **Una apuesta por la transición energética global.** La propuesta de valor de Acciona energía es diferencial respecto a otras alternativas que hay en el mercado, ya que ofrece un foco en renovables con una aproximación multi-tecnología y multi-mercado. Dada la numerosa presencia de valores cotizados en este sector, los factores diferenciales, la credibilidad y aportación de visibilidad en lo referente a la ejecución es clave para que una empresa despierte el interés de los inversores. Adicionalmente la empresa ofrece servicios energéticos a clientes incluyendo autoconsumo y comercialización.
- Un año no hace el valor: Todas las empresas de renovables están en 2024 afectadas por el desplome de los precios eléctricos por el exceso temporal de oferta, hasta que la demanda de nuevos usos eléctricos absorba la gran potencia solar instalada recientemente.
- **Adaptándose al contexto sectorial:** En la presentación de resultados de la semana pasada, Acciona Energía propuso una estrategia flexible en función del atractivo de las oportunidades de inversión, combinando crecimiento orgánico con ventas de activos, manteniendo el Pay Out y no descartando más recompra de acciones. Para 2024 la compañía fijó un objetivo de crecimiento del Ebitda del 5-10% incluyendo plusvalías por venta de activos que Acciona Energía sitúa en 200-300 mEUR/año. Para ese mismo año, la empresa espera instalar unos 1,7GW, al igual que en 2023. Más a medio plazo, la empresa ha reducido el objetivo de instalación desde 1,8-2GW al año a 1,25-1,5GW. Es decir, la empresa mantiene una aproximación flexible a las inversiones, en función de la rentabilidad que se exige a los proyectos, las operaciones de rotación de activos y del rating de deuda. El objetivo de 20GW en 2025 y 30GW en 2030 queda cancelado y las inversiones serán flexibles en función de los parámetros mencionados.
- **Rentabilidad de doble dígito a pesar del descenso de precios:** Estamos de acuerdo con la empresa, en que a los precios de futuro de la electricidad y con los costes de inversión unitaria de mercado, los proyectos siguen pudiendo generar rentabilidades con un diferencial de 200-300 pb sobre las wacc de las compañías. Debido a la flexibilidad buscada, ANE ha dado una horquilla de crecimiento anual de capacidad de 1,25-1,5MW para el medio plazo y nosotros hemos incluido en nuestras estimaciones entre 1,2 y 1,35 MW/año.
- **Rotación de activos para mantener la deuda en grado de inversión:** Incorporamos las ventas de activos, con 250 mEUR de plusvalías en 2024 y 2025 y luego bajada a 150mEUR en 2026 y 100 mEUR/año hasta 2030. Con nuestras hipótesis de plusvalía por MW, esto supondría la venta de 2.500 MW en el periodo 2024-2030. Para 2024, pensamos que ya hay bastante visibilidad en este objetivo porque ya se ha encargado la venta de una cartera eólica de 308 MW eólicos en España y se cerrará el traspaso del 30% de Macintyre en Australia.
- **Reiteramos la valoración y las estimaciones:** Seguimos positivos en el valor a pesar de que, al ajustar nuestras estimaciones al nuevo plan de la empresa, hayamos revisado nuestro precio objetivo a la baja en un 12%. Aunque el desplome de precios eléctricos ha sido muy rápido en febrero, pensamos que se estabilizará a niveles normalizados que estimamos alrededor de 50 EUR/MWh. Por otro lado, también pensamos que en el momento que comience la baja de los tipos de interés, los sectores intensivos en deuda pueden ver reducida la presión actual en mercado.
- Activos eólicos y presencia global: el hecho de que la gran parte de los activos de AE son eólicos y que tiene una presencia multi-país, da a la empresa una protección adicional frente a otros players del sector.



- **Preparándose para la gran inversión en hidrógeno:** además de presentar unos resultados de 2023 algo por encima de lo esperado, recortó el dividendo propuesto para 2024, 2025 y 2026 desde el compromiso anunciado en julio de 2022 de 1,74 EUR/ACC hasta 1EUR/ACC. De forma paralela, cuantificó las inversiones que estima realizará para desplegar su transformación a principal operador de infraestructuras de hidrógeno desde 2027 a 2030 en 3.200 mEUR, que comparan con los 690 mEUR que estableció en julio de 2022. En definitiva, el "Investment case" pasa de ser el de una empresa madura repartiendo todo el cash Flow a sus accionistas a una historia de crecimiento y de transformación
- **Horizonte más a largo plazo:** Extendemos nuestro horizonte de estimación y valoración hasta 2030 (ya que hacer una valoración en base a unos resultados de 2026 sería poco realista, sabiendo el cambio que se producirá desde 2027), introduciendo unas inversiones anuales de 600 mEUR en los años 2027-2030 y un retorno basado en una TRF del 7%. Para la valoración aumentamos la wacc desde 5,5% al 7%. Son muchas piezas las que tienen que encajar para que todo salga bien, pero por ahora confiamos en el H2 verde.
- **Buen comienzo del año :** Destacó la mejora del FFO en el 1T24. Por otro lado, como ya esperábamos, el trimestre recoge unas escasas inversiones, en la red española y se incrementan por el aumento de la participación de Enagás en el Hub energético alemán Stade, desde el 10% al 15%. Esta planta es una de regasificación en Alemania que está preparada para tratar no solo GNL, sino gases renovables. Destacamos la buena evolución de las filiales, la estabilidad de la deuda y que el coste de la misma solo ha aumentado desde 2,6% a 2,8%.
- **Sólida situación financiera:** Después del dividendo final de 2022 (pagados 270 mEUR en julio 2023) la empresa ha reducido deuda en 63mEUR desde finales de 2022. La subida de tipos tendrá un efecto muy progresivo en los resultados. El coste medio de la deuda de Enagás es actualmente del 2,6% y la empresa no espera que llegue al 3% en 2024 en función de los vencimientos y de sus estimaciones de cash Flow.
- **Menos dividendo, pero más sostenible:** Enagás reitera el compromiso de 1,74 EUR/acc para 2023 pero rebaja el de 2024, 25 y 26 hasta 1EUR/ACC. No hay política fijada para más allá de 2026. Lo de menos es que se recorte el dividendo, ya que financieramente sabemos que para el accionista es indiferente (valor o caja), lo importante es determinar las inversiones que se realizarán y los retornos, sin tener aún una regulación sobre las mismas. De hecho, en el plan estratégico que se presentará a lo largo del año, es complicado que se vaya más allá de 2026, ya que aún no se conocen las nuevas reglas para la actividad tradicional a partir de 2027 ni las que afectarán a los activos de hidrógeno.
- **En línea de cumplir las previsiones de 2024:** Los resultados conocidos del 1T están en línea de alcanzar los objetivos de la empresa en 2024: beneficio neto de 260-270mEUR y Ebitda de 750-760 mEUR.
- **Mantenemos una visión positiva del valor:** Seguimos positivos en el valor, y seguiremos ajustando estimaciones en función de que vaya aumentando el grado de visibilidad del nuevo negocio. Nos parece que ahora la rentabilidad por dividendo es sostenible, pero a igual rentabilidad por dividendo hay empresas con más visibilidad Esperamos más noticias sobre la posible publicación del laudo del arbitraje con Perú y la evolución de los proyectos en green H2.



- **Modelo de negocio que es principalmente de B2B2C, B2B y en mucha menor proporción B2C directamente.** Atrys proporciona pruebas diagnósticas y tratamientos oncológicos y de otro tipo a personas que son clientes de grandes aseguradoras sanitarias, grupos sanitarios privados y usuarios de algunos hospitales públicos. En su negocio de Medicina de Prevención, sus clientes son directamente empresas de todo tipo de sectores y tamaños.
- **Crecimiento cuantitativo ahora toca consolidar:** Atrys Health ha multiplicado por 12x su balance desde 2018 a 2022, a través de una serie de adquisiciones. Tras este proceso, el Ebitda consolidado proforma estimamos que habrá multiplicado por 25 veces en el mismo periodo. Ahora alcanza un Ebitda ajustado de unos 45 Meur. La otra cara de la moneda es que la deuda es algo elevada, por lo que la empresa ha emprendido medidas para reducirla (venta de Conversia) y reducir la presión de los covenants.
- **Crecimiento cualitativo:** La compañía ha conseguido: a) ensanchar su abanico de servicios en oncología desde el diagnóstico y la radio terapia a toda la cadena de valor, b) reforzar su posición de liderazgo en la telemedicina en habla hispana y c) incorporar el negocio de la medicina de prevención.
- **Importante visibilidad sectorial, aunque con presión de precios desde las aseguradoras:** Una coyuntura de crecimiento y consolidación en el sector de la medicina privada va a seguir presente en los próximos años. Sin embargo, hay que vigilar la fuerte competencia que hay en el sector de medicina privada, ya que el objetivo por incrementar los clientes está llevando a una bajada de precios que termina en una presión de las aseguradoras a las proveedoras y a los médicos y en última instancia en peor servicio.
- **Focalizados en reducir deuda y gastos financieros:** Con las dos operaciones anunciadas (emisión de 13,3 mEUR de convertibles y la venta del negocio de cumplimiento), la empresa pagará 18 mEUR de importes pendientes por la adquisición de Bienzobas y reducirá 43 mEUR de deuda neta (25 mEUR reducción de deuda y 17 de nueva caja). Con esta reducción se permitirá un menos DN/Ebitda que reduce los gastos financieros en cuenta de resultados.
- **Año 2023 de transición...** : Después de varios años de adquisiciones importantes, 2023 ha sido un crecimiento centrado en el crecimiento orgánico, con las ventas aumentando un 11,6% y el Ebitda un +34,4%. Estos resultados estuvieron en línea de los objetivos para ese año, a pesar de que se produjo cierto cambio de mix y de que se vendió el área de cumplimiento normativo. La mejora de la eficiencia y la productividad permitieron la reducción del 5% en el gasto de instalación y estructura en prevención (que aporta el 39% de los ingresos), la integración de dos filiales en Chile en la actividad de diagnóstico (32% del negocio), que permitirá aumentar las ventas cruzadas y la inversión en los laboratorios de genética y patología que mejorará los márgenes y en Oncología (29%) también se implementaron medidas de eficiencia y optimización del Opex.
- **... y nuevos objetivos para 2024:** La empresa se ha fijado unos objetivos de ventas de 220-224 mEUR y de Ebitda de 47-49 mEUR para 2024. Nosotros somos algo más conservadores en Ebitda hasta ver cómo evoluciona el IT24. En términos de mejora del beneficio neto y la caja, esperamos un avance importante en 2024 y 2025 por la no existencia de unos 25 mEUR de cargos extraordinarios.
- **Valoración:** Reiteramos la valoración de 7,13 EUR/acc y nuestra recomendación de Comprar.

