



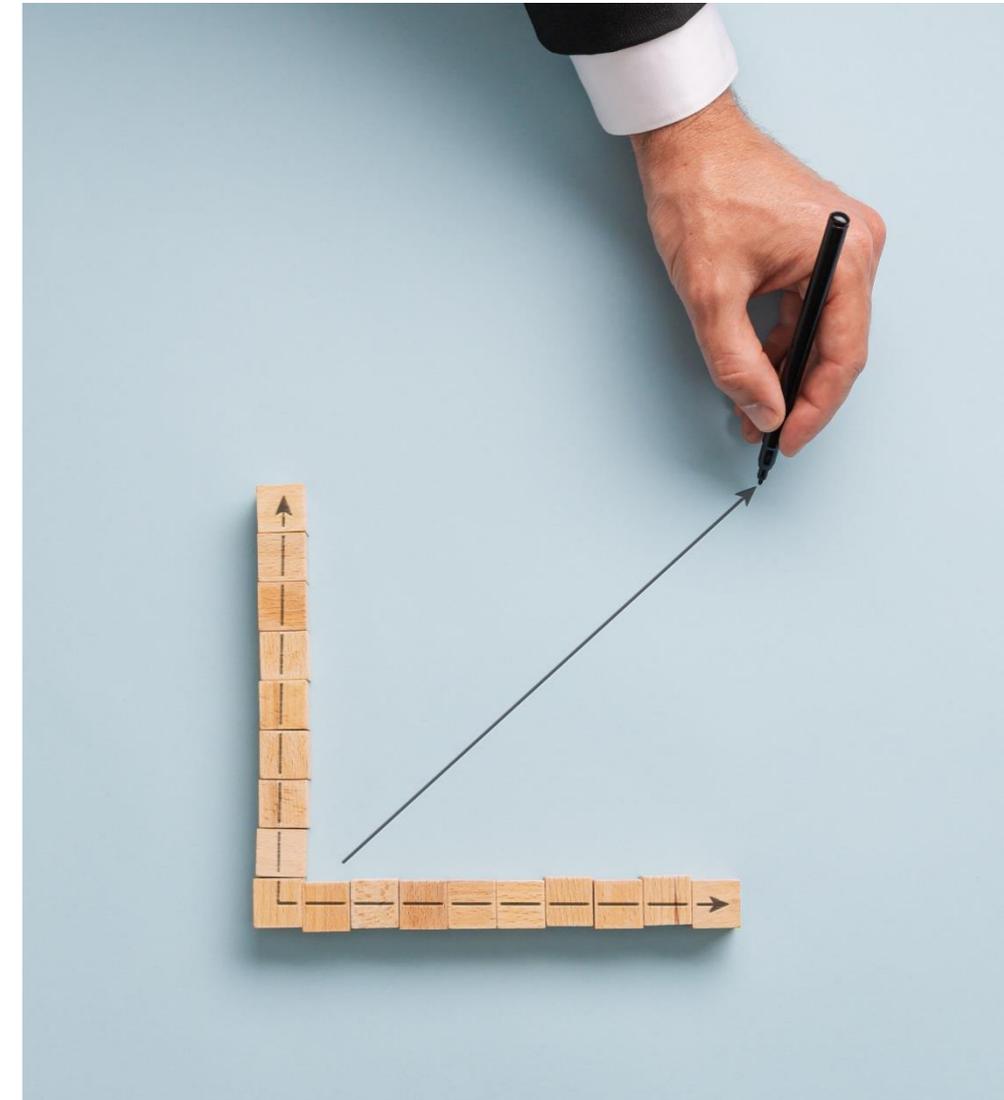
# **VISIÓN DE RENTA VARIABLE 2023,** el año de la normalización

Diciembre 2022

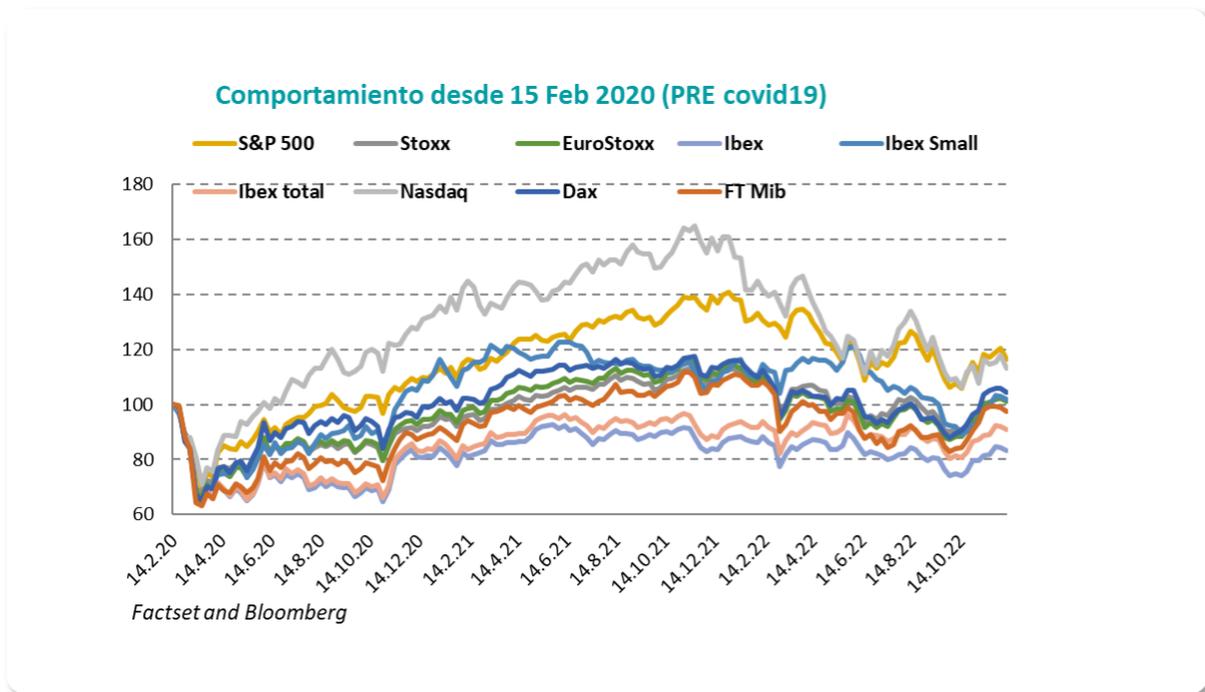


## Dos años después parece que la normalización puede llegar a los mercados: a la espera de la estabilización de tipos y del COVID en China

- El shock creado por la pandemia en la cadena de producción y acrecentado y alargado por la invasión rusa de Ucrania a alargado sus efectos a todo el 2022, pero hay signos de que está aflojando actualmente.
- Nuestras estimaciones ya eran en 2021, que la recuperación de los niveles pre-covid llegaría en 2023 y la crisis energética a través de la inflación, ha retrasado la recuperación en unos meses pero aún dentro de ese año.
- El desequilibrio entre evolución de resultados y de cotizaciones se ha agrandado en 2022, en nuestra opinión por el incremento del riesgo financiero por la sobre-reacción de los bancos centrales.
- El estrangulamiento de la oferta de algunos materiales puede verse superado por exceso de producción.
- En los últimos meses los movimientos en las bolsas han estado, en nuestra opinión, más condicionados por una selección top down sectorial, que por una política de selección de valores, lo que ha ayudado a que en muchos valores se haya generado una oportunidad de entrada interesante.
- Tras la tormenta que esperábamos en 2022, vemos posible el retorno de la calma a los mercados en 2023.
- Las consecuencias de la situación geopolítica y del COVID en China, siguen siendo impredecibles, pero si no empeoran, vemos un potencial del 20% en la renta variable en 2023.
- Durante el año hemos ido ajustando las listas de valores a la nueva situación de tipos y riesgos. En la actualidad apostamos por mayor revalorización en bancos y en empresas castigadas por la rotación sectorial en 2022, como las utilities, las constructoras y los valores industriales.



# Dónde estamos: Partimos de niveles poco exigentes en 2023



Todos los índices de nuestro entorno están en negativo en 2022, cumpliéndose nuestra visión de un año complicado después del fuerte rebote de 2021 y por el cambio de ciclo en los tipos de interés: **PÉRDIDAS DE ENTRE UN 5% Y UN 30% EN 2022.**

El Ibex, por su configuración sectorial, muestra el mejor comportamiento anual, mientras que el Nasdaq muestra la peor evolución, como toma de beneficios después de la subida de los últimos años: **EL IBEX SOLO PIERDE UN 5% FRENTE AL 10% DE EUROPA.**

Esta mala evolución en 2022, provoca que los principales índices europeos se encuentren a niveles similares a febrero de 2020, pre-Covid. El Ibex está un 12% por debajo pero el Ibex Small Caps está por encima de esa referencia. EEUU conserva alrededor de un 20% de revalorización.

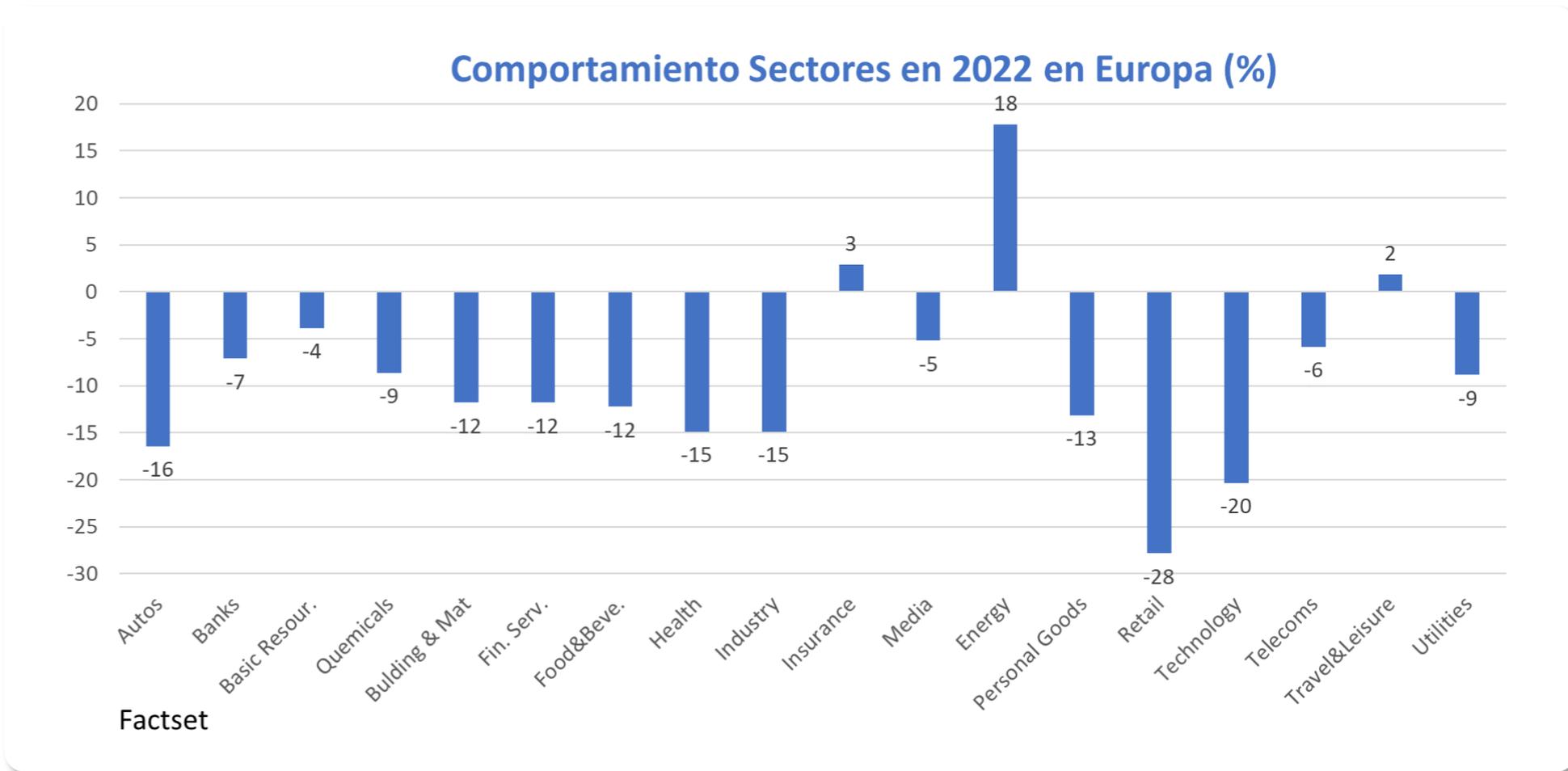
Desde mediados de octubre el mercado de renta variable ha recuperado algo del terreno perdido. Una prueba más de que el dopaje de los últimos años ligado a los bajos tipos aún es efectivo, es que este repunte se ha producido alentado por algún signo de que la inflación ha tocado techo y por algún disenso sobre las subidas de tipos en los BBCC.