## Logista

- Consideramos que LOGISTA **se presenta como una oportunidad con un potencial atractivo**. La compañía sigue apostando por la diversificación del negocio a través del crecimiento inorgánico. Los resultados auguran un buen 2024.
- Logista sigue apostando por **diversificar su negocio**, una medida estratégica ante la clara tendencia negativa en los volúmenes de consumo de tabaco. A pesar de este panorama desafiante, el crecimiento del beneficio neto la compañía se mantiene estable, respaldado por **ingresos financieros** que aseguran una sólida rentabilidad por dividendo. Además, las **integraciones realizadas** hasta ahora muestran una evolución positiva, derivado de sinergias que se materializarán en los próximos años.
- En el ámbito del tabaco, la empresa busca contrarrestar las caídas en los volúmenes mediante la **reducción de la estructura de costes**, evidenciando un enfoque proactivo ante los desafíos del mercado.
- La empresa sigue evaluando oportunidades de adquisiciones, priorizando la **rentabilidad** y reconociendo que estas pueden ser dilutivas en márgenes, aunque aportarán diversificación y contribuirán a construir la Logista del futuro. La capacidad financiera para ejecutar adquisiciones es de 1.000mEUR. En 2024 ya ha anunciado una adquisición demostrando su compromiso con dicha estrategia.
- Crítica **posición de caja** de Logista para su principal accionista, Imperial Brands, y por ello es importante subrayar la importancia de la **política de dividendos** en la estrategia financiera global de la

empresa. En este contexto, la compañía se enfrenta al desafío de la continua disminución del mercado tradicional del tabaco, y se plantea la incertidumbre sobre si la nueva generación de productos en el área del tabaco será suficiente para compensar esta tendencia a la baja.

### • ¿Por qué invertir en LOGISTA?

- ✓ Diversificación: El peso del tabaco sigue disminuyendo,
  - ✓ M&A: 1.000mEUR disponibles para nuevas adquisiciones,
  - ✓ Positiva integración de compañías y generación de sinergias ,
  - ✓ Guidance2024 : crecimiento sostenido, estimando un aumento promedio de dígito sencillo medio del Ebit Adj.,
  - ✓ Política de dividendos atractiva.
- Consideramos que las nuevas adquisiciones, aunque dilutivas, aportan valor a la compañía. Esperamos que se retome el crecimiento inorgánico durante 2024, para seguir diversificando el negocio.
  - **Reiteramos las estimaciones y la visión positiva en el valor.** Comprar. Precio objetivo 32,2EUR/sh.



- Consideramos que Occident (GCO) **se presenta como una oportunidad con un potencial atractivo** dentro de las aseguradoras españolas. La compañía está destacando frente a sus peers en cuanto a eficiencia operativa en España, y la optimización de estructura del negocio va a permitir que el margen técnico mejore durante los próximos años.
- GCO ha iniciado el **proceso de reestructuración en el negocio tradicional** de cara a una mejora de la eficiencia operativa. La compañía está en proceso de consolidar las entidades del negocio tradicional, este proceso comienza unificando departamentos que tenían duplicados (back office), optimizando el número de oficinas, mejorando la estrategia comercial, etc. esto supondrá un **ahorro anual de 40mEUR** según nuestras estimaciones. Asumiendo un pay back de 3 años (incluido en nuestras estimaciones 2024e).
- **Seguro de Crédito.** A nivel top line, esperamos que las primas sigan creciendo apoyado por la subida de precios, así como por la mayor demanda de este producto. En términos de rentabilidad, para 2024 esperamos que el ratio combinado se acerque a niveles prepandemia, aun así, estimamos un margen técnico que continúe mejorando debido al menor ratio de cesión a reaseguro que esperamos para este año.
- GCO dispone de un **exceso de solvencia** de 2.500mEUR por lo cual no descartamos que se produzca una operación de **M&A** en el medio plazo. La compañía asegura que se están analizando oportunidades, tanto en España como en el extranjero siempre y cuando cumpla con los criterios estratégicos.
- Por otro lado, la **subida de los tipos de interés** ha permitido la reinversión de los vencimientos a unos niveles de rentabilidad más atractivos, por lo que veremos datos positivos en los ingresos financieros. De hecho, el 51% de la cartera de inversión de GCO es renta fija, la rentabilidad de la cartera durante 2023 subió al 3%, y para este 2024 esperamos que ascienda al 3,5%.
- Los resultados del primer trimestre son positivos. En el negocio tradicional mejora el ratio combinado 1.6pp hasta el 90.1%. En Autos cae ligeramente hasta el 94.6% (aún muy por encima de los comparables del sector). En crédito sigue mejorando el ratio hasta 77.2% (+2.9pp yoy). Como consecuencia el resultado técnico se incrementa un +0.9% y el beneficio neto un +13.2%.
- **¿Por qué invertir en GCO?**
  1. El negocio tradicional sigue batiendo a los competidores en rentabilidad,
  2. Alta rentabilidad sostenida en el tiempo en el negocio de seguro de crédito,
  3. la nueva estructura de la compañía le va a permitir ser más eficiente,
  4. mayores ingresos financieros por las subidas de tipos,
  5. diversificación rentable a través de M&A.
- Nos **mantenemos positivos de cara al largo plazo**. Nuestro precio objetivo es de 45 EUR.



- Elecnor se constituyó en 1958 y desde entonces se ha consolidado como **uno de los principales proveedores de servicios esenciales y proyectos en especial para el sector eléctrico**, que aglutina el grueso de sus ventas. Se diversificó verticalmente en 1997 con **la entrada en la generación de energía renovable (Enerfín)** en donde las sinergias eran obvias y posteriormente con Celeo entra en **la operación y mantenimiento de redes de transmisión eléctrica en Latinoamérica**.
- **Elecnor es una clara apuesta por la electrificación. Un 59% de las ventas proveniente del sector de la electricidad y de renovables.** El resto proviene de una variada gama de actividades que va desde las telecomunicaciones - servicios espaciales (7%), construcción, medioambiente, agua (9%), mantenimiento y eficiencia energética de todo tipo de instalaciones (10%), construcción de instalaciones (5%), petróleo, gas (4%) y ferrocarril (6%).
- **Para alcanzar el objetivo de emisiones netas cero en 2050, la Agencia Internacional de la Energía** en su "World Energy Outlook" estima que la capacidad del sector eléctrico de 2021 (8.185GW) deberá multiplicarse por más de 4 veces para alcanzar en 2050 los 33.878GW. En el caso de las renovables el aumento es de más de 8 veces hasta los 27.304GW.
- **Elecnor persigue la diversificación geográfica** estando presente en más de 50 países siendo Europa su principal mercado (51% de las ventas del 2023), seguido de América del Sur (15%), América del Norte (16%), Asia y Oceanía (12%) y África (6%).
- **La venta del 100% de su filial de renovables (Enerfín)** refleja un posicionamiento conservador en cuanto al endeudamiento de la compañía se refiere y se ha traducido en una mejora de la visibilidad de su valoración.
- **La venta de Enerfín se ha saldado a un equity superior a nuestras estimaciones.** A esto se une el hecho de que la tasa impositiva asociada a las plusvalías será previsiblemente reducida. Elecnor no se ha pronunciado acerca del destino de los fondos, pero pensamos que es posible el reparto de **un dividendo extraordinario**, la aceleración del crecimiento de Celeo y quizás el desarrollo de una nueva cartera de renovables.
- **La entrada de caja** que estimamos derivada de esta operación se eleva a EUR 1.280m al considerar una tasa impositiva del 10% dado que es posible que parte de las plusvalías de la transacción estén bonificadas al 95%.
- **La caja neta** que esperamos para 2024 se eleva a EUR 1.023m tras incluir esta entrada de caja.
- **Nuestro precio objetivo se eleva a EUR 28,5/Acción.** En Celeo tomamos el valor contable de su 51% y en el caso de S&P consideramos un EV/EBITDA de 5x.
- **Cotiza con un abultado descuento con respecto a nuestra valoración**, fruto de un perfil bajo de comunicación (pero que está mejorando) y de una reducida liquidez, que podría incrementarse si vendiera su autocartera (2,7%).





- **Posicionamiento:** CAF es un grupo multinacional con más de 100 años de experiencia ofreciendo sistemas integrales de transporte. CAF fabrica una amplia gama de trenes y componentes, incluyendo infraestructuras y señalización, y también ofrece servicios (mantenimiento, rehabilitación y servicios financieros). CAF cuenta con soluciones ferroviarias globales bajo modelos de concesión o llave en mano, garantizando la integración y compatibilidad de todos los sistemas. CAF tiene una filial, Solaris, que es uno de los principales fabricantes europeos de autobuses eléctricos. La fabricación de trenes abarca la alta velocidad, trenes regionales y de cercanías, locomotoras y metros, tranvías y metros ligeros.
- **Resultados.** Las ventas de 2023 crecieron un 21%, con +22% en trenes y +18% en autobuses. El EBIT publicado por CAF (179 m EUR) estuvo en línea con lo esperado por el consenso (179 m EUR). El margen EBIT de 2023 se situó en el 4,7% y el margen EBIT del 4T23 fue del 4,7%, un poco inferior al del 3T23 (5,06%) pero mejor que 4,3% del 4T22. El margen EBIT ferroviario alcanzó el 5,7% vs. el 5,8% en 2022, y se espera que alcance la rentabilidad normalizada a lo largo de 2025 ya que en 2024 todavía se están ejecutando algunos proyectos con impacto de la inflación. El margen EBIT de autobuses ya entra en terreno positivo y ha alcanzado el 1%, desde el -0,5% de 2022. Todavía quedan algunos contratos de bajos márgenes, pero estimamos que ya en 2024 podríamos ver un margen EBIT cercano al 4%. En unos meses podríamos ver a Solaris exportar buses eléctricos a EEUU, antes de su implantación industrial.
- **La deuda neta** sin IFRS 16 se ha situado en 256 m EUR (0,9x DN/EBITDA). algo por debajo de los 278 m EUR de 2022.
- **Contratación.** El objetivo era lograr un book to bill  $\geq 1$  y, al final, ha

sido de 1,2, gracias a una contratación de 4.775 m EUR que, aunque baja un 23% vs. el récord de 2022 (6.205 m EUR), mantiene un buen nivel. La cartera de pedidos se ha situado en 14.200 m EUR (+7%), unas 3,7x las ventas, lo que aporta una buena visibilidad en ventas. En el 1T24 la contratación no ha sido muy relevante. Ya para el 2T24, Solaris ha conseguido un buen contrato de 354 autobuses en Roma por más de 200 m EUR, aumentando la visibilidad del negocio.