# Comportamiento sectorial: riesgos a corto frente a macro tendencias

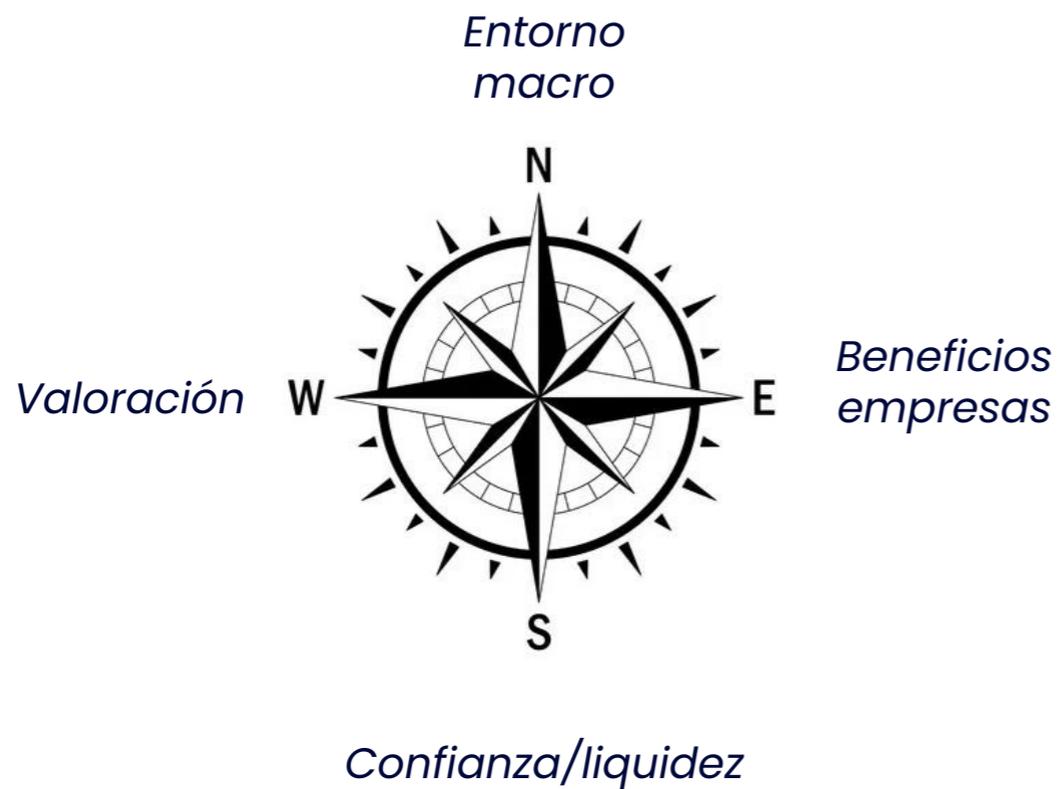
Mirando en el corto plazo del año en curso, el sector ganador como no podía ser de otra manera, está siendo el energético, frente al más penalizado que es retail.

Tecnología, Bancos, Energía muestran la dicotomía y las oportunidades que puede dar el corto plazo

Destacan positivamente además de energía, seguros, turismo y ocio, materias primas, telecomunicaciones, media y utilities.



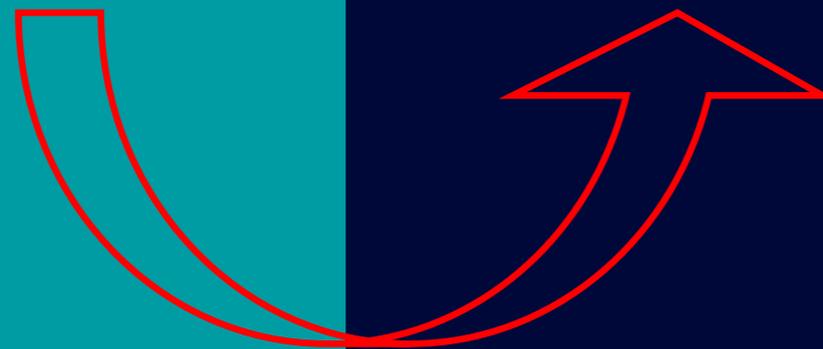
# Revisitando las principales coordenadas que marcan el paso a la bolsa



**Sin embargo si la UE tiene éxito en rebajar la dependencia de la energía rusa, la influencia del conflicto en el mercado se puede ir reduciendo**

**Febrero 2022:  
Escenario  
duración media**

**Septiembre 2022:  
Escenario  
duración larga**



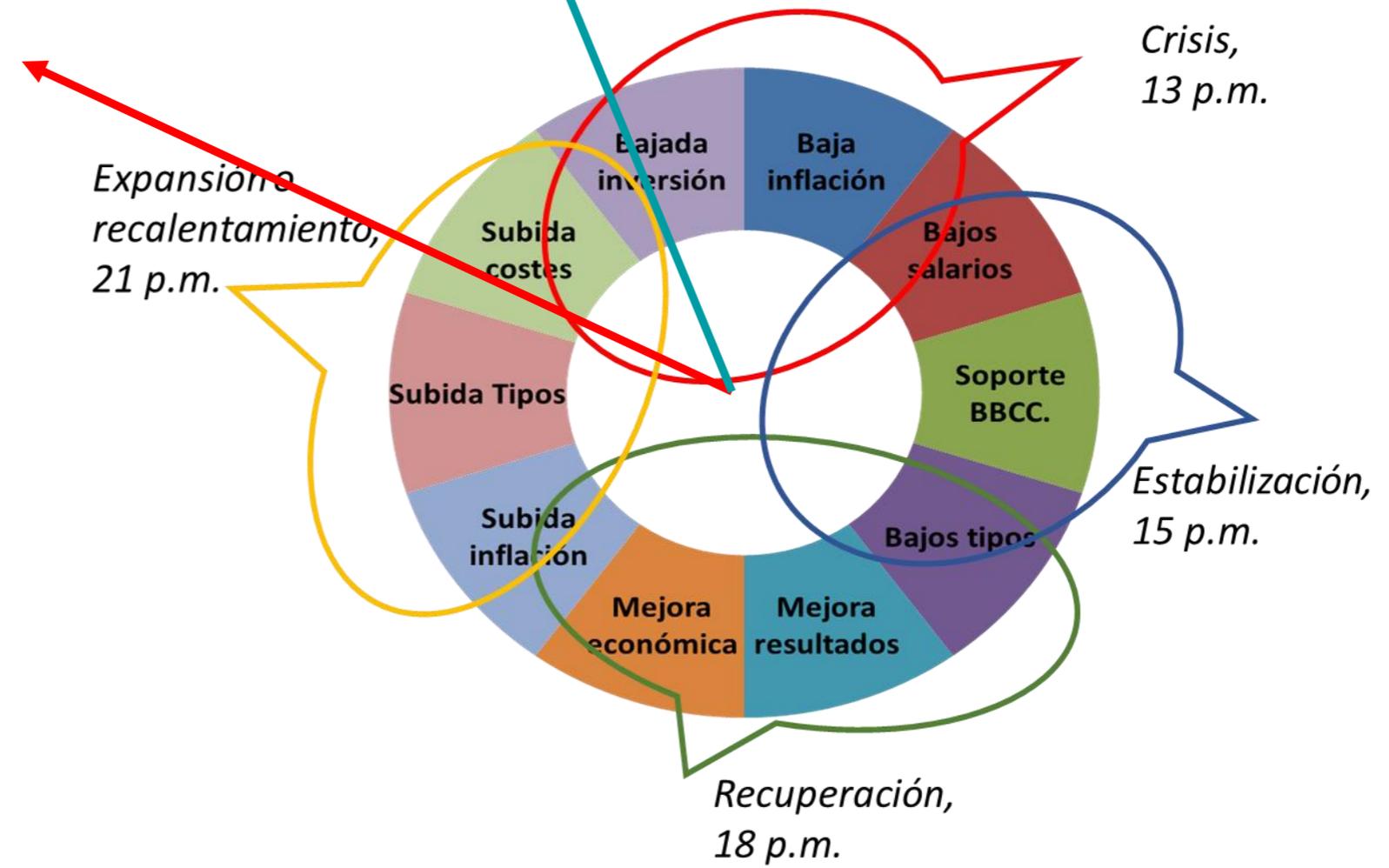
## Ese comportamiento obedece en parte a que en Ucrania, se ha pasado a un escenario de conflicto prolongado

	Desescalada	Enquistamiento	Extensión
<b>Banco Centrales</b>	Bancos Centrales continúan con la estrategia diseñada antes de la invasión, donde ya existía cierta aceleración en el proceso de subida de tipos	Comenzarían divergencias de actuación por zonas geográficas. El BCE retrasaría la retirada de estímulos, mientras que la FED mantendría subidas a menor ritmo	Bancos Centrales replantean su escenario de política monetaria. Continuaría la política acomodaticia.
<b>Impacto en Bonos 2022</b>	10 yr UST 2,00% / 2,25%	10 yr UST 1,60% / 1,85%	10 yr UST 1,00% / 1,25%
	10 yr ALE 0,20% / 0,40%	10 yr ALE -0,20% / 0,00%	10 yr ALE -0,50 / -0,25%
<b>PIB</b>	3,20%	2,10%	-0,10%
<b>IPC</b>	4,80%	5,80%	7,90%
<b>Revalorización esperada 2022</b>	10% / 20%	0%	-10% / -15%
<b>Mercados</b>	Europa	EEUU	EEUU
<b>Sectores</b>	Cíclicos, Financiero, Consumo	Megatendencias: Renovables, demografía y digitalización	Sectores defensivos: alimentación, telecom, consumo básico
	Estilo Value	Alimentación, Infraestructuras, Telecomunicaciones y Defensa	Defensa, Software, Infraestructuras
	Small Caps	MMPP GARP Large Caps	Defensivo (bond proxies) Oro, dólar, dividendo
<b>Probabilidad</b>	30%	50%	20%

El ciclo económico y de inversión se cumple **aunque la duración de sus fases se altera por los shocks externos**