- **Drivers:** la atención seguirá centrada en la capacidad de la compañía de recuperar márgenes EBITDA superiores al 9,5% (9,8% en 2018) y en las potenciales operaciones de M&A.
- **Guías de CAF 2024 :**1) Book to Bill  $\geq 1$ , contratación selectiva. 2) Ventas con un crecimiento en torno al 10% vs. 2023. 3) EBIT, resultado neto: mejora de la rentabilidad vs 2023.4) Dividendo, en línea con la evolución de los resultados.5) DFN/EBITDA, estabilidad vs. 2023.
- **Estrategia 2026:** El objetivo es alcanzar en 2026 una cifra de ventas de c.4.800 m EUR (tcac 26-21 +10%) y de c. 300 m EUR (tcac 26-21 +13%) en EBIT. Esto supone pasar de un margen EBIT (sin ajustes) del 5,6% en 2021 (4,3% en el 1S22) al 6,3% en 2026. El plan no es solamente orgánico, sino que incorpora una inversión de 550 m EUR en M&A, que aportaría unos 400 m EUR de ventas. CAF espera que la deuda neta en 2026, sin operaciones corporativas, se sitúe en 1,2x DN/EBITDA (cerca de nuestra estimación de 1x) y que suba a 2,2x en el caso de que haya M&A.
- **Valoración:** CAF espera una recuperación progresiva de la rentabilidad. Las perspectivas siguen siendo buenas y los planes de expansión contribuirán al crecimiento. Valoramos CAF en 42 EUR, por DFC con 8,5% WACC.



- **Una nueva estructura.** Santander anunció su nueva estructura operativa el pasado año, quedando dividida en cinco negocios globales: (a) **Retail & Commercial**, que integrará todo el negocio de banca minorista y comercial; (b) **Digital Consumer Bank**, que aglutinará todo el negocio de financiación al consumo y Global Cards; (c) **Corporate & Investment Banking**, (d) **Wealth Management & Insurance** y, (e) **Payments**, que incluye PagoNxt. Retail representa el 61% del volumen de créditos y depósitos y el 51% del beneficio; y DCB el 20% de los créditos y el 17% del beneficio, CIB 14% del crédito y 22% de los beneficios, Wealth management el 13% y pagos el 5% (el centro corporativo detrae un 9% en 2023). La entidad ha presentado por primera vez objetivos para estas áreas que, evidentemente, están alineados con los objetivos del plan estratégico 2023-2025. Enfocándonos en la ROTE, a nivel de grupo se marcó un objetivo de alcanzar entre el 15% y el 17% en 2025. Por áreas, el objetivo fijado es: retail un 17% (15,1% en 2023), consumer superior al 14% (11,5% en 2023), CIB superior al 20% (17,5% en 2023) y wealth management 60% (72,2%).
- **Objetivos 2023 cumplidos:** Santander obtuvo en 2023 un beneficio neto atribuible de 11.076mnEUR (+15% a/a) cumpliendo el objetivo de obtener una ROTE superior al 15% (15,1% en la realidad), tener un ratio de eficiencia entre el 44-45% (44,1%), situar el coste del riesgo por debajo del 1,2% (1,18%), mantener un ratio CET 1 fully loaded por encima del 12% (12,3%).
- **Objetivos 2024: ¡Más difícil todavía!** Los objetivos fijados para

2024 implican una mejora sustancial del beneficio neto atribuible. Estos objetivos son: (a) Crecimiento de los ingresos: dígito medio simple; (b) ratio de eficiencia: <43%; (c) coste del riesgo: c. 1,2%; (d) RoTE: 16% y (e) CET1 fully loaded: >12%. El beneficio neto implícito en estos objetivos se sitúa entre 12.000mnEUR-12.500mnEUR (+8,3%-+12,9%). La entidad presentará resultados el próximo 30 de abril y, teniendo en cuenta las tendencias observadas en el resto de entidades, pensamos que podrían marcar tendencia para cumplir estos objetivos.

- **¿Ayudará la diversificación internacional a cumplir los objetivos 2024?** Santander tiene un portfolio de negocios equilibrado entre países desarrollados y países emergentes. El retraso en el movimiento de bajada de tipos de interés junto con el mejor comportamiento de Brasil y Chile, con una sensibilidad inversa a la evolución de los tipos de interés, ayudarán a cumplir los objetivos.
- **Atractiva valoración y remuneración al accionista.** Santander está cotizando a un PER 2024 de 6,8x frente a un PER medio histórico de 12,2x y a un P/VCT de 0,97 vs. 1,4x de media. Con una ROTE 2024 objetivo antes de AT 1 del 16,0%, pensamos que la acción tiene recorrido al alza. Además, la rentabilidad 2024 con un *payout* estimado del 50% es del 7.6%, distribuida en c. 3,8% de dividendo en efectivo y c. 3,8% de recompra de acciones. P.O. 5,54EUR. Recomendamos COMPRAR.



- **CIE Automotive.** CIE Automotive es un proveedor global de componentes y subconjuntos que suministra sus productos a fabricantes de vehículos y a proveedores Tier1. Cuenta con una gran diversificación comercial para reducir los riesgos, fabrica indistintamente con 7 tecnologías para mejorar los productos ofrecidos, con más de 7.000 referencias de componentes y subconjuntos. De acuerdo con IHS, se espera que el sector del automóvil crezca, desde 2020 a 2025, a una tasa de crecimiento del 4,7%.
- **Electric Vehicle (EV).** Más del 80% de los productos de CIE Automotive pueden utilizarse tanto en vehículos electrificados como de combustión. Con la electrificación del automóvil, CIE Automotive estima que el porcentaje de ventas en riesgo sería aproximadamente del 3% en 2025 y del 5% en 2030. Considerando que CIE Automotive capta pedidos en el año por aproximadamente el 20% de la facturación total, creemos que la compañía se hará con nuevos pedidos para reemplazar la producción perdida por el cambio de mix.
- **Estimaciones.** Nuestras estimaciones suponen un crecimiento anual compuesto del 9,17% para las ventas en el período 2020-2025e. Estimamos que, en este mismo período, el EBITDA crecerá a una tasa anual compuesta del 13,9%. Estimamos que la deuda neta/EBITDA de 2025e se reduzca a 0,6x, y pay out en torno al 34%.
- **Las principales guías de CIE Automotive del Plan Estratégico 2025 van por buen camino.** Con el perímetro actual y a tipos de cambio constantes, son: Crecimiento de las ventas de unos 20 puntos porcentuales por encima del mercado en 5 años. Margen EBITDA superior al 19% en 2025. Capex de 1.000 m EUR (mantenimiento + crecimiento orgánico) en 5 años.
- **Resultados.** CIE automotive publicó el 4T23 con un EBITDA de 176,5 m EUR, algo por encima de lo esperado por el consenso (171 m EUR). En 2023 el mercado (IHS) ha crecido un 9,4% mientras que CIE Automotive, con el impacto del *pass through* que resta 3 puntos porcentuales, ha crecido un 9,1% a tipo de cambio constante, prácticamente en línea con el mercado. El FCF de 2023 ha sido de 276,5 m EUR. La variación del circulante en el año ha supuesto una salida de caja de 45,4 m EUR y el capex, 215 m EUR, algo por encima de lo estimado. La deuda neta se sitúa en 1.134,7 m EUR 1,6x DN/EBITDA12M. Para el 1T24 el consenso estima unas ventas +0,1% y un +1,5% en el EBITDA.
- Las estimaciones de IHS para 2024 apuntan a una repetición de la producción global de vehículos +0,0%, con una caída del -3,9% en el crecimiento de Europa y crecimientos del 2,1% en NAFTA, +0.1% en Asia. **CIE Automotive espera crecer más que el mercado en todos los trimestres y en 2024 seguirá mejorando el margen EBITDA.**
- Según CIE Automotive, con la generación de caja podrían invertir hasta 1.500 m EUR sin exceder las 2x DN/EBITDA al final del periodo del Plan 2025. **CIE Automotive tiene ya preparado el equipo para dar un salto importante.** Con esta operación la deuda neta post M&A en el momento 0 no debería pasar de las 3x y en 2 años bajar a 2x.
- **Valoración:** Nuestra valoración por DFC, con una WACC del 8,55% y una g del 2%, es de 35,0 EUR. Comparar. CIE cotiza con prima sobre Gestamp.