6-7 meses

El reloj del ciclo económico y de inversión



# El riesgo geo-estratégico por el momento está perdiendo momentum

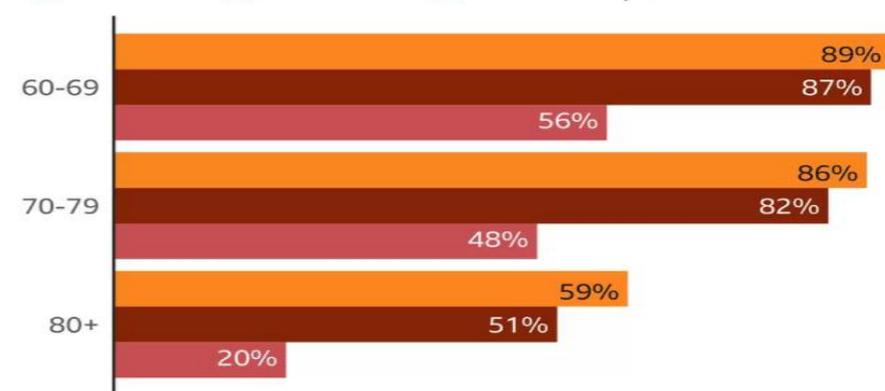


Rechazamos las armas nucleares, pero Taiwan es una línea roja



Estamos listos para la paz, pero las tropas rusas deben retirarse

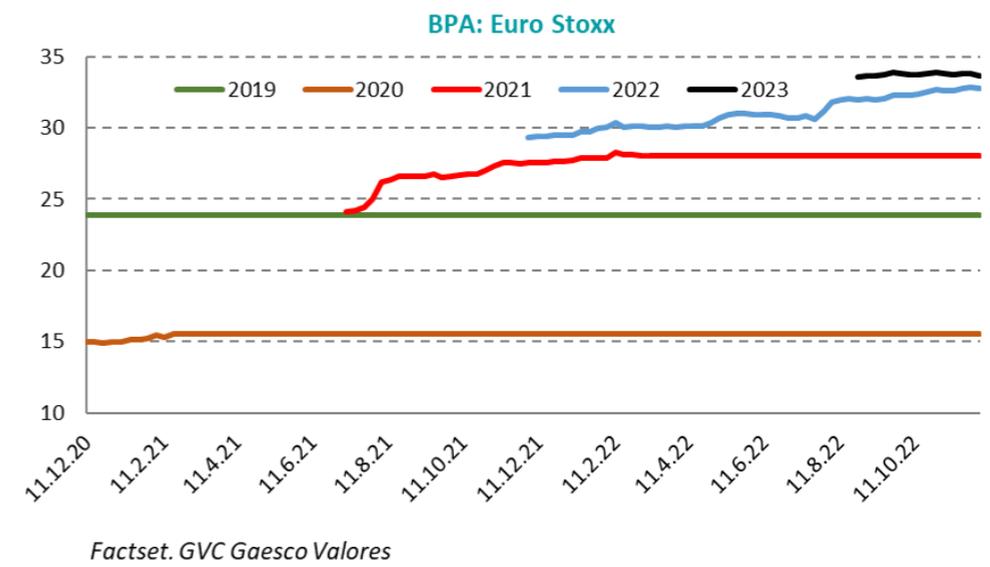
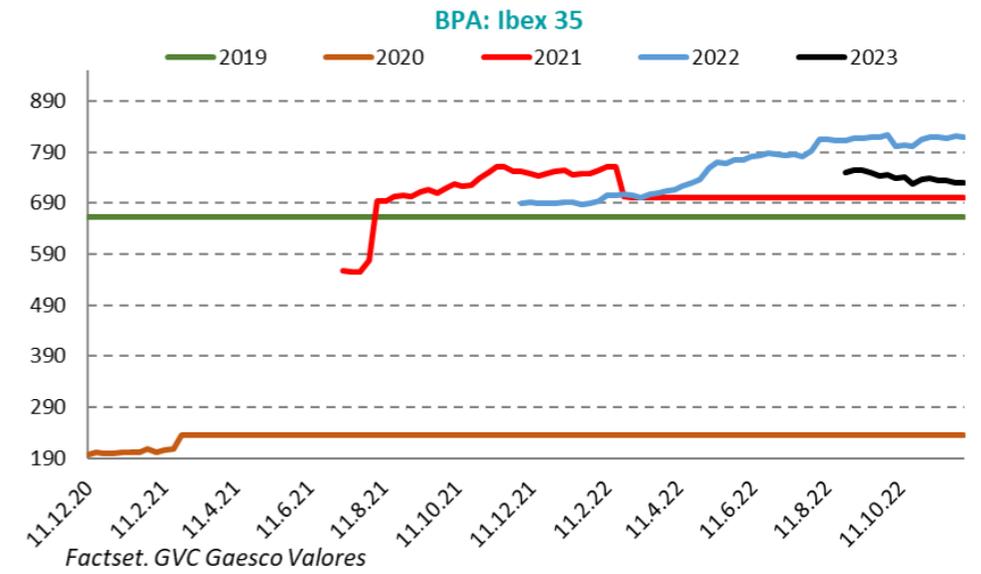
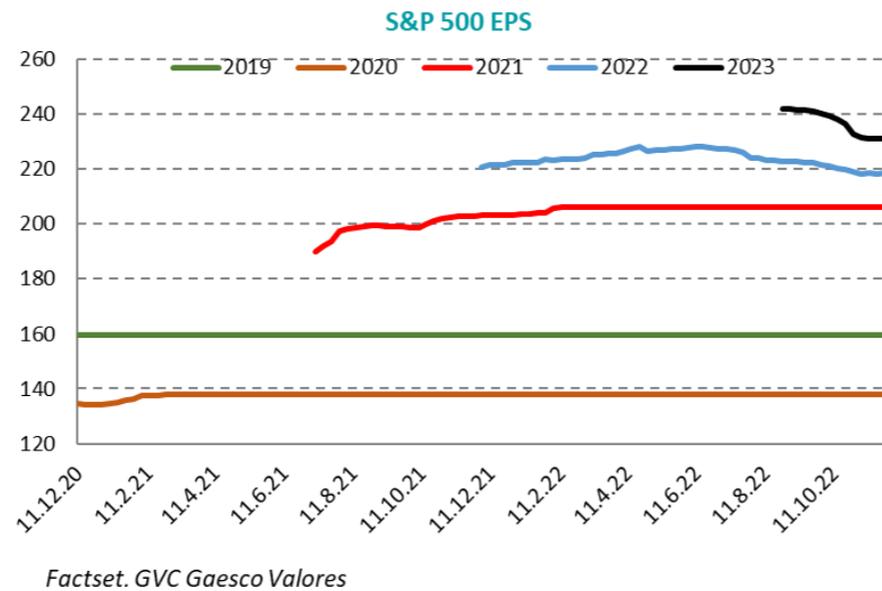
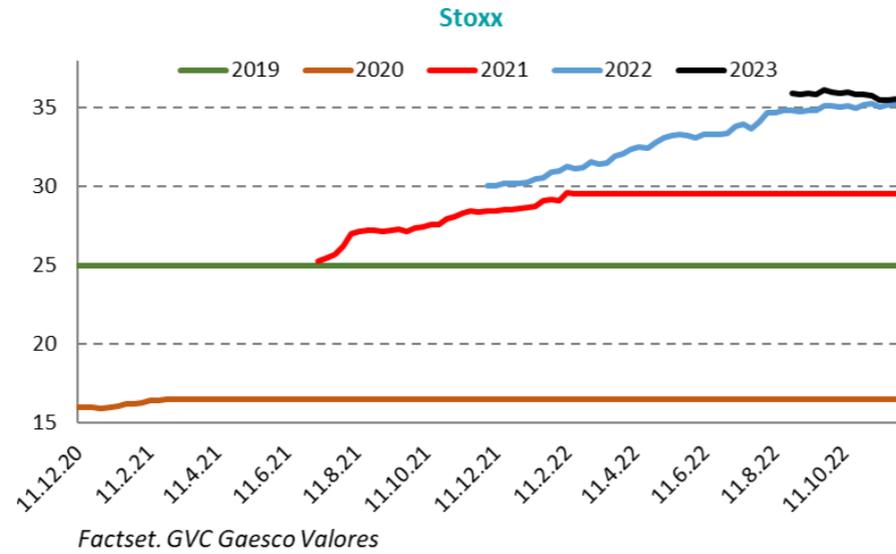
Lower vaccination levels in China's over-80s  
Percentage of population vaccinated by age group and dose



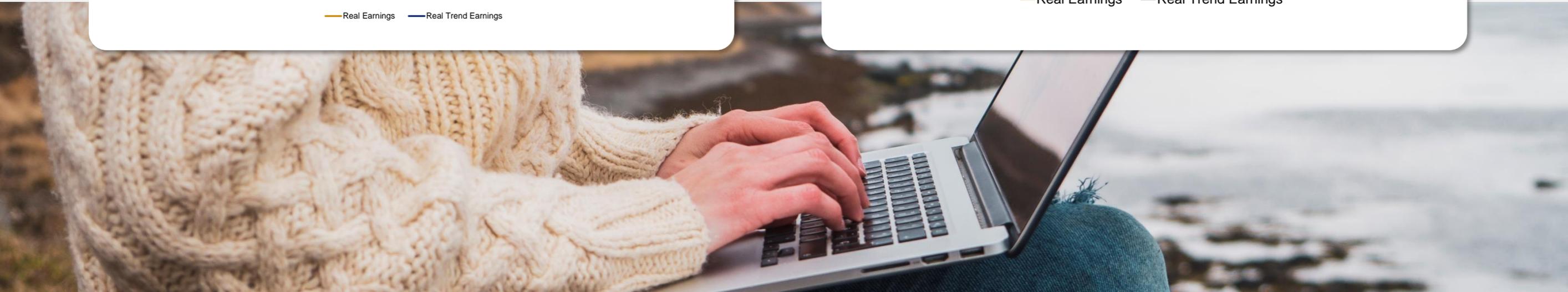
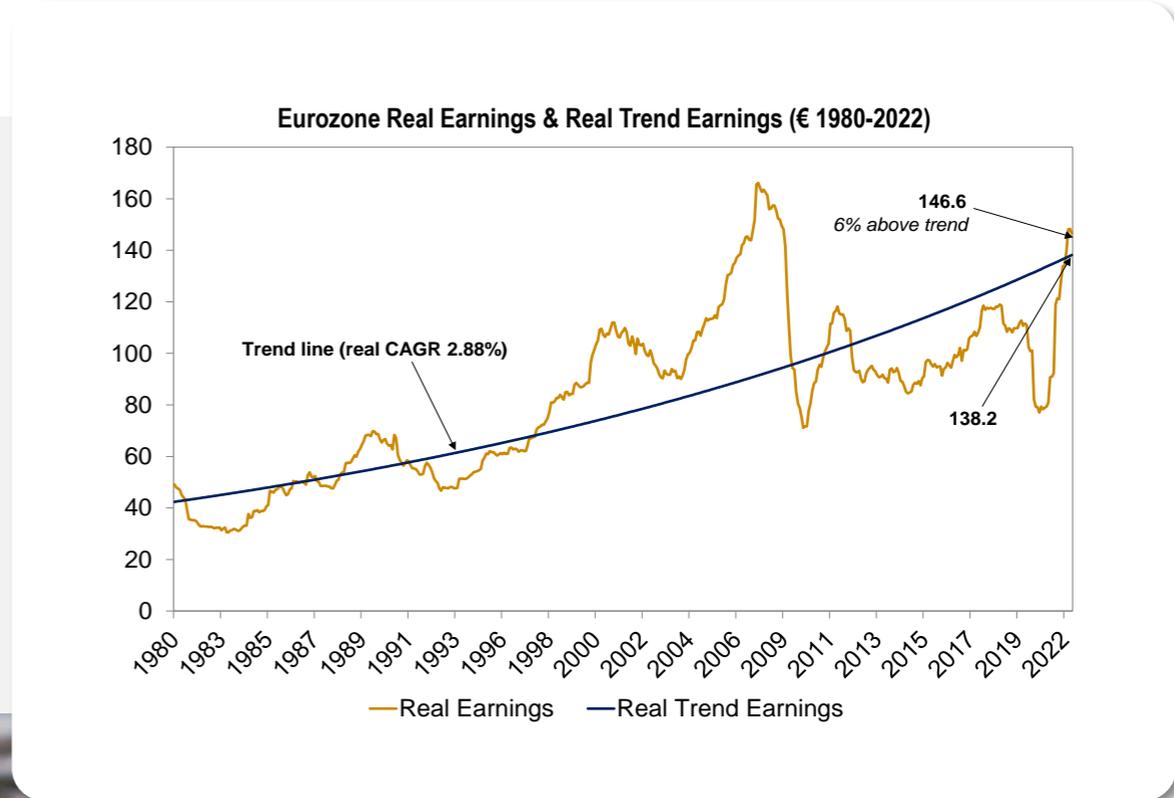
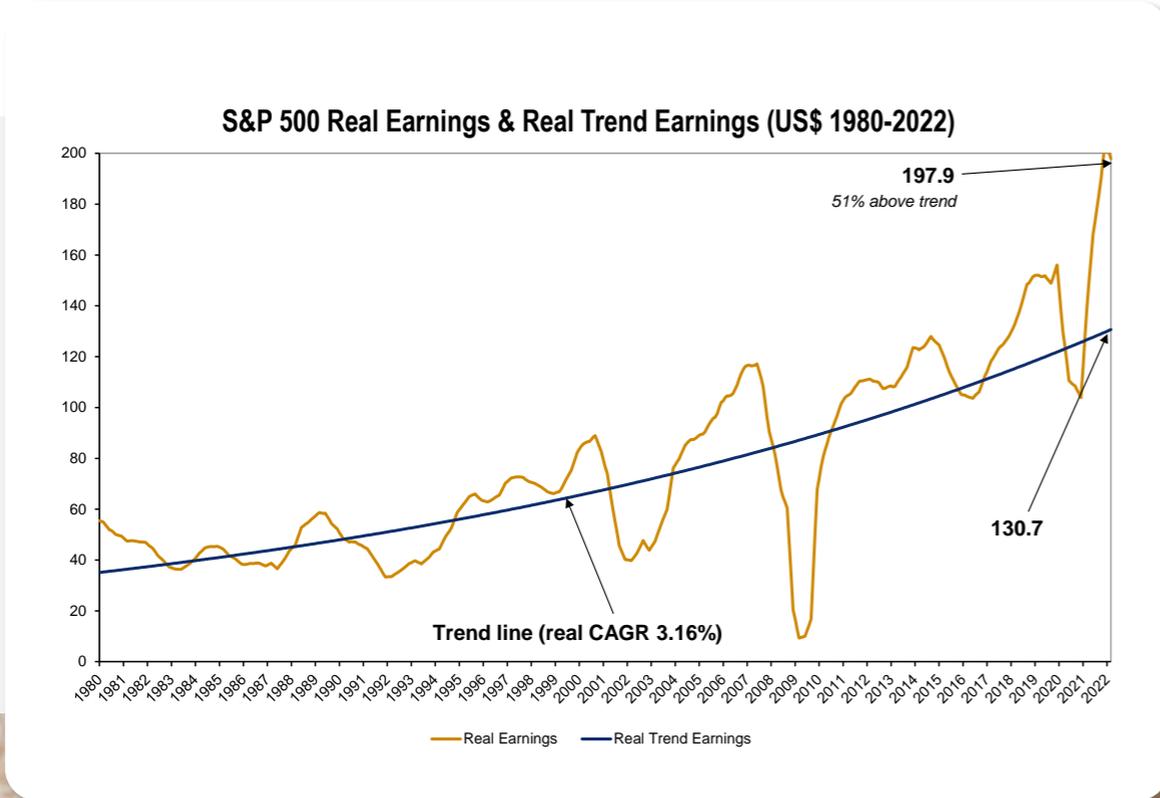
Source: Chinese National Health Commission



Por el momento las estimaciones de beneficios después de la presentación de 9M22 siguen siendo alcistas...pero se detectan retrasos en traspaso de costes



Lo cierto es que después de muchos años con muchos factores a favor, **los beneficios empresariales están por encima de lo que sería el nivel tendencial a largo plazo** y hay riesgo de que se produzca una reversión a esa referencia



**¿Anticipan las caídas de los mercados un ajuste a la baja seguro en beneficios?**

**¿o se confirmarán estas estimaciones dando margen a subidas de bolsa?**

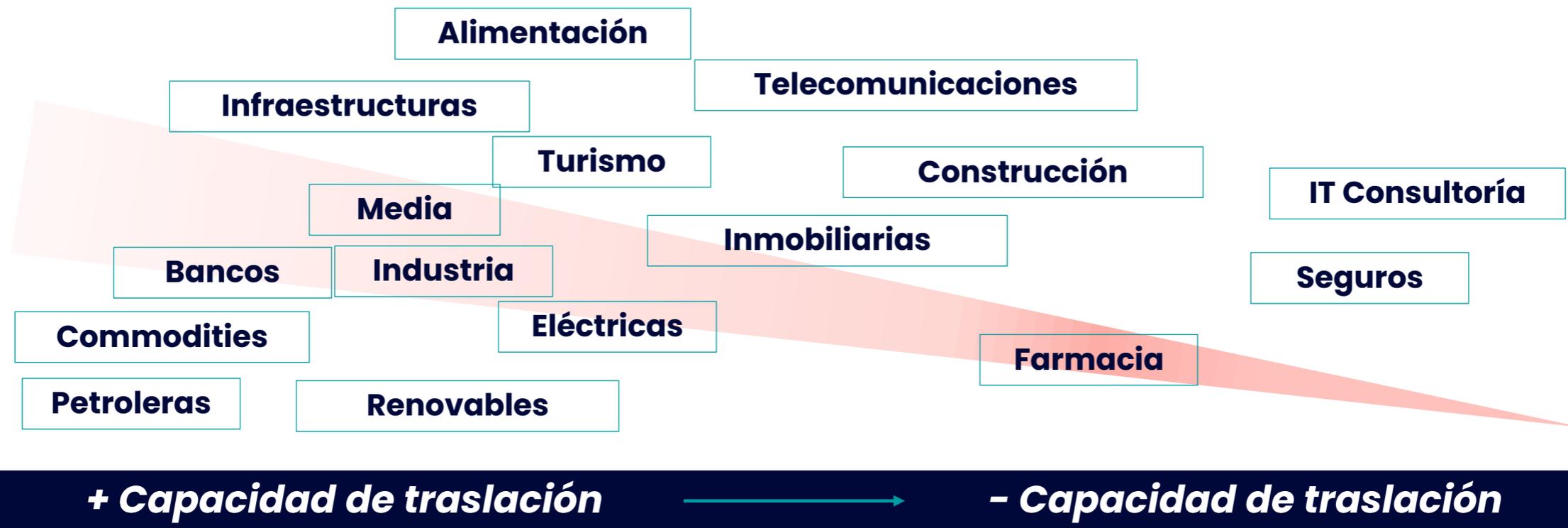
### **Apoyando los beneficios**

- Capacidad de fijación de precios
- Control de los salarios
- Gestión correcta de existencias
- Consumo resistente
- Comienzo de la bajada de precio de las materias primas
- Bajada costes de transporte
- Medidas de eficiencia

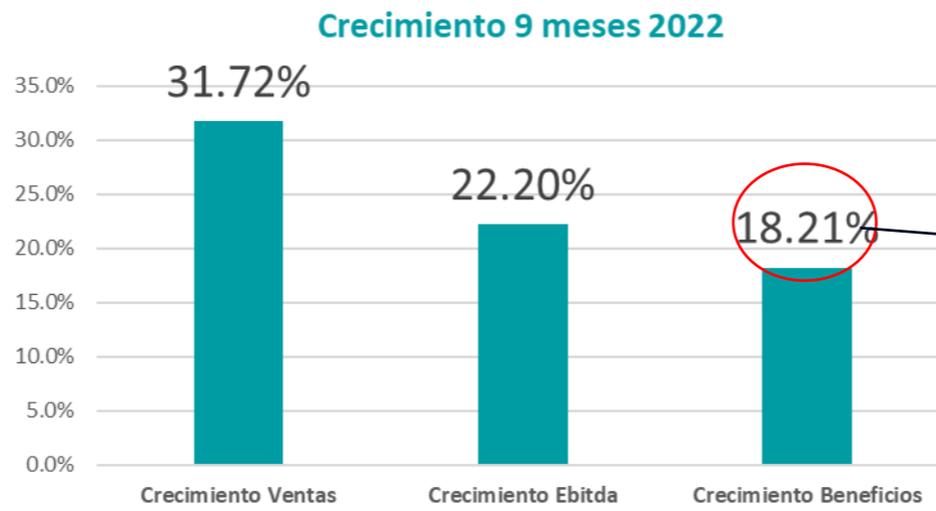
### **En contra de los beneficios**

- Revisiones a la baja del crecimiento del PIB
- Prolongación de los factores coyunturales como Ucrania, sequía o China
- Subidas de tipos de interés
- Agotamiento del ahorro embalsado
- Intervención pública con impuestos
- Reversión a la media cíclica

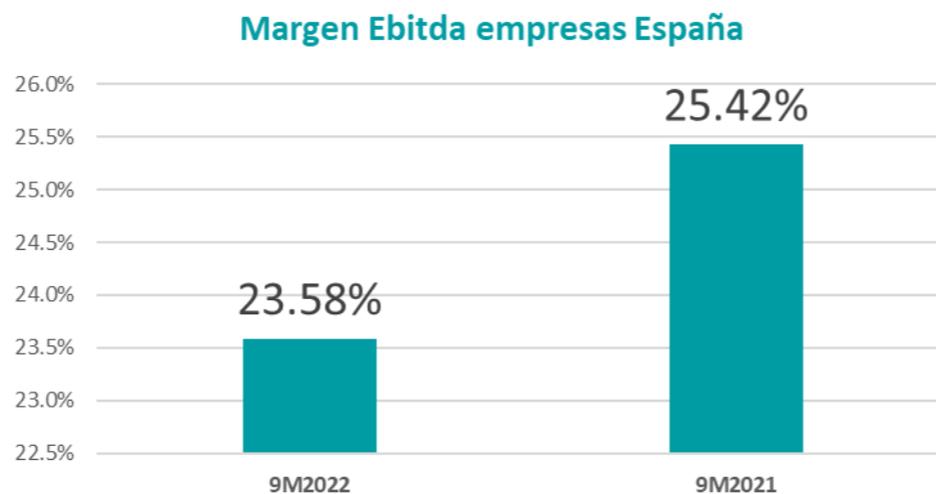
# La capacidad de traslado de costes a precios cambia por sectores



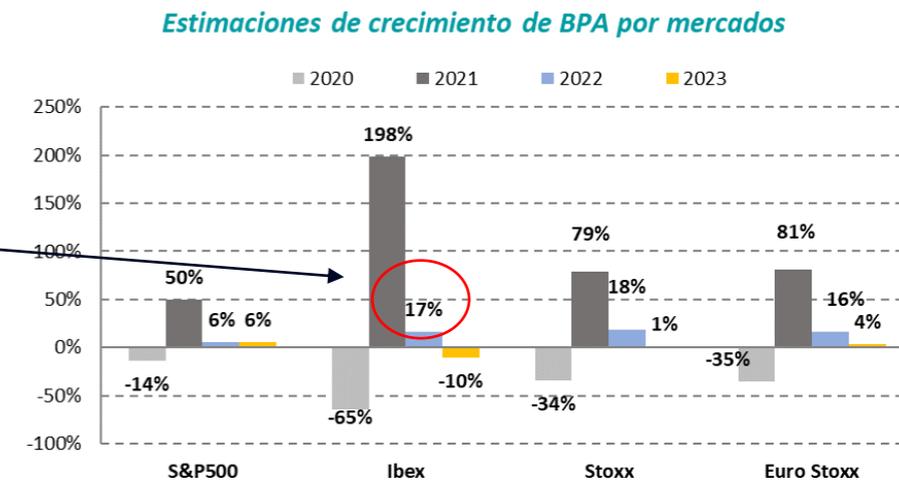
**Resultados empresariales 9M22 España, en línea de lo esperado pero afectados por la inflación de costes (traslación más lenta a precios)**



Estimaciones GVC con datos 9M2022



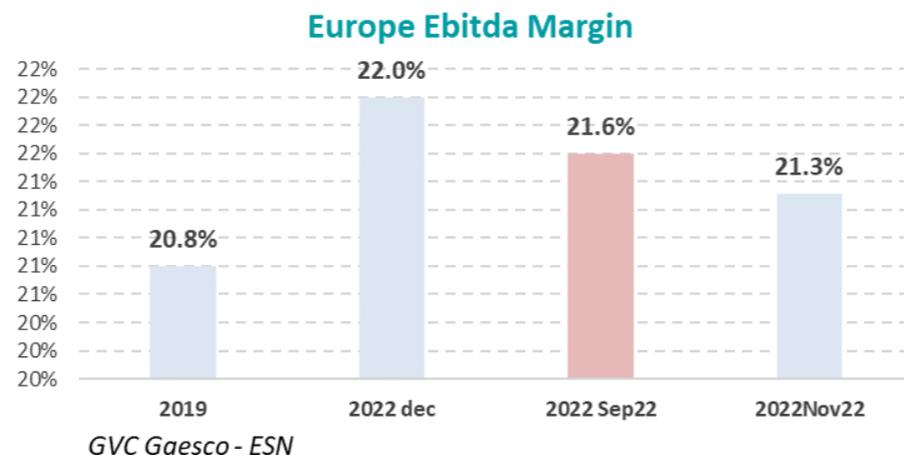
Estimaciones GVC con datos 92022



Estimaciones Factset, ESN y GVC Gaesco

- Los beneficios están creciendo en línea de lo esperado +18%
- El avance está muy apoyado en el aumento de ventas de más del 30%.
- El margen operativo se ha estrechado en casi 2 puntos, por la inflación de costes, pero el crecimiento nominal es muy atractivo.

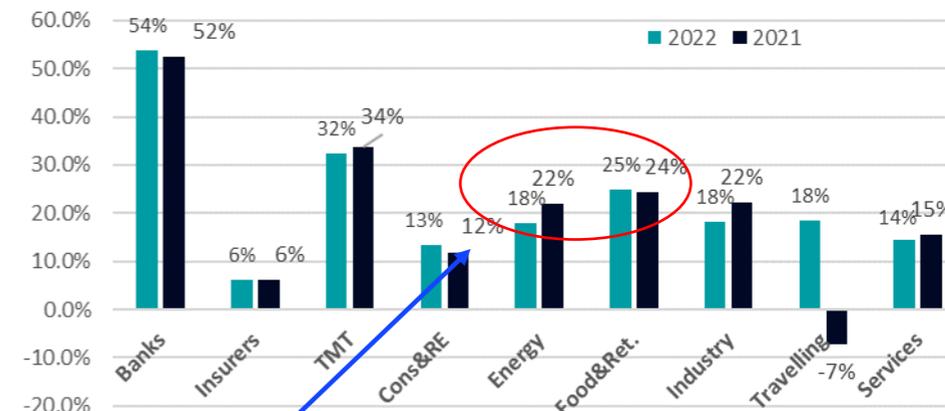
## Resultados sectoriales 9M22, el estrechamiento de márgenes va por "barrios"



	Revenues	Operating	Reported N	Adj. Net Inc
Banks	12%	15%	2%	23%
Insurers	11%	14%	2%	1%
TMT	12%	8%	-84%	-37%
Cons&RE	23%	39%	87%	53%
Energy	63%	33%	37%	49%
Food&Ret.	24%	27%	30%	44%
Industry	18%	-3%	-5%	-30%
Travelling	121%	662%	123%	125%
Services	20%	13%	2%	4%