- **El grueso del negocio de Sacyr procede de su negocio concesional (96% del EV estimado)** en donde cuenta con 70 activos (2023), de los cuales 58 están operativos y 12 en construcción. Del total, 34 son carreteras repartiéndose el resto entre concesiones de agua (14), hospitales (9) y otro tipo de activos como intercambiadores, aeropuertos regionales en Chile o una concesión ferroviaria. Sacyr está igualmente presente en la construcción (4% del EV) y en una variada gama de servicios urbanos e industriales.
- Sacyr ha pasado de ser una constructora con cierta diversificación en concesiones y servicios, **a convertirse en una gran operadora de activos concesionales**, tras los numerosos proyectos conseguidos en los últimos años (más de 20 desde 2015). Esto tendrá su reflejo en un incremento de los dividendos de los activos concesionales, que permitirá mejorar las ratios financieras con la vista puesta en la obtención de rating a medio plazo.
- De Sacyr destacamos **el bajo riesgo de sus activos** (en el 96% del total). Recordamos que el grueso de los activos son pagos por disponibilidad, peajes en sombra o se trata de activos que cuentan con mecanismos de litigación del riesgo como el ingreso mínimo garantizado o la extensión de la vida del activo.
- **Valoramos el negocio de concesiones en EUR 2.794m** (Dic 2024). Descontamos los dividendos e inversiones facilitados por la compañía a una tasa de descuento media del 8,9% (rango entre el 6%/15%), tenemos en cuenta el escenario base en cuanto a la inflación se refiere (2%/7%) y los ajustamos por tipo de cambio.
- Y valorando la construcción a 4,5x EV/EBITDA llegamos a un **nuestro precio objetivo de EUR 3,56/Acción**.
- Nuestra estimación de **deuda neta con recurso** queda en EUR 140m en 2024.
- **También es posible la rotación de activos concesionales** no estratégicos y/o participaciones minoritarias con el fin de equilibrar geográficamente la cartera de activos. En este último caso pensamos que el posible objetivo **sería la venta de un 49%/100% de la filial colombiana y una participación en una cartera de activos en Chile**. Ya se ha llevado a cabo la venta de un 49% de Eresma y la participación en la N-6.
- **La progresiva entrada en explotación de los activos y la disminución del riesgo acrecienta el interés corporativo por Sacyr** en donde el consejo de administración controla un 30% de la compañía. Pensamos que una operación podría ser factible si el precio es lo suficientemente atractivo.
- **La deuda con recurso** se reduce en EUR 277m en 2023 hasta los EUR 269m (EUR 546m dic22). **El flujo de las operaciones** alcanza los EUR 163m que compara con los EUR 242m de 2022. El circulante es negativo (EUR -124m, se han cobrado EUR 75m en enero), los dividendos aportan EUR 220m y las inversiones se elevan a EUR 173m.
- **Precio objetivo** EUR 3,56/Acción.



- **Posicionamiento:** Acerinox es el tercer fabricante de acero inoxidable del mundo por capacidad, es uno de los más rentables y es el más global, con fábricas en EEUU, España, Malasia, Sudáfrica y Alemania (VDM). Acerinox es el líder en EEUU, con una cuota de mercado cercana al 40%. En Europa la cuota de mercado es del 13%. En 2020 compró la alemana VDM, líder en la fabricación de aleaciones especiales., que complementa su gama de productos.
- **Resultados 1T24.** Resultados en línea con lo esperado por el consenso, en un entorno todavía rodeado de incertidumbres, aunque con evidencias de que lo peor ha quedado atrás. La guía para el 2T es prudente, con lo cual se cerrará un 1S con menos actividad de lo que suele ser habitual. La planta de Cádiz aporta un EBITDA negativo de 31 m EUR, 16 m EUR debido a los 2 meses de huelga del 1T24 y otros 16 m EUR por la debilidad del mercado. La deuda neta del 1T24 se ha situado en 234 m EUR, la más baja de los últimos años. Después de las bajadas de precios del níquel, los ajustes de precios se han estabilizado en EEUU y prácticamente también en Asia. En Europa los precios han repuntado, pero desde niveles muy bajos.
- **Guías:** Acerinox espera “en el 2T24 un EBITDA ligeramente superior al del primero”.
- **Riesgos:** Las fases de recesión o de bajo crecimiento económico pueden dar lugar a una caída de la demanda final, problemas de sobrecapacidad, incremento de competencia y caídas de precios. No hay que perder de vista la evolución económica de China (50% del acero inoxidable mundial). El níquel y el ferrocromo añaden volatilidad. Todavía hay incertidumbres geopolíticas en Europa y en Oriente Medio. En Asia continúa la sobrecapacidad. El mercado americano, el principal mercado de Acerinox, sigue estando en una situación mucho mejor que el mercado europeo.
- Dada la continuada sobrecapacidad del mercado asiático, se **ha decidido parar la producción en Bahru Stainless**, y se están analizando las diferentes alternativas. La valoración de los terrenos es de unos 40 m EUR.
- En febrero anunció el acuerdo para la compra de Haynes en EEUU por un EV de 970 m EUR. La operación se hizo a un EV/EBITDA 24 de 10,1x y, considerando un volumen conservador de sinergias de 71 m USD, situaría el multiplicador en 5,8x. Acerinox mantiene la estrategia de aumentar su presencia en el mercado de aleaciones de alto rendimiento (HPA) y en productos de alto valor añadido. Con esta compra se aumenta la presencia en EEUU, en el sector aeroespacial.
- Con unos stocks normales, después de dos años de corrección, pensamos que durante 2024 el mercado debería ir mejorando.
- Acerinox **anunció inversiones en NAS y VDM y, con la compra de Haynes**, espera volver al nivel actual de 0,5x en 4 o 5 años.
- **Remuneración al accionista.** La compañía se ha centrado en crecer via M&A. Se propone un dividendo de 0,62 EUR/acción, lo que supone, a los precios actuales, una rentabilidad del 6,0%.
- **Estimaciones y Valoración:** La huelga de la planta de Cádiz acumula ya 3 meses de impacto lo que, unido a la complicada situación del mercado europeo, nos lleva a ajustar a la baja las estimaciones de EBITDA24 en un -14% mejorando las de 2026-27 en un 8%. Incorporamos en las estimaciones la compra de Haynes (1/2 año) ya que se han pasado los principales trámites. Mantenemos la valoración de 16 EUR (1,6xP/BV24).

## Lista de valores preferidos en EUROPA



### Selección de valores Europa

Compañía	Valor Teórico €	Última Cotización €	Up Side	Capitaliz. (mEUR)	P/E 24	P/E 25	EV/Ebitda 24 *	EV/Ebitda 25 *	Rent Div 24 (%)	Rent Div 25 (%)	P/VC 24	P/VC 25	Deuda Neta/ Ebitda 24	Deuda Neta/ Ebitda 25
LAGARDERE	31.0	20.90	48%	2,950	15.8X	12.7X	4.5X	4.2X	3.1	3.1	4.0X	3.4X	1.7X	1.5X
LOTTOMATICA GROUP	16.0	11.67	37%	2,937	13.8X	9.8X	7.3X	6.0X	2.4	3.3	4.9X	3.7X	2.8X	2.1X
<b>DASSAULT SYSTÈMES</b>	<b>12.5</b>	<b>9.79</b>	<b>28%</b>	<b>10,085</b>	<b>13.0X</b>	<b>12.0X</b>	<b>5.3X</b>	<b>4.8X</b>	<b>3.1</b>	<b>3.6</b>	<b>0.6X</b>	<b>0.6X</b>	<b>1.3X</b>	<b>1.0X</b>
SOCIETE GENERALE	32.0	23.68	35%	19,015	4.1X	3.5X	0.3X	0.3X	9.8	11.3	0.3X	0.3X		
REN	3.5	2.17	59%	1,444	11.9X	11.7X	6.3X	6.2X	7.1	7.1	0.9X	0.9X	4.8X	4.7X
PRYSMIAN	53.5	47.38	13%	13,102	16.9X	14.8X	8.3X	7.3X	1.5	1.6	3.0X	2.7X	0.5X	0.1X
<b>BUREAU VERITAS</b>	<b>220.0</b>	<b>194.80</b>	<b>13%</b>	<b>102,200</b>	<b>27.6X</b>	<b>24.5X</b>	<b>14.2X</b>	<b>12.9X</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>3.9X</b>	<b>3.7X</b>	<b>1.1X</b>	<b>0.9X</b>
VERALLIA	50.0	35.58	41%	4,351	9.2X	8.2X	6.1X	5.5X	6.2	6.8	3.9X	3.2X	1.6X	1.4X
<b>RUBIS</b>	<b>27.5</b>	<b>19.25</b>	<b>43%</b>	<b>12,114</b>	<b>14.4X</b>	<b>12.5X</b>	<b>5.9X</b>	<b>5.3X</b>	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>	<b>4.1X</b>	<b>3.6X</b>	<b>0.8X</b>	<b>0.7X</b>
RENAULT	60.0	41.87	43%	12,380	3.2X	2.9X	nm	nm	0.0	5.7	0.3X	0.3X	-2.0X	-2.1X
VEOLIA	35.0	28.79	22%	20,885	13.7X	12.3X	5.7X	5.4X	5.1	5.7	1.8X	1.7X	2.6X	2.5X
ORANGE	14.0	10.44	34%	27,771	9.3X	8.7X	3.9X	3.7X	7.2	7.5	0.8X	0.8X	1.7X	1.6X
EIFFAGE	210.0	206.20	2%	93,580	28.8X	25.2X	13.0X	11.8X	2.1	2.4	2.4X	2.4X	0.8X	0.7X

ESN - GVC Gaesco Valores \* En financieras es P/NAV

Precios y datos a fecha: 28/4/24



- Volvemos a introducir Dassault Systèmes en nuestra de valores preferidos debido a la altísima calidad del valor y a su buen desempeño operacional.
- Dassault Systèmes es un **desarrollador** y editor de **software** especializado en diseño 3D, maquetas digitales 3D y soluciones para la gestión del ciclo de vida del producto. Es líder en el mercado. La compañía es el *best-in-class* en la **industria del software** europeo. Durante los últimos 40 años, los ingenieros de Dassault Aviation (otra compañía del grupo, también controlada por la familia Dassault) han desarrollado una de las plataformas de software más completas del mercado: **3DEXperience**.
- La compañía presentó **resultados de Q124** situándose en línea con nuestras estimaciones en ingresos (+5%yoy), con crecimientos uniformes en todas las líneas de negocio y en todas las geografías. La parte más positiva proviene de los márgenes, que se situaron por encima de las estimaciones del mercado y la generación de caja.
- La compañía mantiene su **guidance** para FY24 que se sitúa en línea con nuestras estimaciones y refuerza nuestra idea del fuerte descuento con el que cotiza la compañía actualmente.
- Seguimos pensando que la compañía tiene uno de los **mejores equipos directivos del mundo**, con amplia experiencia en la integración exitosa de compañías y con una visión y ejecución sobresalientes.
- La **diversificación** de verticales hacia Healthcare, Life&Sciences o Construcción empujará la mejora de resultados en los próximos años.
- Las **estimaciones para los próximos años** incluyen un CAGR del EPS del +9% en el periodo 24-28. Este crecimiento irá acompañado además de una mejora del margen EBIT en línea con lo observado en los últimos trimestres.
- El **accionariado** de la compañía está compuesto en su mayoría por la familia fundadora (Dassault) con un 40% y un 8% está en manos de managers y empleados.
- La acción se encuentra actualmente con un fuerte descuento sobre su nivel histórico de 10 años de PER relativo con respecto al Nasdaq, al Stoxx 600 Technology y, por último, a sus homólogas. Valoramos la compañía utilizando un BPA-STM de EUR1.5 con un PER de 33x y EUR2 por acción derivados de la tesorería neta. Nuestro **precio objetivo se sitúa en EUR51**, con un potencial superior al 30% sobre precios actuales.