Estimaciones GVC con datos 9M2022

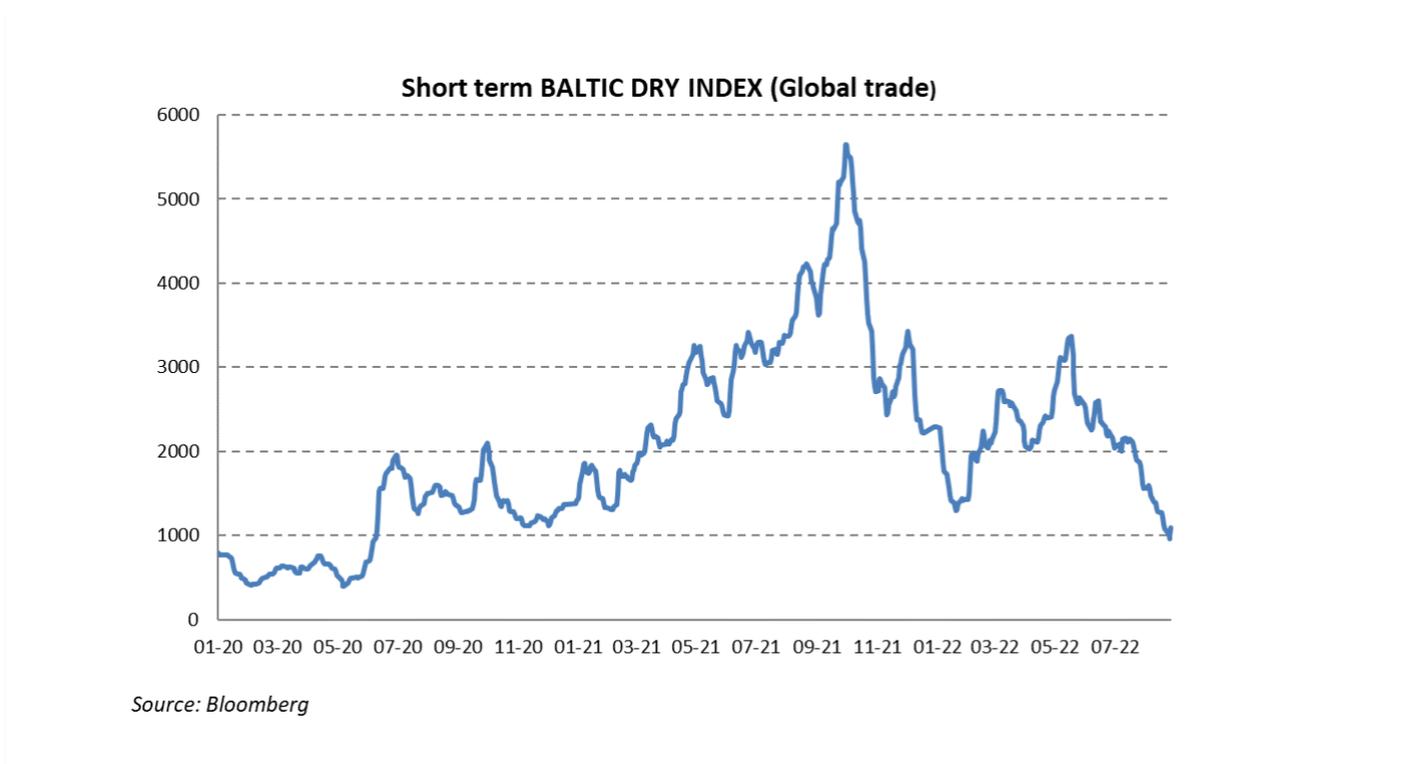
### Margen Operativo empresas España



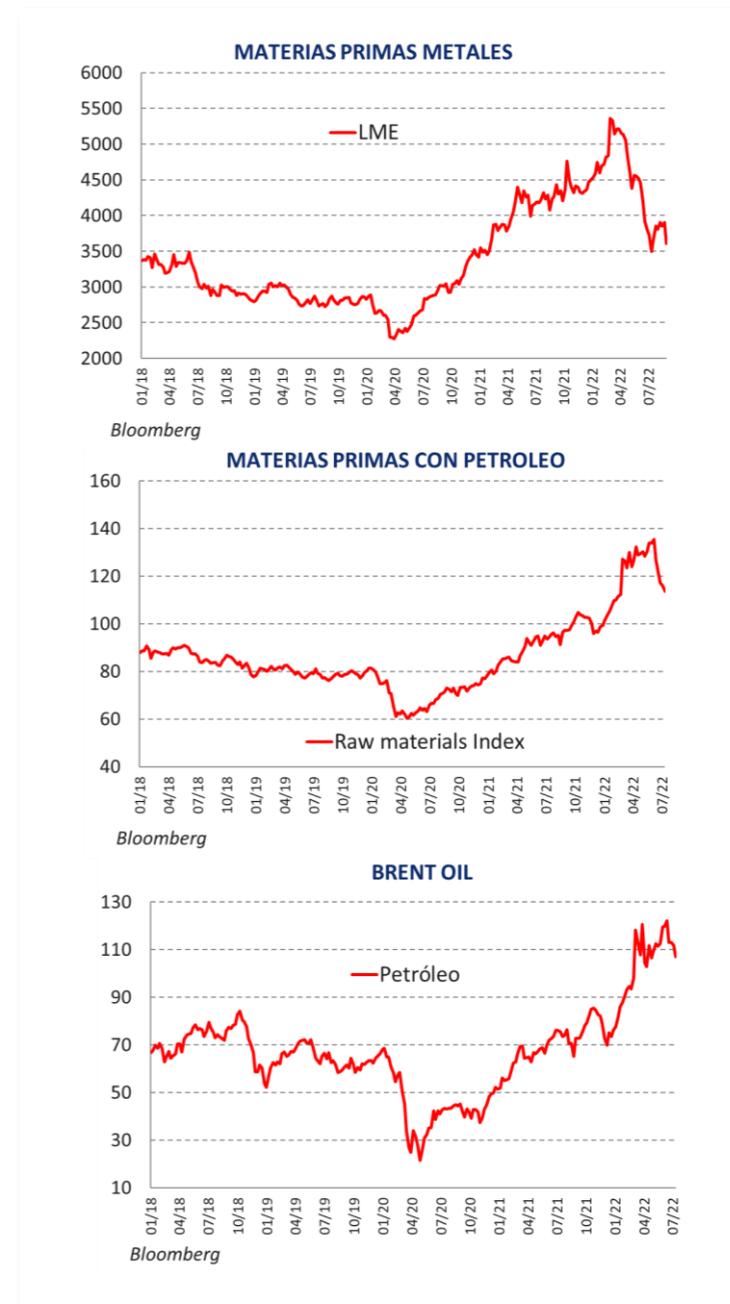
Estimaciones GVC con datos 92022

- La estimación de margen Ebitda sigue estrechándose en Europa.
- Por sectores, bancos, Food, Construcción y viajes mejoran, mientras que el resto se desliza abajo, destacando industrial, energía y TMT.
- Una vez se detenga la inflación, podemos ver ensanchamiento de márgenes, por mantenimiento de precios.

# Las tensiones en las cadenas de suministro y materias primas están reduciéndose en algunos ámbitos, aunque no en el energético

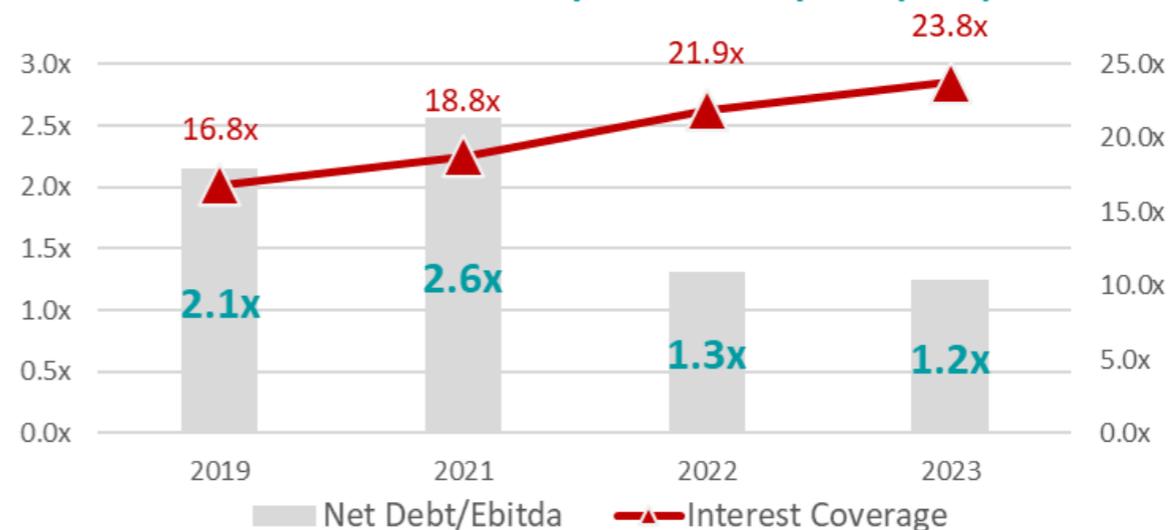


La evolución reciente de precios de los costes de transporte y metales, muestran una toma de beneficios muy significativa desde máximos, con lo que las claves para que las empresas vean reducida la presión de costes es, que van a hacer los costes energéticos y los de mano de obra. Respecto a los primeros somos pesimistas en un horizonte de seis meses, mientras que por el contrario los sueldos están subiendo alrededor del 50% de la inflación.

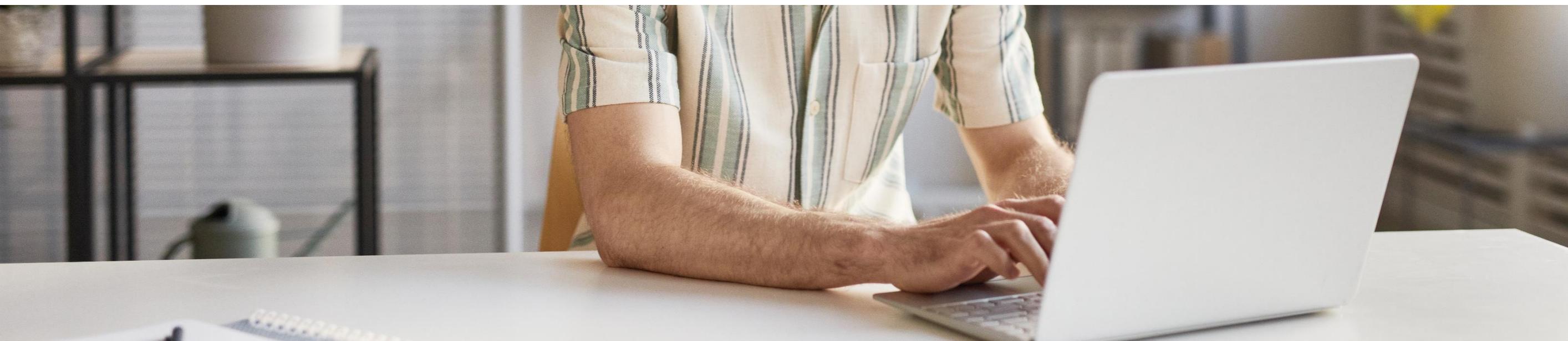


**En general las empresas europeas han reducido el apalancamiento frente a los niveles pre-COVID por lo que la subida de tipos tendrá un impacto moderado en los beneficios**

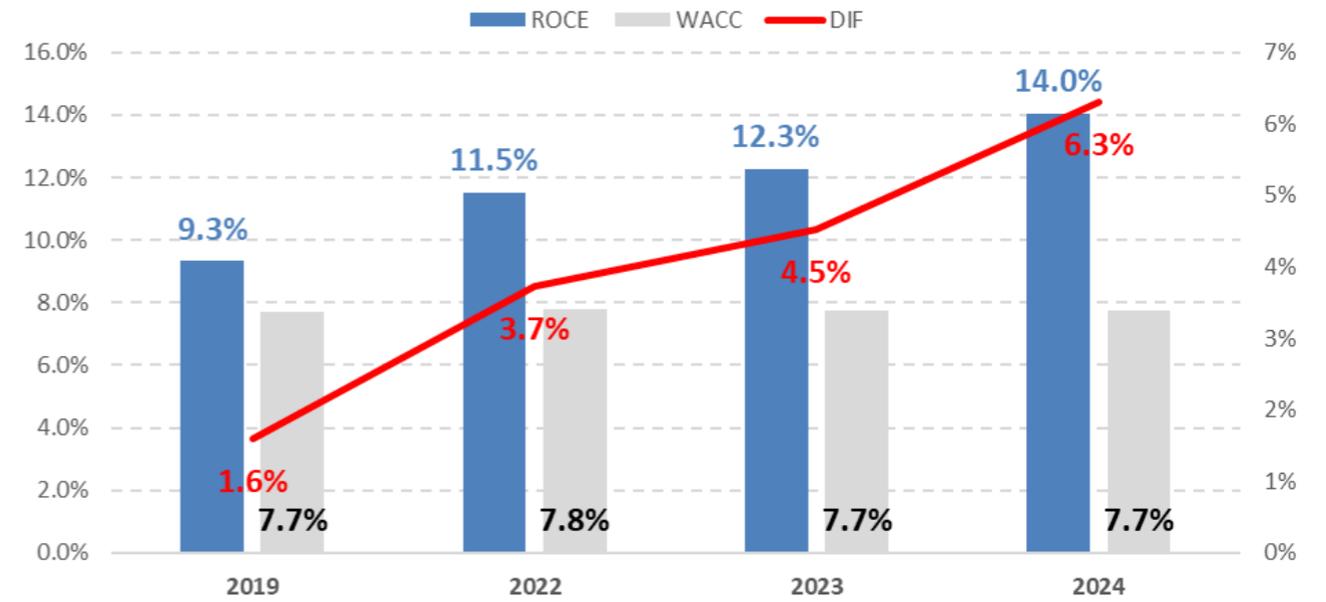
### Ratios de deuda empresas europeas (ESN)



ESN y GVC Gaesco Valores

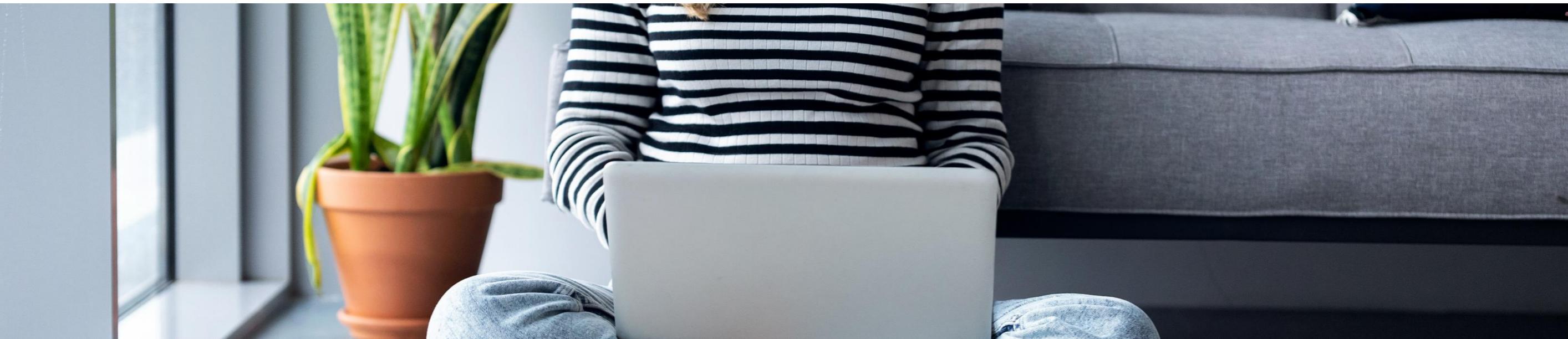


### Creación de valor en las empresas europeas



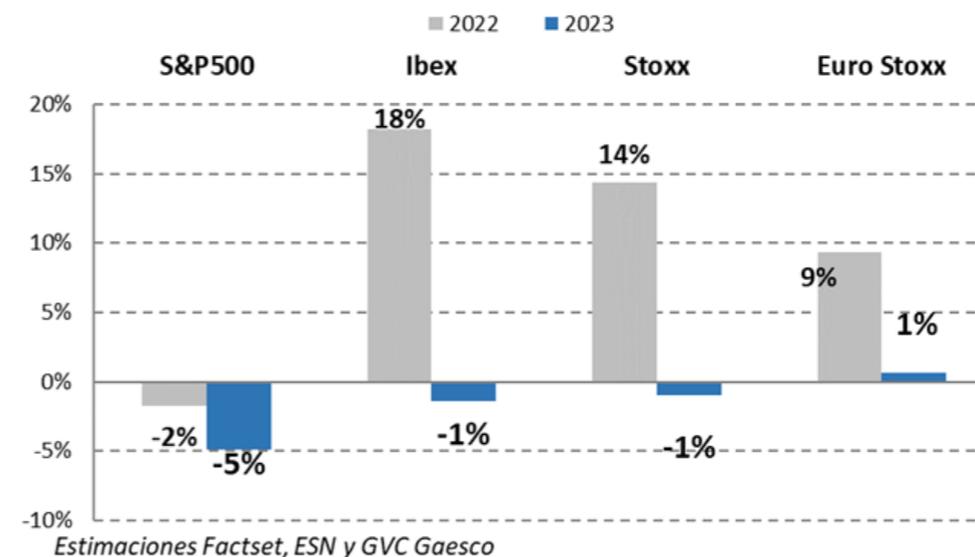
Estimaciones GVC Gaesco Valores y ESN con datos 92022

**Con una rentabilidad creciente la creación de valor frente al coste de los recursos propios y ajenos seguirá siendo una realidad**



**Por el momento, las revisiones a la baja de estimaciones de consenso, han sido muy limitadas centrándose en EEUU y en España por las medidas impositivas**

Revisiones de beneficios desde mínimos (22)/máximos (23)



Desde los niveles mínimos de estimaciones para 2022, las revisiones al alza han sido positivas, en mayor o menor medida, según el mercado, y desde máximos, las estimaciones para 2023 han sido poco importantes pero negativas en balance:

La gran pregunta es si dicha revisión a la baja para 2023 es un anticipo de otras mayores que veamos desde el 3T22 o solo han sido un trasvase de beneficios desde 2023 a 2022, favorecido por las ayudas oficiales y porque el consumidor se ha "desatado" en el verano de 2022. No parece porque el proceso de desinflación jugará a favor de las empresas en 2023.