- Introducimos Bureau Veritas en nuestra cartera modelo debido a las **buenas dinámicas de sus negocios** tras unos años de cambio en el management.
- Bureau Veritas es la **segunda compañía a nivel mundial** en el sector del testeo, inspección y certificación. El grupo cuenta con una amplia red internacional una reconocida experiencia técnica y un extenso conocimiento de los entornos normativos. Las actividades del grupo se dividen en seis divisiones: Marina y offshore, Agroalimentaria y Commodities, Industria, Construcción e Infraestructuras, Certificación y Productos de Consumo.
- El tamaño y la diversificación del grupo le permite subirse a las **macrotendencias** con facilidad y capturar su valor de manera eficiente. Actualmente el 55% de sus ingresos provienen del desarrollo de soluciones de **sostenibilidad**. Adicionalmente, complementa su crecimiento con adquisiciones en nichos de mercado o geografías donde su posición no es dominante.
- Con todo ello, las **estimaciones del grupo** son un crecimiento orgánico de c.+5% de los ingresos con una generación de FCF anual de EUR600m debido a su bajo capex (apenas 3% de los ingresos) lo que le permite pagar un dividendo de c.4% anual y constituye una buena opción defensiva en el mercado de compañías B2B.
- La compañía presentó recientemente su **nuevo plan Leap28** en el cual el objetivo principal es acelerar el crecimiento de los negocios, empujados por la transición digital y medioambiental, combinado con operaciones de M&A.
- En cuanto a la **remuneración al accionista**, anunció un programa de recompra de acciones por importe de EUR200m, un crecimiento del EPS de c.+9% anual y una política de dividendos (c.4% yield).
- Su **principal accionista** es Wendel, que a principios de abril, vendió un 9% del capital (quedándose en un 26%), lo cual supone una buena noticia ya que se produjo la entrada de nuevos accionistas.
- Los **resultados del primer trimestre** han sido ligeramente mejores que el consenso con un crecimiento de ingresos del +2.5%. La compañía mantiene su guidance de crecer por encima del +5% en el año, esperando una segunda mitad del mismo más fuerte que en el primer semestre debido al fuerte comparable de HI.
- Basado en todo ello, **mejoramos el precio objetivo** recientemente desde los EUR29 hasta los **EUR33 por acción**. La compañía sigue cotizando con descuento vs sus comparables (SGS, Intertek y Eurofins).





- **En el corazón de la Energía.** Rubis es un grupo francés independiente que trabaja en el sector de la energía desde hace más de 30 años para llevar un acceso sostenible y fiable a la energía al mayor número de personas, siendo uno de los líderes. El Grupo se centra en las necesidades esenciales de movilidad, cocina y calefacción de los particulares, y suministra la energía necesaria para el funcionamiento de industrias y profesionales. Consciente de la contribución clave del sector energético a la lucha contra el cambio climático, Rubis está diversificando sus actividades y ofertas hacia soluciones bajas en carbono. Con 4.700 empleados repartidos en tres regiones geográficas (África, Caribe y Europa), el Grupo está organizado de forma descentralizada y desarrolla sus actividades de Distribución de Energía, Producción de Electricidad Renovable y Almacenamiento de Productos Líquidos (joint venture) con un enfoque muy pegado a las comunidades en las que trabaja.
- **Un final de año fuerte en Jet Fuel...** El final de 2023 estuvo marcado por unos sólidos resultados en África Oriental y el Caribe. En el Caribe, el turismo se recuperó a finales de año, sobre todo en Estados Unidos. Esto se tradujo en un aumento de los volúmenes de combustible de aviación. En África Oriental, Rubis ha completado o casi completado el plan de modernización de sus estaciones de servicio. Esto se tradujo en un aumento de los volúmenes y una mejora de las ventas en las tiendas de conveniencia. Las ventas de carburante para aviones también aumentaron.
- **... y por lo tanto en todos los resultados,** Rubis publicó unos ingresos para 2023 de 6.630 millones de euros, un 7% menos, un EBITDA de 798 millones de euros, un 19% más, y un EBIT recurrente de 621 millones de euros (un 21% más). El beneficio neto atribuible fue de 354 millones de euros, un 35% más. Rubis propone un dividendo de 1,98 euros (+3%, 25º aumento consecutivo). Estos resultados superan en más de un 10% nuestras previsiones (EBITDA de 699 millones de euros, beneficio neto atribuible de 311 millones de euros) y el consenso (EBITDA de 730 millones de euros, beneficio neto atribuible de 311 millones de euros), a pesar de un efecto divisa negativo de 105 millones de euros (especialmente en el primer semestre).
- **Elevada generación de caja:** La compañía genera un sólido CFFO cercano a los 600 millones de euros que le permite aumentar su dividendo al tiempo que invierte lo suficiente para hacer crecer tanto su negocio de energía como el de renovables, y actualmente está vendiendo una participación del 55% en su negocio de Terminales valorada en 375 millones de euros, lo que le permite tener más capacidad para crecer..
- **El atractivo de la empresa ha atraído a nuevos accionistas recientemente.** Esperamos que la entrada de nuevos accionistas en el capital de Rubis con una participación del 5% cada uno, en particular el Grupo Bolloré, pueda generar una fuerte revalorización de la acción, y tal vez Bolloré podría tratar de imponer un cambio en la actual estructura accionarial de Sociedad Limitada.
- **Valoración atractiva:** Nuestra valoración de la suma de las partes se basa en 1&X EV/EBITDA para la participación del 5% de Rubis Terminal que se vende por 375 millones de euros, 8x para Rubis Energy y Support + Service, valoradas en 36€ y 13€ respectivamente, y 13xEV/Ebitda ENR, es decir, 4€ por acción, para un total de 56EUR/acc que deja más de un 75% de recorrido al alza.

## LOTTOMatica

- **Lottomatica es la mayor compañía de apuestas de Italia.** Opera en puntos de venta con apuestas deportivas y con máquinas recreativas de juego, también está presente en el negocio online. Es el **líder italiano en apuestas** con una cuota de mercado del 33% en el sector minorista deportivo, del 30% en el minorista del juego, del 21% en el total online.
- Actualmente goza de un **entorno regulatorio estable y un importante potencial de crecimiento** impulsado por la baja penetración online y a una significativa fragmentación del sector.
- **Negocio de apuestas deportivas y máquinas recreativas.** Aunque esperamos un crecimiento de dígito simple bajo, este negocio seguirá siendo una importante fuente de ingresos para el grupo. Por un lado, las apuestas deportivas en 2024 se beneficiarán de; 1) el **nuevo proyecto expansión** de puntos de venta establecido por Lottomatica y, 2) de la **ampliación de su red** con la incorporación de unos 300 puntos de venta de alto rendimiento, que debería generar unos 15mEUR adicionales de EBITDA en 2024 y 2025. Por otro lado, el negocio de las máquinas recreativas tiene gran **potencial de crecimiento** derivado de las adquisiciones realizadas.
- Se espera que el negocio online crezca **a un ritmo de doble dígito** gracias a una penetración menor que en países más maduros. En este contexto, la empresa espera beneficiarse de una **estrategia multicanal y multimarca** eficaz que le permitirá crecer más rápido que el mercado.
- Además, el Gobierno italiano anunció en diciembre un nuevo régimen de licencias de 9 años con **costes más asequibles**. La política M&A y el nuevo régimen de licencias, **acelerarán la concentración del mercado online**.
- La **reciente adquisición de SKS365** generará c. 60mEUR en sinergias. Además, la integración de su plataforma de IT también será clave en una posible expansión al extranjero.
- ¿Por qué invertir en Lottomatica?
  1. **Potencial de crecimiento en todas las líneas de negocio.**
    - a) Apuestas deportivas y máquinas recreativas; crecimiento esperado de entre el 0,5%-3%,
    - b) Negocio online; crecimiento esperado de 10%-15%.
  2. **Líder indiscutible en el mercado más grande de Europa** tanto en máquinas recreativas como en apuestas deportivas (33% y 30% de cuota de mercado, respectivamente) y creciendo en el negocio online (21%).
  3. **Entorno sectorial favorable y potencial crecimiento inorgánico.**
- **Atractiva valoración.** Aplicamos un múltiplo de 10x EV/EBITDA al negocio online y un múltiplo de 5x EV/EBITDA al negocio deportivo y de juego, que nos otorga un EV implícito de 14EUR. Esto, unido a una valoración por descuento de flujos de 18EUR sugiere un **precio objetivo de 16EUR. Recomendamos COMPRAR.**



Redes Energéticas Nacionais

- La **gestora de redes de gas y electricidad de Portugal**, que consideramos un valor con una elevada visibilidad y predictibilidad de resultados.
- **Atractiva y visible rentabilidad por dividendo:** ajustó su política de dividendos en mayo cuando presentó su plan de negocio para 2021-24. Estableció un suelo de 0,154 EUR/acc en el dividendo, que significó un recorte frente al 0,17 EUR/acc que pagaba tradicionalmente, lo que le hace más sostenible ante un cierto incremento de inversiones.
- **Resultados en línea con lo esperado...:** En el año fiscal 23, el EBITDA total aumentó un 5,5% interanual, hasta los 514,0 millones de euros, debido principalmente a una mejora en las tasas de rendimiento de los activos. En el negocio de electricidad, el RoR en el FY23 fue del 5,6% (5,1% en el FY22). En la transmisión de gas natural, el RoR fue del 5,7% en el FY23 (5,3% en el FY22) y para los activos de distribución de gas fue del 5,9% (5,5% en el FY22).
- **...con la deuda controlada:** La deuda neta aumentó hasta los 2.748,7 millones de euros (2.043,7 millones de euros en el año 22 y 2.464,0 millones de euros en el 9M23), afectada por las desviaciones tarifarias (327,5 millones de euros frente a -499,4 millones de euros en el año 22). Los costes financieros netos disminuyeron (c. +7,7 a/a o -3,4 millones de euros).
- **REN seguirá centrada principalmente en el mercado portugués**, en el que se centrará el grueso de sus inversiones. La empresa invertirá unos 900 mEUR en el periodo 2021-24, con una media de unos 225 mEUR al año, que superan los 175 mEUR del periodo 2015-2020. Del total de inversiones, unos 600-700 mEUR se invertirán en la red eléctrica, 60-80 mEUR en el transporte de gas y 100 mEUR en la distribución de gas. La única presencia internacional está en Chile, donde REN invertirá unos 10-15 mEUR al año.
- **Protección frente a la inflación.** El ratio de rentabilidad aplicado a la base de activos, está ligado a la rentabilidad del bono del estado portugués a 10 años.
- **Estabilidad en resultados pero con muy bajo riesgo a la espera de nuevas inversiones:** Con estas inversiones y el actual nivel de amortizaciones, esperamos que los activos se mantengan estables alrededor de los 4.000 mEUR entre 2021 y 2024, y con ello el Ebitda y el beneficio medio se mantendrán respectivamente alrededor de 450-470 mEUR y 90-105 mEUR, incluyendo el mantenimiento de un impuesto excepcional que se impuso a las empresas energéticas en Portugal desde 2014.
- **El mayor tema negativo relacionado con REN** sigue siendo el CESE, el **impuesto extraordinario sobre la energía** que se cobra desde 2014 y que sigue lastrando los resultados de la compañía (representa más del 20% del beneficio neto), por lo que su potencial eliminación es un importante detonante positivo para la acción. Por el momento ningún partido ha contemplado eliminarlo.
- **Buenos ratios de cotización en comparación al sector:** La compañía cotiza a 6,4x EV/EBITDA 24e (un gran descuento respecto a la media de sus homólogos) y, al mismo tiempo, presenta una rentabilidad por dividendo del 6,8% para 2024e a los precios actuales del mercado.



- **Un nuevo plan estratégico en marcha.** Societe Generale presentó su nuevo plan estratégico el pasado mes de septiembre. Sus objetivos financieros para 2026 son: (a) mantener una ratio CET 1 del 13% en 2026, según Basilea IV, (b) un crecimiento medio anual de los ingresos entre el 0% y el 2% en el periodo 2022-2026; (c) llegar a una ratio de eficiencia inferior al 60% en 2026; (d) obtener una rentabilidad de los fondos propios tangibles (ROTE) entre el 9% y el 10% en 2026; y (e) un payout entre el 40% y el 50% del beneficio neto declarado a partir de 2023.
- **Una estrategia centrada en un futuro sostenible.** La estrategia de la entidad tiene dos pilares. Por un lado, ser un banco sólido “como una roca” mediante la racionalización de la cartera de negocios, la mejora en el uso del del capital, la mejora de la eficiencia operativa y el mantenimiento de la mejor gestión de riesgos. Por otro lado, se quieren fomentar los negocios sostenibles de alta rentabilidad, sobresaliendo en los negocios en los que están presente, liderando en ESG y fomentando una cultura de rentabilidad y responsabilidad.
- **Liderazgo en ESG.** Se han aprobado unas acciones reforzadas de ESG como son la reducción del 80% de la exposición al petróleo y al gas de aquí a 2030 frente a 2019; la reducción del 50% de aquí a 2025 (frente al compromiso anterior del 20%) y la creación de un Fondo de inversión de transición de 1.000 mnEUR centrado en soluciones de transición energética y proyectos basados en la naturaleza y el impacto que apoyen los Objetivos

de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas.

- **La mejora de la eficiencia** operativa. Como hemos comentado, Société Générale ha fijado un objetivo para la ratio de eficiencia del 60% a partir de 2024. El Grupo aspira a alcanzar un ahorro bruto de aproximadamente 1.700mnEUR (frente a 2022) de los cuales alrededor del 40% corresponderán a nuevos ahorros brutos. Estos ahorros incluyen la ejecución de los planes en curso, la mejora de la eficiencia informática representará alrededor de 600mnEUR. La disminución de la ratio de eficiencia se verá impulsada por el ahorro bruto total previsto (600pb), el fin de la contribución al FUR (alrededor de 300pb), la reducción de los gastos de transformación (entre -200 y -250 pb), la compensación del impacto de la inflación y otros impactos (entre +450 y +500pb).
- **Las expectativas 2024.** Para el conjunto del ejercicio, la compañía espera aumentar sus ingresos más del 5%, una ratio de eficiencia inferior al 71%, un coste del riesgo de entre 25 y 30pb, una ratio CET 1 de alrededor del 13% y una ROTE superior al 6%. Societe Generale presentará los resultados del IT24 el próximo 3 de mayo. .
- **Atractiva valoración.** Societe Generales está cotizando a un PER 2024e de 6,0x y a un P/VCT 2024e es de 0,40x para una ROTE estimada 2024e del 6%. P.O. 32,0EUR. Recomendamos COMPRAR.

## Renault Group

- **Renault**, la empresa francesa diseña, fabrica y vende turismos y vehículos comerciales. La llegada de Luca De Meo como CEO en 2020 simbolizó un cambio de paradigma, centrándose en la capacidad de fijación de precios más que en los volúmenes. La empresa sigue manteniendo la disciplina de precios y promoviendo esfuerzos en materia de costes.
- El **plan estratégico** "Renaulution", hasta 2025 trata de recuperar la competitividad de Renault apostando por una **mayor eficacia de la producción, consolidando el liderazgo industrial y eléctrico** del grupo y desarrollando la movilidad, la energía y los servicios de datos.
- Las primeras fases han progresado muy rápidamente y más deprisa de lo previsto inicialmente (tres años antes de lo previsto): el grupo ya **superó el margen de explotación** del 5% que se había fijado como objetivo para 2025, a pesar de la retirada de Rusia.
- De aquí a 2025 el grupo espera obtener un margen operativo del 8%, y del 10% en 2030. Además, estiman una media de 2.000mEUR anuales de FCF en 2023-2025 y más de 3.000mEUR en 2026-2030.
- **Ampère**, la marca puramente eléctrica de Renault, aspira a alcanzar el break-even en 2025 y un margen superior al 10% a partir de 2030, al tiempo que reduce considerablemente los costes de producción y los plazos de entrega: el objetivo es reducir los costes un 40%.
- El **plan de Ampère** es producir un millón de vehículos de aquí a 2031 y generar unos **ingresos de más de 25.000mEUR**.
- **¿Por qué invertir en Renault?**
  1. La compañía sigue aumentando su **competitividad**,
  2. Alta **diversificación** geográfica y fuerte **presencia** en Europa,
  3. Se están cumpliendo **objetivos** antes de lo esperado,
  4. Alto potencial de **crecimiento** en Ampere.
- Nuestro **precio objetivo** es de 60EUR lo que ofrece un potencial atractivo.



- Tercer grupo francés y séptimo de Europa, Eiffage obtiene el 70% de sus ingresos en Francia y cuenta con una fuerte presencia en Benelux y Alemania.
- La **construcción** representó el 7% del resultado de explotación, las **obras de infraestructura** el 11%, la construcción orientada al sector eléctrico (Eiffage Énergie & Systèmes) el 13% y **las concesiones el 69%**.
- El grupo posee una participación de control en **la autopista francesa APRR** gracias a su asociación con el fondo australiano Atlas (52% + una participación a través de la sociedad mixta Eiffarie). **Se trata de un activo que ofrece una excelente protección frente a la inflación.**
- El vencimiento de la APRR es en 2035–36 por lo que está trabajando en la búsqueda de un sustituto. En ese sentido ha adquirido el 13,7% del capital de **Getlink** (túnel bajo el Canal de la Mancha), alcanzando una participación del 18,8% de esta concesión de larga duración (vence en 2086).
- **La buena trayectoria bursátil de la empresa desde el 2000** demuestra la validez de su modelo integrado a largo plazo. Este modelo de negocio se basa en dos factores 1) dos negocios distintos con diferentes intensidades de capital: Contratación y Concesiones. 2) un efecto de creación de valor por adquisiciones complementarias que potencian la capacidad de generar beneficios de las instalaciones existentes.
- **El negocio de construcción** se ve reforzado por la experiencia técnica de vanguardia en energías renovables (energía solar

fotovoltaica y eólica marina), energía nuclear y de fachadas.

- **Destacamos también un crecimiento orgánico muy robusto de Eiffage Énergie Systèmes** gracias al impulso de factores fundamentales y no efímeros: la electrificación, la conexión de las redes a los parques eólicos del Mar del Norte y de Francia, la eficiencia energética de los edificios, el sector comercial con líneas de producción llave en mano y la tecnología digital, que valoriza la oferta de centros de datos de Eiffage.
- **Eiffage se beneficiará de una buena generación de flujo de caja libre.** La recuperación del tráfico en APRR han permitido generar un FCF positivo, que ha pasado de EUR ~500m en 2012 a más de EUR 1.000m desde 2019. **Esto da a Eiffage más margen para nuevas adquisiciones.**
- **Presentó resultados en línea** en donde destacamos la buena evolución de construcción (a pesar de la actividad inmobiliaria) y la mejora de la visibilidad a largo plazo gracias a una cartera de pedidos muy sólida. **La previsión para 2024 es conservadora** (+1% en beneficio neto).
- En términos de valoración, los niveles de precios actuales nos parecen una buena oportunidad, dado que la acción se ha visto penalizada tanto por el riesgo político como, sin duda, por un mercado de la construcción complicado en Francia. **Mantenemos nuestro precio objetivo de 125 euros.** Nuestro nuevo objetivo equivale a un PER de 11x, cercano a la media de 5 años, teniendo en cuenta que la acción ha sufrido cierta depreciación (PER medio de 12,5x en 10 años).