**La bajada de los índices junto con los beneficios que se espera que mejoren, están llevando a los multiplicadores nominales al terreno tractivo**

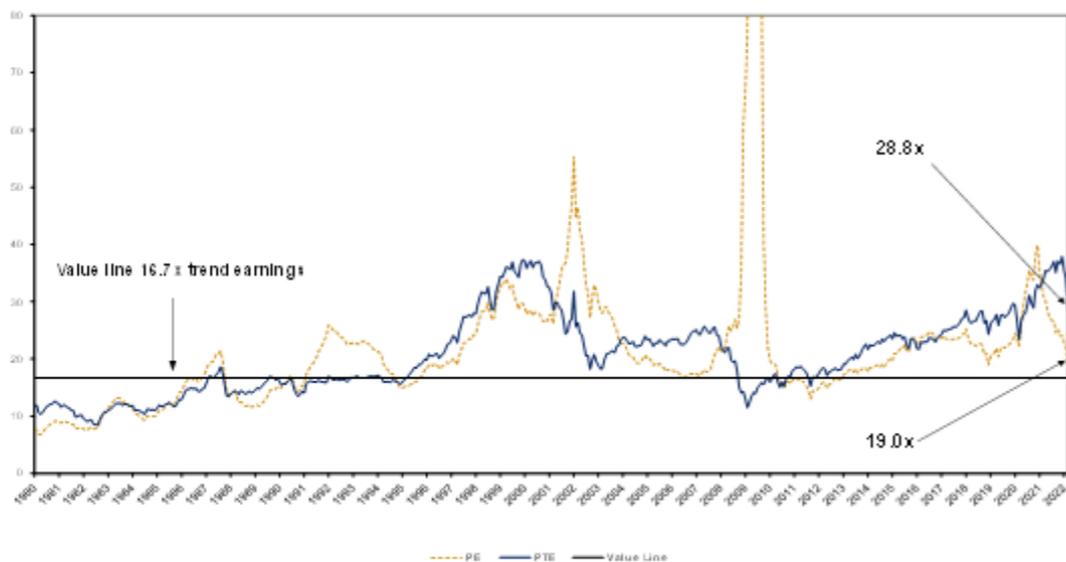


El P/E actual (12 month trailing) del Ibex presenta un descuento del 26% frente a la media de 2020-2022 y del 15% respecto a la media del largo plazo, mientras que el Eurostoxx está cotizando, en términos de ese ratio con un descuento del 22% y 5% respectivamente.

En EEUU la situación de la valoración cambia, con un descuento del P/E actual del 15% si consideramos la media corta, pero una prima del 9% si consideramos el periodo largo.

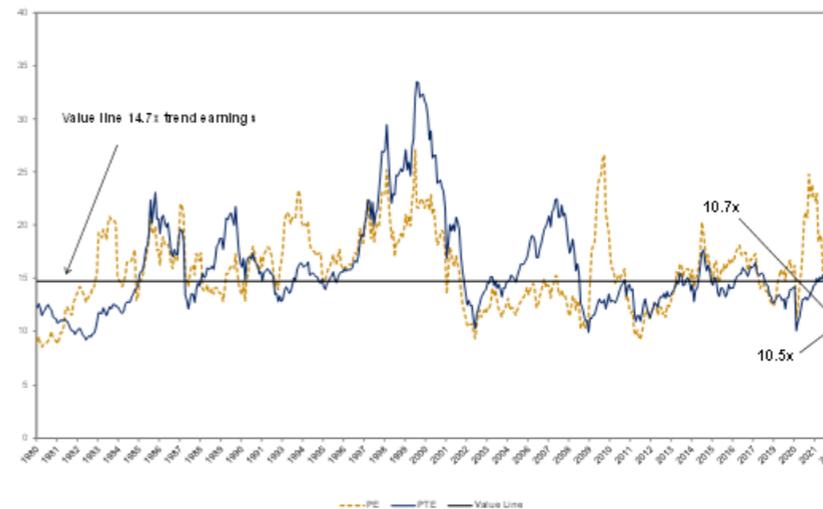
# Los niveles de multiplicadores nominales son atractivos, pero solo si los beneficios empresariales siguen subiendo como vemos si tomamos los beneficios tendenciales

S&P 500 Price/Earnings & Price/Trend Earnings (1980-2022)



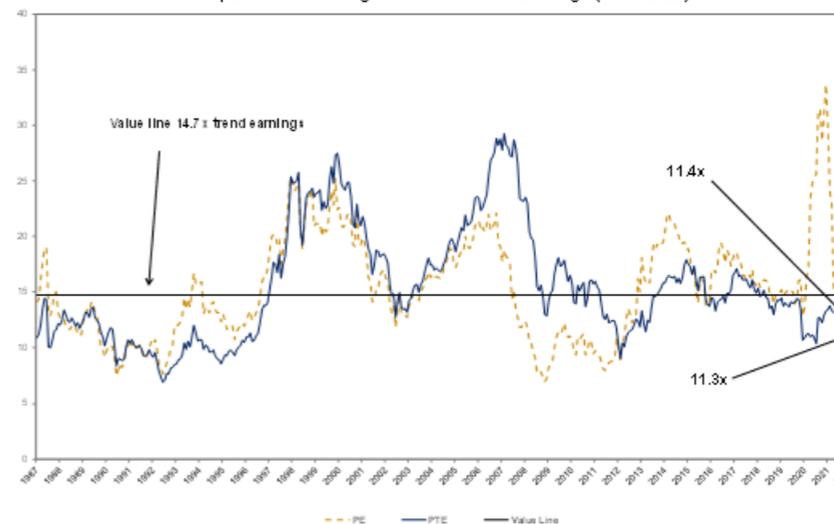
Source: ESN, S&P

Germany Price/Earnings and Price/Trend Earnings (1980-2022)



Source: ESN, Datastream

Spain Price/Earnings and Price/Trend Earnings (1987-2022)



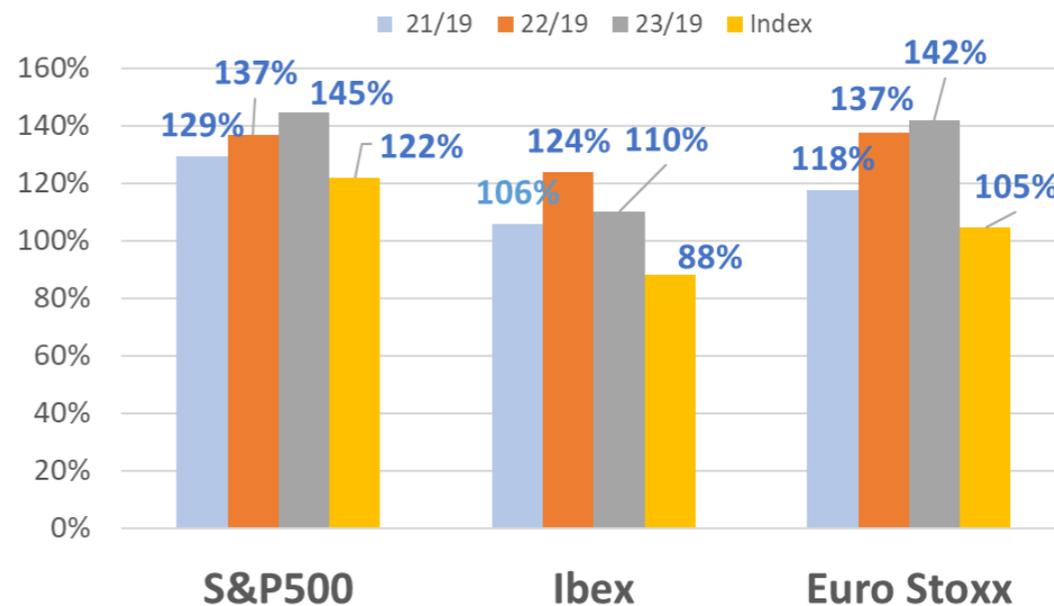
Source: ESN, Datastream

Si calculamos los P/E sobre los beneficios tendenciales, la foto de valoración cambia de un mercado a otro

Mientras se aprecia una sobre-valoración en EEUU, en general los mercados europeos están bien valorados a los precios actuales y baratos si los beneficios estimados se cumplen

**Hay una discrepancia entre el punto en el que se encuentran los índices bursátiles y los beneficios empresariales**

### Beneficios de 2021-22-23 vs 2019 e Índices



Factset

Los índices de referencia europeos están casi al mismo nivel que antes de que estallara el impacto de la pandemia en esos mercados (mediados de febrero de 2020). Sin embargo, los beneficios estimados para 2022/23 para esos mismos índices, están un **39% por encima de los de 2019**. Es decir, en teoría el PER europeo está ahora un 34% por debajo del nivel prepandemia. Es cierto que el nivel de tipos de interés y de inflación ha cambiado radicalmente. **En España, este desfase es del 29%**, ya que los beneficios superan en un 17% los de 2019 y el Ibex está un 12% por debajo. **En EEUU este método ofrece un desfase de casi el 25%**.

## Esta gran incongruencia en el mercado que deberá resolverse por un lado o por otro



**Beneficios  
empresariales un  
30%/50% por  
encima del nivel  
pre-COVID**

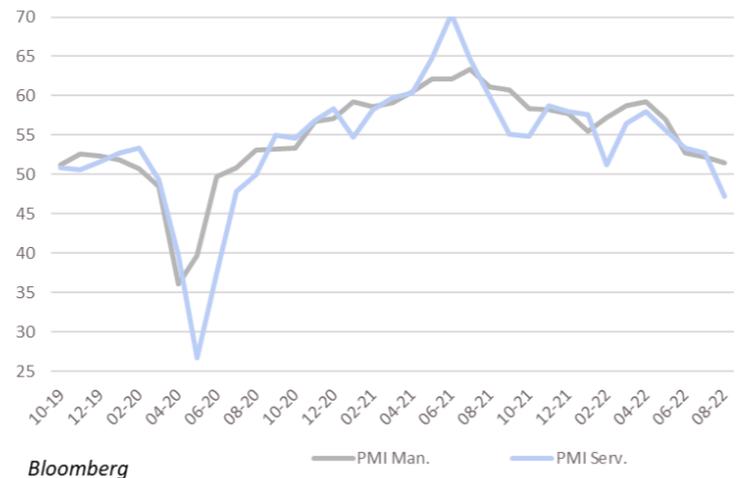


**Índices bursátiles  
entre un -20% y  
un +20% sobre los  
niveles pre-  
COVID**

## En cuanto a la liquidez, algunas consideraciones frente a los niveles pre-COVID

- Es cierto que por primera vez en mucho tiempo, algunos activos de renta fija con bajo riesgo ofrecen una alternativa de rentabilidad anual a la bolsa.
- Sin embargo la confianza de los consumidores, gestores de empresas e inversores parece “tocada” por la situación macro y el impacto de los mercados en las carteras.
- Sin embargo, pensamos que el crecimiento económico sigue generando liquidez y que el saldo en activos con rentabilidad baja sigue siendo elevado.

EEUU como modelo: Convergencia entre consumo e industria



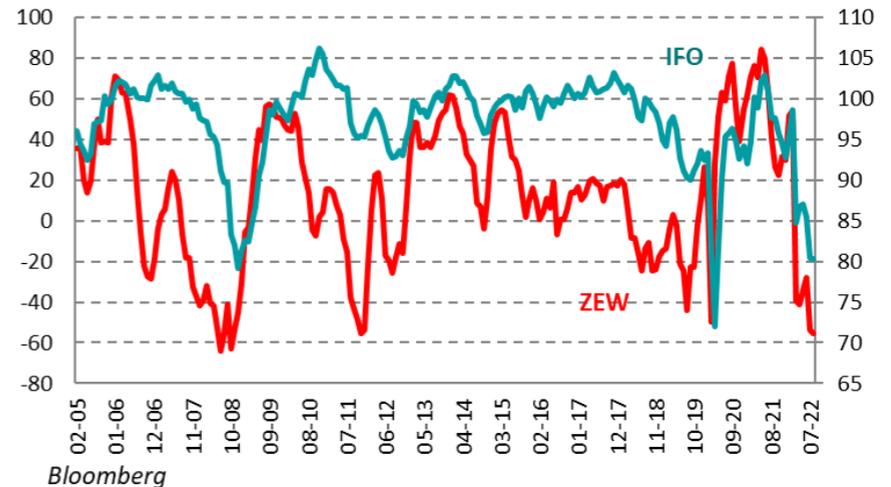
EEUU como modelo: Convergencia entre consumo e industria



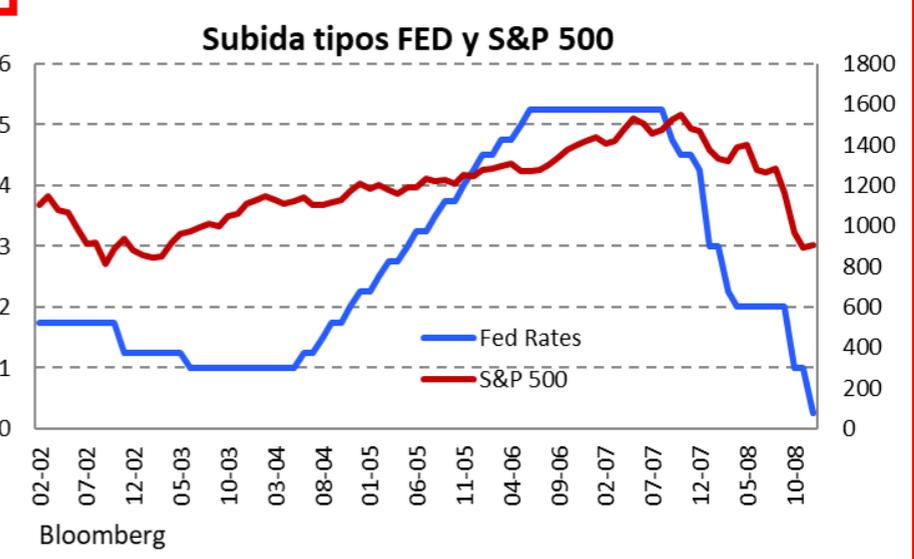
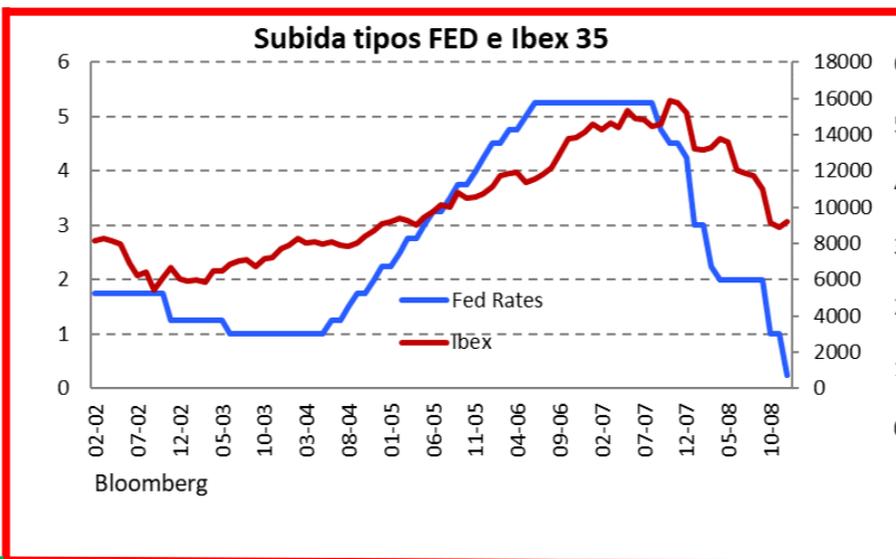
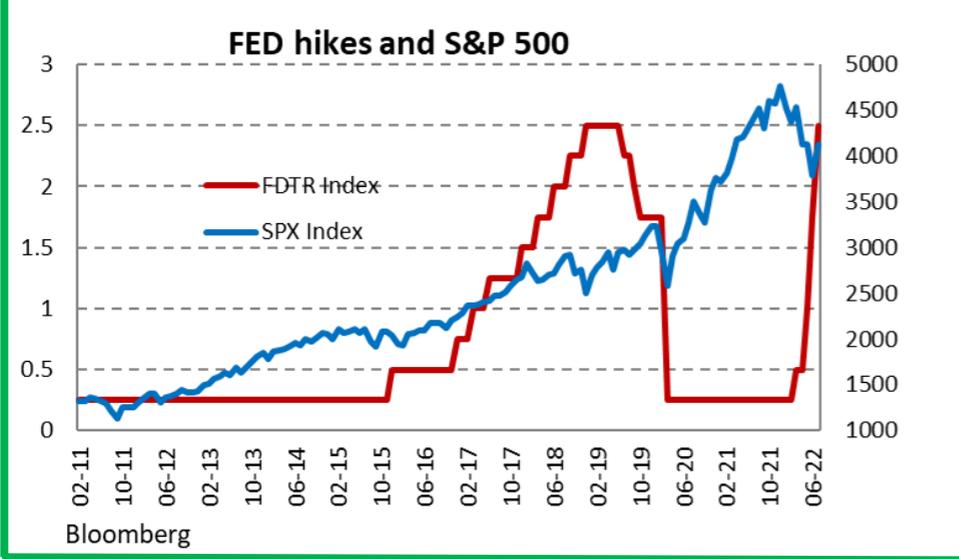
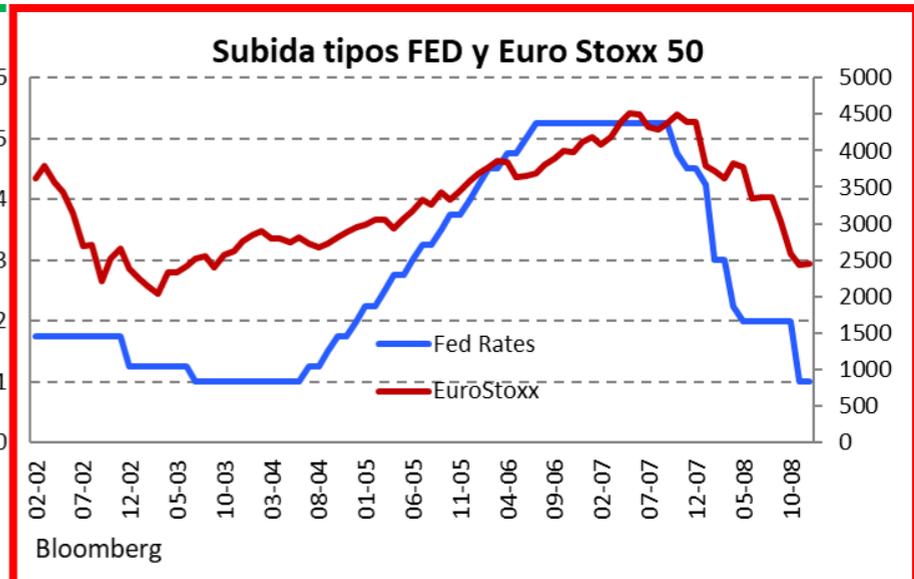
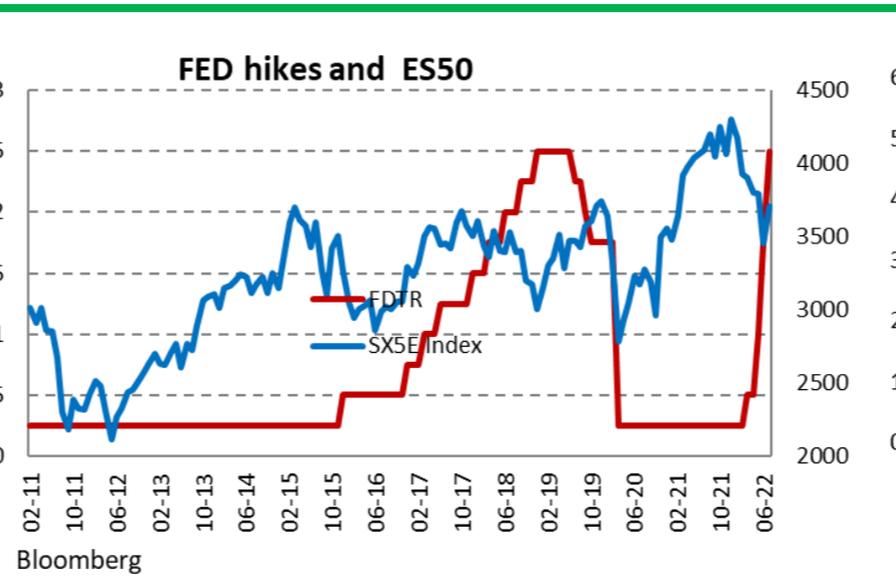
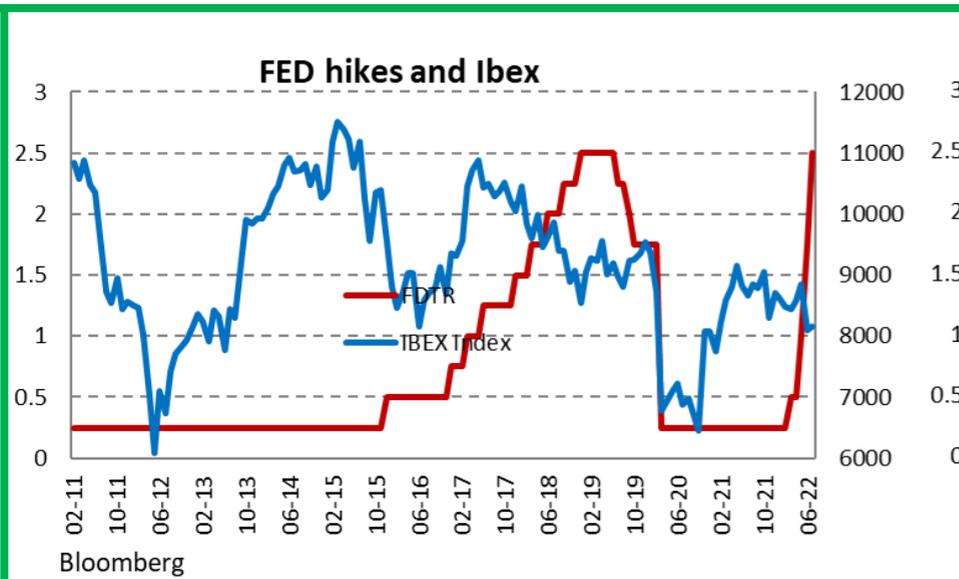
Confianza del consumidor europeo



Alemania: IFO & ZEW (expect. Eco)



# Impacto de la subida de tipos de interés en las bolsas: cada ocasión es diferente



## Por el momento el mercado sigue caminando por la cuerda floja, pero con la gestión adecuada de los bancos centrales y las empresas, se puede superar las dificultades

- La inflación y también los tipos pueden bajar tan rápido como han subido si se dan unas condiciones que, no son imposibles, pero si incontrolables: fin de la guerra, fin de la sequía, cambio mix energético.
- La clave es la resiliencia de los beneficios: dar la razón a las estimaciones o al mercado: Nosotros creemos que esta discrepancia entre valoración y beneficios se va a resolver con una contribución de ambas partes.
- Las bolsas no están poniendo en precio una recesión, algo en lo que estamos de acuerdo, a no ser que la crisis energética empuje a Europa y arrastre a otras áreas a mayores dificultades.
- Aunque las empresas esperan traspasar los aumentos de costes a los consumidores y clientes, por el momento no está claro si podrán hacerlo, si atendemos a los indicadores de confianza empresarial, PMIs, confianza de los inversores y confianza de los consumidores.
- La renta variable tiene posibilidades de batir a la inflación en el periodo 2021-2023.
- Nuestra posición ante esta visibilidad reducida, es seguir aplicando una política activa y selectiva de inversión, con un balance cíclico-defensivo, dependiendo del perfil de riesgo y horizonte temporal de la rentabilidad esperada.





## Cambios en nuestra selección de valores

- El cambio en el contexto de los tipos de interés de mercado y oficiales fue en su momento muy rápido y con mucha más pendiente de lo que el mercado esperaba. Básicamente estuvo espoleado por la fuerte subida de la inflación. Aún es pronto para decir que la inflación está en retirada, hay datos que apuntan a ello, pero los efectos de segunda ronda aún pueden seguir presionando. El punto de estabilización de los tipos es una de las claves para definir las estrategias de los próximos meses. Por el momento lo que está claro es que en el camino de subida de tipos, hay más proporción recorrida que por recorrer. Por ello bajamos la exposición a bancos y la subimos en bond proxy y rentabilidad por dividendo.
- Concretando en posiciones, este mes excluimos de la lista de valores de España a Bankinter, ya que tenemos otras dos entidades con más potencial (Santander y Sabadell). Aumentamos la exposición a movilidad sostenible con CAF, cuya cotización ha sufrido por el estrechamiento de márgenes y no ha reflejado la mejora de la cartera de pedidos.
- En Europa tiramos la toalla en Orpea y la excluimos a la espera de la ejecución del plan de recapitalización. Seguimos pensando que a medio plazo se puede recuperar la inversión porque sigue siendo uno de los líderes de cuidados a seniors, pero el plan puede significar a corto que la acción sea dinero estancado. Incluimos al operador de infraestructuras energéticas portugués REN, penalizado por el proceso de subida de tipos.

# Lista de valores preferidos en España

	Market Cap	Entry Date	Entry Price	Last Price	Target Price	Upside	P/E (Adj)		Dvd. Yield%		EV/EBITDA		ND/EBITDA		Return 1D	Return 1W	Return 1M	Return 3M	Return 6M	Return 2020	Return 2021	Return 2022
	cap						22e	23e	21e	22e	21e	22e	22e	23e								
ENAGAS	4,575.7	30/12/2021	19.43	17.47	25.00	43.1%	11.8	16.2	9.8	9.7	10.4	11.1	5.2	4.9	0.9%	1.5%	14.8%	-10.0%	-14.5%	-14.3%	23.8%	-10.1%
FCC	3,541.8	30/12/2021	10.64	8.08	15.40	90.6%	8.9	9.1	5.0	5.0	6.9	6.4	2.5	2.7	0.5%	0.5%	-0.9%	-11.6%	-25.3%	-16.0%	31.2%	-24.1%
SOLARIA	2,089.2	30/12/2021	17.12	16.72	27.00	61.5%	25.0	18.8	0.0	0.0	19.3	15.2	3.9	3.8	-0.1%	1.7%	15.5%	-25.4%	-23.5%	247.6%	-27.6%	-2.3%
CELLNEX	23,617.5	10/01/2022	41.98	33.43	63.99	91.4%			0.2	0.2	16.2	14.7	5.0	6.1	0.3%	-7.6%	16.1%	-21.4%	-17.3%	37.5%	12.6%	-20.4%
IAG	7,541.3	30/12/2021	1.70	1.52	2.70	77.3%		9.3	0.1	0.7	6.7	5.2	4.3	3.2	0.3%	-4.7%	17.4%	14.6%	3.0%	-62.6%	-4.9%	-10.6%
VISCOFAN	2,694.7	17/10/2022	59.85	57.95	64.00	10.4%	19.2	17.9	3.3	3.6	10.6	9.8	0.1	0.2	1.1%	2.3%	1.4%	2.4%	17.8%	28.2%	1.0%	-3.2%
ACERINOX	2,426.3	30/12/2021	10.77	9.34	15.00	60.6%	3.0	7.1	5.9	6.0	2.1	3.6	0.5	0.6	-0.7%	-2.9%	10.2%	0.5%	-7.3%	-4.8%	31.5%	-13.2%
CIE AUTOMOTIVE	2,951.0	26/07/2022	24.14	24.08	31.00	28.7%	9.6	8.7	3.3	3.7	7.1	6.1	2.2	1.8	0.8%	0.6%	-0.9%	-7.3%	14.8%	7.2%	26.7%	-0.2%
MERLIN SOCIMI	4,272.6	30/12/2021	8.67	9.10	13.33	46.6%	15.4	15.5	11.1	4.9	22.8	22.9	15.8	10.6	1.8%	2.6%	17.9%	-4.0%	-3.0%	-38.0%	29.0%	4.9%
SANTANDER	45,151.7	26/07/2022	2.44	2.69	3.80	41.3%	5.1	5.1	5.5	6.5					3.2%	4.5%	3.4%	8.5%	0.2%	-29.0%	18.6%	10.3%
APPLUS	822.0	30/12/2021	7.90	6.05	11.00	81.8%	7.7	7.1	2.8	3.0	5.3	4.7	2.4	2.4	1.4%	-0.2%	3.9%	-11.9%	-11.0%	-20.9%	-8.8%	-23.4%
SACYR	1,674.2	30/12/2021	2.18	2.56	3.54	38.2%	11.0	9.3	4.1	4.3	8.5	8.2	5.4	6.0	1.7%	0.9%	11.8%	10.5%	3.6%	-19.4%	18.5%	17.4%
SABADELL	4,745.8	09/05/2022	0.68	0.84	1.22	44.7%	6.2	6.6	6.0	6.0					0.8%	7.0%	6.8%	30.1%	15.3%	-64.4%	67.2%	23.9%
CAF	922.2	21/11/2022	26.65	26.90	39.00	45.0%	14.0	10.2	3.4	3.9					0.4%	-2.7%	11.2%	-9.3%	-1.6%	-4.3%	-4.8%	0.9%
IBEX 35															0.8%	0.3%	9.0%	-1.1%	-1.6%	-12.7%	10.5%	-2.8%
Spanish Selection 2022 (*)																						-4.43%