- Mantenemos **Orange** en nuestra lista de valores por razones similares a las que esgrimíamos en el caso de Telefónica: un perceptible cambio de tendencia a nivel sectorial y el buen hacer de la compañía en cuanto a sus resultados y previsiones.
- En primer lugar, los **resultados publicados** del primer trimestre muestran buenas dinámicas de fondo, pese a la sobrerreacción negativa inicial del mercado.
- Es cierto que la situación en **Francia** sigue siendo extremadamente competitiva, con Iliad y Bouygues capturando mucho crecimiento de SFR, principalmente en zonas rurales gracias a los despliegues de fibra y que en el segmento bajo del mercado la competencia sigue siendo fuerte. Pero en la parte media y baja, el churn no crece pese a las subidas de precios y la compañía mantiene el guidance de un EBITDAaL estable en Francia para FY24.
- En **España**, tras el cierre de la fusión con MásMóvil se han producido dos mejoras de los objetivos de sinergias a conseguir en los próximos años que aumentan la capacidad de la JV para generar caja y desapalancarse más rápidamente. Adicionalmente la JV ha conseguido refinanciarse en las últimas semanas reduciendo el coste medio de su deuda hasta el 5.7%.
- En el resto de **divisiones**, la reestructuración en la división de Business ya se ha cerrado y tendrá efectos positivos en la segunda mitad del año y se espera reducir la caída del

EBITDAaL de la división a la mitad. La división de MEA sigue con fuertes crecimientos a doble dígito. En términos de capex mantenemos las estimaciones para FY24 de estabilización pese al crecimiento en el primer trimestre por temas de calendarización.

- A nivel **macro**, mantenemos los argumentos comentados en el caso de Telefónica y esperamos que los procesos de consolidación se aceleren en los próximos años gracias a un cambio de mentalidad de los reguladores europeos.
- En general, **sensaciones positivas** tanto a nivel macro como micro, que nos permiten seguir manteniendo una visión positiva sobre la compañía, que continúa realizando un delivery notable en un contexto complejo.
- Mantenemos una valoración **de EUR14 por acción**, pese a una ligera mejora en nuestras estimaciones, con un potencial de más del 30% sobre precios actuales.



- **Verallia es líder mundial en envases de vidrio.** Es Nº1 en Europa, Nº2 en América Latina y Nº3 en el mundo. Con 63 hornos, el grupo produce 17.000 millones de botellas de vidrio. La creciente popularidad de los envases de vidrio en el sector de la alimentación y las bebidas apunta a un crecimiento medio anual del volumen de mercado de alrededor del 3% en los próximos 5 años, aproximadamente el doble que en los últimos 12 años.
- **El objetivo del Grupo es convertirse en el líder mundial, con el menor consumo de CO2 y la imagen más ecológica posible.** Se están tomando dos medidas. La primera es el uso de la tecnología de oxidación, que reduce las emisiones de CO2 en un 18%. Para 2025, un nuevo horno estará operativo en Montblanc, en España, utilizando de nuevo una tecnología de oxidación aún más innovadora que reducirá las emisiones de CO2 entre un 20 y un 30%. Se están realizando estudios sobre hornos híbridos (gas-eléctricos) y 100% eléctricos. El segundo objetivo es la utilización de vidrio reciclado. La proporción de vidrio reciclado debería alcanzar el 66% en 2030 (un aumento de 10 puntos).
- **Ingresos del IT24.** Se mantienen las previsiones para 2024: confirmación de una recuperación gradual de la actividad, con un EBITDA ajustado de alrededor de 1.000 m EUR, incluido un 1S24 más bajo. Está pendiente el cierre de la adquisición del negocio italiano de vidrio de Vidrala ( EBITDA 33 m EUR, precio de adquisición 230 m EUR).
- Como era de esperar, el descenso de los ingresos en el IT fue muy acusado, con una contracción orgánica del 20,7%

excluyendo Argentina y del 12,7% incluyendo Argentina, y un descenso declarado superior al 20%. Principales conclusiones: (i) en del Sur y Occidental, aunque los volúmenes descendieron como se esperaba, en realidad están mejorando mes a mes; (ii) Norte de Europa y Oriental registraron un marcado descenso de los volúmenes, especialmente en cerveza y bebidas espirituosas; y (iii) la situación en Sudamérica es contrastada, con un descenso general de los volúmenes, a pesar de un fuerte repunte en Chile, estabilidad en Argentina y descenso en Brasil. Los beneficios se ven favorecidos por una buena gestión del diferencial precio/mix y por nuevas e importantes ganancias de productividad.

- A la espera de una recuperación del consumo, en particular de bebidas alcohólicas (que muestra signos de reactivación), no introducimos cambios importantes en nuestro escenario, que hemos ajustado al alza en esta fase habida cuenta de la calidad de los resultados obtenidos.
- La visibilidad es escasa en esta fase. Tenemos esto en cuenta en la revisión a la baja de nuestro escenario 2024-2026.  
**Mantenemos la recomendación de Comprar con una valoración de 50 EUR.**





- El grupo tiene **tres negocios principales**: 1) **Travel Retail** (55% de los ingresos): número 2 mundial en retail en aeropuertos; 2) **Negocio editorial** (40% de los ingresos en 2020): número 3 mundial en comercio y educación; 3) **Otras actividades: incluyen la organización de eventos y noticias** (5% de los ingresos). En los últimos años la compañía ha centrado su estrategia en potenciar Travel Retail y el negocio editorial.
  - **Negocio editorial**. A pesar de las presiones inflacionistas (papel, salarios, etc.), se han mantenido algunos de los planes de ahorro establecidos durante el covid, que permitirán la recuperación del EBIT de esta división: Aumentamos nuestra previsión de EBIT 2024e de 523mEUR a 563mEUR, por las buenas perspectivas de Travel Retail. Asimismo, en términos de volúmenes consideramos que la compañía siga mejorando durante este 2024.
  - **Travel Retail**. División impulsada por el repunte de los vuelos europeos y transatlánticos. Las cifras que ha ido reportando esta línea de negocio son positivas, y la mayor visibilidad que arroja este 2024 en el sector turístico junto con un tráfico aéreo creciendo, nos permiten estimar una contribución al margen que podrían superar al negocio editorial. Esperamos que Travel Retail mantenga una senda de crecimiento, apoyado principalmente por la diversificación del negocio (foodservice, travel essentials), que se ha ido adaptando a un cambio en el mix de pasajeros a favor de los productos low cost.
- ¿Por qué invertir en Lagardère?
    1. La **editorial sale reforzada** espera un margen superior al 10%,
    2. **Travel Retail: en plena recuperación**, EBIT creciendo y con gran peso en el grupo,
    3. **Buenos resultados del 1Q24, y perspectivas positivas para el resto del año.**
      - Los resultados operativos siguen siendo buenos, en particular en Travel Retail, que prosigue su recuperación.
  - Los buenos resultados operativos en ambas actividades principales nos permiten elevar nuestra valoración de 29EUR a **31EUR**, confirmando nuestra **recomendación de compra**.



- **La nueva Veolia nace de la adquisición del 60% de los activos de Suez**, los cuales entrarán en funcionamiento en el corto plazo. Esto la convierte en la compañía referente en medioambiente, tratamiento de aguas, energías limpias y reciclaje. Se verá muy favorecida por el incremento del “Green Pipeline” como respuesta a la descarbonización y a la necesidad de no depender de fuentes energéticas de economías inestables. (Véase en el caso del conflicto en Ucrania).
- **Veolia es la idea temática clave para el contexto actual** y es la única referencia en su categoría que ofrece suficiente tamaño y liquidez para sus inversores. Su indiscutible liderazgo justificaría una prima frente a sus comparables en donde sin embargo es de las pocas que todavía no han experimentado un re rating.
- **La aportación de su estructura de negocio se compone de:** 40% de ventas en actividades de agua, un 35% en reciclaje y un 20% en gestión energética y descarbonización. Los players europeos buscarán soluciones medioambientales para cumplir tanto con ESG como para impedir nuevas imposiciones administrativas.
- **Opera en un amplio radio de países**, ganando cuota de mercado en economías donde ya se encontraba presente, así como en lugares donde todavía no estaba operativo. Posee una importante diversificación regulatoria al encontrarse en una importante base de países con diferentes autonomías.
- **Durante 2022, Veolia ha anunciado un número de contratos** relacionados con la recuperación de la energía desde los residuos: 1) La creación de la unidad de cogeneración, a través de “Solid Recover Fuel” para la empresa Solvay. 2) Acuerdo con Total Energies para producir biometano desde el tratamiento de lodo desde el residuo de aguas en 15 diferentes países. 3) El desarrollo de la colaboración con Waga Energy para producir biometano desde cuatro vertederos en Francia.
- **Veolia produce 1.6TWh de biometano en Francia y 6TWh en todo el mundo.** Estimamos que los tres los tres proyectos enunciados previamente contribuirán a generar 2,6TWh potenciales. Esta cifra es muy baja en comparación con la necesidad de consumo anual de gas en Francia cercano a los 500TWh.
- **La escasez de capacidad alternativa en Europa**, desembocaría en un incremento de la producción de biogas en donde la GRDF (Gaz réseau distribution France) estima que en 2030 un 20% del gas consumido en Francia será a partir del biogas.
- **Como riesgos podemos contemplar** su sensibilidad a movimientos en tipos de interés, presión inflacionista en los inputs, lo que podría afectar a sus beneficios.
- **Hemos añadido Veolia en nuestra selección Top picks** de ESN particularmente porque la premisa del conflicto en Ucrania fortalece el prospecto de crecimiento de la compañía. A la vez sus soluciones tecnológicas de “waste to energy” podrían reemplazar las importaciones de gas ruso y contribuir a la descarbonización.
- **Recomendación:** Oportunidad de compra en 28EUR/acción. Hablamos de un valor único en economía circular que se beneficiará de importantes sinergias tras la adquisición de los activos de Suez. La marea de fondo seguirá siendo un contexto en donde las empresas están demandando actividades urgentes en la transición energética. Veolia cotiza con un 40% de potencial, ofrece casi un 5% de dividendo 2023e y esperamos un ROCE del 8-9% para los próximos ejercicios.



- Mantenemos Prysmian en nuestra cartera modelo incluso con el **buen comportamiento** mostrado en los últimos meses (+20% en los últimos tres meses) debido a la fortaleza de sus fundamentales y a sus últimas operaciones corporativas que nos han hecho mejorar nuestra valoración.
  - Se trata de una compañía especialista enfocada en el diseño, desarrollo, producción, distribución e instalación de un abanico de **cables**. En los sectores de Energía y Telecomunicaciones, reafirma su liderazgo produciendo los cables submarinos y subterráneos necesarios para la transmisión de electricidad de alto voltaje en banda ancha y a alta velocidad.
  - Empezando por lo más reciente, la compañía anunció a mediados de abril la **adquisición de Encore Wire**, un fabricante de cables americano por un importe de EUR3.9bn. Esta operación permitirá al grupo incrementar la contribución de USA en el EBITDA de c.42% actual a un c.55%. La operación se ha realizado a un múltiplo de 8.2x EV/EBITDA<sub>23</sub> (en línea con la cotización actual del grupo) y 6.3x post sinergias.
  - Con esta operación, el grupo adelanta más de un año sus objetivos de generación de **FCF** marcados en su último CMD en 2023 y situará su deuda neta en c.EUR5.1bn (c.2.4x DN/EBITDA). No obstante, el fuerte FCF estimado a generar (EUR4.2bn en 2024-2028) permitirá a la compañía un desapalancamiento rápido.
  - En relación a su negocio, la compañía presentará **resultados** trimestrales el próximo 9 de mayo, los cuales esperamos que mantengan las tendencias observadas en trimestres anteriores.
- **Prysmian opera en dos divisiones principales:** 1) Cables y sistemas de energía, la cual produce tendido industrial para automóviles, ferrocarril y minería. 2) Cables y sistemas Telco para fibra óptica además de cableado de cobre para transmisión de voz y vídeo. **El modelo de negocio posee el mejor mix de producto:** Obtiene los mayores y mejores márgenes consolidados, así como la mayor generación de FCF en la industria.
  - **PRY ha ganado numerosos contratos en el área de proyectos y por ello, la cartera de pedidos ha alcanzado un máximo histórico de más de 4Bn EUR.** Las perspectivas de negocio para los próximos trimestres son buenas con una fuerte demanda de servicios.
  - **Recomendación:** Basado en todo lo anterior y en las nuevas estimaciones con la consolidación de Encore Wire, mejoramos nuestro precio objetivo hasta los EUR62.5 por acción, con un potencial de c. +20% frente a precios actuales.

¿POR QUÉ INVERTIR  
CON **GVC GAESCO**?

**+50**  
AÑOS DE HISTORIA

**+300**  
PROFESIONALES

**+30.000**  
CLIENTES

**+4.500**  
MILLONES DE EUROS  
ADMINISTRADOS Y GESTIONADOS



¿YA ERES PARTE DE  
**GVC GAESCO**?

Ponte en contacto con tu asesor  
patrimonial o escríbenos a

**[atencioncliente@gvcgaesco.es](mailto:atencioncliente@gvcgaesco.es)**

También puedes llamarnos al

**932712000 | 911988500 | 900909065.**

Estaremos encantados  
de atenderte

**ACCESO CLIENTE**



¿AÚN NO ERES  
CLIENTE?

Hazte **Cliente de GVC Gaesco** en  
pocos minutos, de forma segura  
y completamente online.

**Abrir una cuenta no tiene  
asociado ningún coste.**

**HAZTE CLIENTE**

Información relativa a Abuso de Mercado y Conflictos de Interés e histórico de recomendaciones disponibles en [www.gvcgaesco.es](http://www.gvcgaesco.es).

GVC Gaesco Valores S.V., S.A., es una sociedad regulada por la CNMV y está inscrita con el número 182 en el Registro Oficial de Sociedades y Agencias de Valores de la C.N.M.V.

Toda la información contenida en este informe ha sido recopilada y elaborada de buena fe por GVC Gaesco Valores S.V., S.A., de fuentes que consideramos fiables (incluyendo las cuentas y auditorías públicas). Las opiniones expresadas en el mismo son exclusivas de nuestro departamento de análisis en el momento de publicar este informe, pudiendo cambiarse en cualquier momento sin aviso previo y sin comunicación. No existe una frecuencia prevista para la actualización de las recomendaciones. La recomendación contenida en este documento, no ha sido comunicada con anticipación al emisor. Este documento no constituye una invitación a comprar o vender títulos. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., no acepta ninguna responsabilidad del uso de este informe GVC Gaesco Valores S.V., S.A., no tiene posiciones propias de inversión en los valores mencionados en este informe. Puede existir alguna relación de tipo comercial entre GVC Gaesco Valores S.V., S.A., y el emisor sobre el que se emite este informe, y en ese caso se detalla en el apartado siguiente. Este y otros documentos sólo son una fuente de información, entre otras, que no pretende constituir en sí mismo una herramienta de decisión de inversión. En ningún modo este u otros documentos de análisis realizado por nosotros, puede ser utilizado para la toma de decisiones de inversión. Cada inversor es responsable de sus propias decisiones y este documento u otros sólo constituyen una fuente de información complementaria. Este documento ha sido distribuido solo a inversores o potenciales inversores profesionales, cualificados y seleccionados y no ha sido distribuido de forma genérica. Cualquier utilización de este documento implica una comprensión y una aceptación explícita de estas advertencias.

## A la fecha del presente informe, GVC Gaesco Valores S.V., S.A.

- Actúa **como asesor registrado, agente o proveedor de liquidez** de las siguientes empresas: Catenon SA; Clever Global SA; Facephi Biometría SA., Griñó Ecologic SA, NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); Solaria Casiopea (bonos MARF); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Imaginarium, SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A. Pangea Oncology, S.A.; Investment Media Optimization S.A., Inmobiliaria del Sur S.A., Club de Futbol Intercity, S.A.D (CITY); Profithol S.A. (SPH); Vytrus Biotech.; Labiana Health, S.A.; Axon Partners Group, S.A., Biotechnology Assets S.A., Grupo Greening 2022, S.A; Ktesios Real Estate Socimi, S.A., Gigas Hosting, S.A.
- Ha participado o participa **como entidad agente o colocadora** en operaciones corporativas con las siguientes empresas: Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A; The Nimo's Holding; Parlem Telecom Companyia de Telecomunicaciones SA; Inversa Prime Socimi SA; Profithol S.A. (SPH); Hannum S.A., OPDEnergy Holding S.A; Labiana Health S.A., Axon Partners Group S.A., Deoleo S.A., Audasa, S.A., Agile Content, S.A, GIGAS Hosting, S.A., TIER 1 Technology, S.A., Atrys Health, S.A, Pangea Oncology, S.A, Obras y Servicios COPASA, Inmobiliaria del Sur, S.A.G
- Tiene suscrito un **contrato de liquidez** con arreglo a la Circular 1/2017 CNMV con: Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); ENCE Energía y Celulosa; Cementos Molins, Desarrollo Especiales de Sistemas de Anclaje, S.A. (DESA); LAR España S.A.
- Tiene suscrito un **acuerdo de corporate brokerage** que comprende un acuerdo de servicios de análisis a cambio de honorarios (Análisis Esponsorizado/Sponsored Research) con: Agile Content; Atrys Health; Audax Renovables; Gigas Hosting; Catenon; Greenalia; TIER1 Technology; Vytrus Biotech. Dichos servicios incluyen informes que han podido ser vistos previamente por las empresas citadas.

## Sistema de Recomendación

En GVC Gaesco Valores S.V., S.A., y ESN utilizamos un sistema de recomendación absoluto (no relativo a otros valores o índices). Es decir que cada uno de los valores analizados se clasifica en base a la rentabilidad total (evolución de la acción más rentabilidad por dividendo) estimada por el analista en un periodo aproximado de 12 meses. El último responsable de la recomendación sobre una empresa cotizada es el analista del mismo. La recomendación para una acción cotizada suele estar relacionada con el potencial desde la última cotización hasta el precio objetivo (o valoración teórica) fijado por un analista, pero éste no es el único factor que la determina, ya que el analista responsable, puede incluir en su recomendación otros elementos cualitativos como la volatilidad del mercado, el momentum de resultados, el flujo de noticias a corto plazo, los posibles escenarios de fusiones y adquisiciones y otros elementos subjetivos.

Nuestro sistema se basa en 5 recomendaciones: Comprar, Acumular, Neutral, Reducir y Vender. En casos excepcionales habrá valores sin recomendación o bajo revisión.

**Comprar (Buy):** Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa por encima del +15% para los próximos 12 meses.

**Acumular (Accumulate):** Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa entre el +5% al +15% para los próximos 12 meses

**Neutral (Neutral):** Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa entre el -5% al +5% para los próximos 12 meses

**Reducir (Reduce):** Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa entre el -5% y el -15% para los próximos 12 meses

**Vender (Sell):** Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa por debajo del -15% para los próximos 12 meses

**Bajo Revisión (Rating Suspended).** La recomendación está suspendida por: a) una operación corporativa (OPA; Oferta Pública de Suscripción (OPS) etc); en la cual un miembro de ESN participa/o pudiera participar con el emisor o con una parte relacionada con el emisor; b) cambio de analista del valor; c) la recomendación de un valor está bajo revisión.

**Sin recomendación (Not Rated).** Un valor del que se produce análisis pero no cotiza, en el que se suspende la cobertura temporalmente ó un valor que está en trámite de salida a bolsa con participación de un miembro de ESN o una filial relacionada.



[www.gvcgaesco.es](http://www.gvcgaesco.es)

[atencioncliente@gvcgaesco.es](mailto:atencioncliente@gvcgaesco.es) | 93 271 20 00 - 91 198 85 00 - 900 909 065