Source: ESN & GVC Gaesco Valores Estimates, Bloomberg. Prices

21/11/2022

Note. Total Return Performance, including dividends



- **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. Los ferrocarriles son claves en el desarrollo sostenible de la Movilidad.
- **Resultados.** Aunque las ventas de los 9M22 suben un 8%, el EBITDA (-10%) sigue impactado por la inflación de costes y por la falta de componentes para terminar la producción de autobuses. El margen EBITDA del 3T22 se ha situado en el 7,5%, por encima del margen del 2T22, 6,4%, que posiblemente sea ya el suelo en márgenes. A pesar de la mejora sigue lejos del 8,8% del 3T21. Los costes financieros han sido superiores a lo esperado por la subida de tipos, entre otros.
- La atención está en la capacidad de la compañía de **recuperar márgenes EBITDA** superiores al 9,5% (9,8% en 2018). El negocio ferroviario se ha visto afectado por el reconocimiento de extracostes de energía, salarial y de materiales. En el caso de Solaris, ahora se está vendiendo la cartera de autobuses contratada con precios más bajos y costes actuales, que se rotará antes que en los trenes.
- **Crecimiento Orgánico:** el momento comercial es muy positivo. Se han contratado 3.837 m EUR en los 9M22, un 1,6% más que en todo

2021, 3.154 m EUR en la parte ferroviaria y 683 m EUR en Solaris. Se espera que las adjudicaciones pendientes (unos 1.200 m EUR), incluyendo el pedido de Boston de más de 800 m EUR, se firmen pronto. La cartera se ha situado en 11.857 m EUR, un 23% por encima de la de cierre de 2021, 4x las ventas de 2021.

- **Crecimiento Inorgánico.** El 1/08 se cerró la adquisición de los activos de Alstom (EV 75 m EUR), aportando en Francia la plataforma Coradia Polyvalent, con una cartera de pedidos de 570 m EUR y la planta de Reichstoffs, con una plantilla de 702 personas. En Alemania se asume la propiedad intelectual de la plataforma Talent 3 (12 ingenieros). Con esta operación CAF se refuerza como segundo fabricante de Francia, mercado de muy difícil acceso, donde ya cuenta con una cuota del 7% (solamente con la planta de Bagnères de Bigorre), que crecerá con la nueva planta, considerando que este mercado tiene unas adjudicaciones anuales de 2.500 m EUR. La planta está estratégicamente situada cerca de la frontera con Alemania, país al que también está accediendo CAF y que cuenta con un mercado de unos 4.000 m EUR/año.
- **Consolidación sectorial:** CAF y Talgo entre las pequeñas de un oligopolio europeo en consolidación. Stadler (Suiza), Hitachi (Ansaldo, Thales), Alstom (Bombardier), Siemens Mobility.
- **Drivers:** La atención en el corto plazo se centrará en el Plan Estratégico 2026 que CAF presentará el 1 de diciembre. No descartamos una integración con Talgo, complementaria por productos aunque de complicado encaje accionarial y laboral.
- **Valoración:** Valoramos CAF en 39 EUR, por DFC con 8,5% WACC.



- Viscofan es una **compañía líder mundial** (c.36% de cuota de mercado) en producción y distribución de envolturas a medida para productos cárnicos.
- Es la única compañía del mundo **capaz de fabricar todas las tecnologías dentro del mundo de las envolturas** a medida (celulosa, colágeno, plástico y fibrosa), y además ha sido capaz de desarrollar una nueva y única envoltura vegetal comestible, que va a permitir ampliar su rango de productos y satisfacer las actuales demandas del mercado
- La compañía se encuentra en una **industria con perspectivas positivas de crecimiento en el medio-largo plazo** (1-2% CAGR 21-25e), con un incremento de la penetración de las envolturas a medida en detrimento de las tripas de animal. Los nuevos hábitos de consumo, la sofisticación del mercado de los procesadores cárnicos y el crecimiento de la población apoyaran este crecimiento tanto en mercados desarrollados como, sobre todo, en desarrollo (Asia y Latinoamérica).
- Por último es una **industria con fuertes barreras de entrada** debido a: 1) Necesidad de una amplia cartera de productos y presencia global, imprescindible para conseguir y fidelizar clientes, ahorrar en costes y conseguir una cobertura total alrededor del mundo; 2) Altas necesidades de inversión constantes, por ej. en I+D, necesarias para mantener niveles de eficacia y eficiencia que permitan mantener el crecimiento en el tiempo y 3) Necesidad de sofisticada tecnología y knowhow, indispensable para resaltar por encima de los competidores y aumentar la rentabilidad.
- Los **resultados del tercer trimestre** confirmaron la tendencia

observada durante el resto del año con un fuerte crecimiento de los ingresos (+22.8% YTD) con unos costes en aumento, que hacen crecer el EBITDA en +2.7% con una fuerte caída de los márgenes. No obstante, a nivel total, el EBITDA se encuentra en el rango de nuestras estimaciones y las **perspectivas para 2023 son positivas**, debido al aumento de la demanda y a la rebaja de las presiones inflacionistas en costes.

- La compañía se ha consolidado durante el año como una **compañía defensiva** (+1% YTD) y pensamos que es un valor a considerar en este contexto de mercado.
- La compañía presentó un **Plan Estratégico para 2025** con unos crecimientos esperados en el negocio tradicional del 5-7% (+5.1% en nuestras estimaciones) y del 15-20% en los nuevos negocios (+16.6% según nuestras estimaciones).
- Para alcanzar todo ello, la compañía ha anunciado también un **ambicioso plan de inversiones** para modernizar y adaptar sus fábricas. En la fábrica en Danville en EEUU por ejemplo se van a invertir EUR25m para la instalación de una nueva tecnología de envolturas de celulósica. Mientras que en las fábricas de colágeno que la compañía tiene repartidas a nivel mundial se va a realizar una significativa inversión para aumentar la capacidad instalada.
- En nuestra última revisión de estimaciones hemos actualizado las cifras en base a dichas métricas, uniendo los impactos positivos del nuevo Plan Estratégico y los impactos negativos del corto plazo obteniendo una valoración de **EUR64 por acción**. La compañía cuenta con un potencial del +12%. Asimismo, la compañía mantiene un **payout del 60%**.



- **La diversificación internacional: ¿ventaja o desventaja?** Santander tiene un portfolio de negocios muy equilibrado entre países desarrollados y países emergentes así como una diversificación de negocios entre banca tradicional, banca consumo y banca digital. La principal consecuencia de esta estrategia es la mayor estabilidad en el beneficio de la entidad a largo plazo. Así, el crecimiento de los resultados de 2021 estuvo basado fundamentalmente en el comportamiento de Santander USA y Santander UK, por el buen comportamiento del coste del riesgo. España tomará el testigo en 2022, al dividir por 2 su coste del riesgo. Sin embargo, es muy difícil que todas las áreas presenten un buen comportamiento de forma simultánea lo que en tiempos de incertidumbre como los actuales hace destacar las debilidades sobre las ventajas.
- **Nuevo récord de beneficio previsto para 2022.** El beneficio ordinario atribuible ascenderá a unos 9.200mnEUR en 2022e. Crecimiento de los ingresos de dígito simple medio en euros constantes, mejora de la ratio de eficiencia hasta el 45% y una ROTE superior al 13% son los objetivos financieros que ha fijado el equipo gestor para este ejercicio. Los resultados presentados hasta el momento afirman el cumplimiento de estos objetivos. Asimismo, se mantienen la política de remuneración al accionista con un payout del 40% que se repartirá mitad en efectivo, mitad como recompra de acciones.
- **Bienvenida la subida de tipos de interés.** Con la salvedad de Brasil que presenta una sensibilidad negativa a la subida de tipos de interés, el resto de geografías se beneficia del actual tensionamiento de los tipos de interés. El negocio en Euros, si se

cumplen las expectativas de los tipos forward, incrementará su margen de intereses 2.000mnEUR el primer año,, el negocio en el Reino Unido 330mnEUR y el negocio en Estados Unidos 200mnEUR. Las subidas observadas hasta el momento permitirán compensar el fin de la retribución extra de los TLRTOs III a partir del mes de junio así como el cambio en las condiciones de los mismos.

- **Se mantiene el riesgo en Brasil.** La situación macroeconómica de Brasil, al borde de la recesión, está impactando negativamente la cuenta de resultados del país por menor crecimiento del crédito y un coste superior al anticipado aunque la evolución de la divisa permitirá un incremento de la contribución en euros.
- **Atractiva valoración y remuneración al accionista.** Santander está cotizando a un PER 2022e de 4,8x según nuestras estimaciones frente a un PER medio histórico de 12,2x y un P/VCT de 0,6x vs. 1,4x de media. Con una ROTE 2022e después de AT 1 del c.11%, pensamos que la acción tiene recorrido al alza. Además, la rentabilidad por dividendo del 2022e con un payout estimado del 50% es del 8,7% lo que, de instrumentarse 50% cash/50% recompra de acciones supondría una amortización del 4,3% del capital. P.O. 3,8EUR. 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.** Estimamos que CIE Automotive siga creciendo más que el mercado, incluso sin operaciones corporativas. Aun siendo conservadores con el 4T22, hemos revisado al alza las estimaciones del año en un 8%, con pocos cambios en el resto de los años. Nuestras estimaciones suponen un crecimiento anual compuesto del 8,8% para las ventas en el período 2020-2025e. Estimamos que, en este mismo período, el EBITDA crecerá a una tasa anual compuesta del 12,9%. Estimamos que la deuda neta/EBITDA finalice 2022e en 2,0x, después de recomprar un 5% de acciones propias (-132 m EUR), y que en 2025e se reduzca a 0,7x, con un pay out en torno al 32%.
- **Las principales guías de CIE Automotive del Plan Estratégico 2025,** 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.** Resultados por encima de lo esperado por el consenso. El EBITDA de los 9M22, 495,3 m EUR, superó el EBITDA prepandemia de los 9M19, 457,5 m EUR, cuando el mercado está todavía un 8,3% por debajo de la producción de 2019. Se mantienen las incertidumbres de la guerra de Ucrania, inflación, tipos de interés, materias primas (algunas ya a la baja), cadena de suministro y demanda, que pueden ralentizar el crecimiento de los próximos trimestres.
- **IHS** ha subido el crecimiento de la producción global en 2022 desde el 6% hasta el 6,2% pero continúa revisando a la baja el año 2023 hasta un crecimiento del +3,2% , 84,6 millones vehículos, desde los 87,3 millones de vehículos del mes de julio (-2,7 m vehículos) . Europa (+6,7%) y NAFTA (+5,5%) siguen liderando el crecimiento de 2023 gracias a la demanda embalsada pero China caería un -1,3% en la producción.
- **Valoración:** Nuestra valoración por DFC, con una WACC del 8,55% y una g del 2%, es de 31,0 EUR. Comprar. CIE Automotive cotiza (Factset) a un EV/EBITDA23 de 5.5x, con una prima sobre el sector que cotiza a 4.8x (23 empresas) y con una prima mayor sobre Gestamp, que cotiza a 3.2x. En el caso de CIE Automotive el margen EBITDA23 (Factset) es el 16,8%, por encima del 11.7% del sector y por encima del 11.7% de Gestamp, con un dividend yield del 3.2% vs. el 1.9% del sector.



- Applus es una compañía que pertenece al sector TIC (Test, Inspection & Certification). Tiene 4 divisiones (Energy & Industry, Auto, Labs e IDIADA). Recalcamos la diversificación tanto por negocio como por geografías. Su actividad se divide principalmente en 3 sectores (Industria, Energía y Automoción), cada uno con sus distintos drivers de crecimiento. La compañía tiene una presencia internacional muy variada, la facturación se concentra especialmente en España (c.22%), Europa (c.28%) y EEUU (c.16%), según nuestras estimaciones. Applus tiene mayor cuota de mercado, reputación y masa crítica que otros competidores menos especializados.
- Consideramos que Applus es una **compañía con un grupo de negocios muy buenos y que el mercado no está percibiendo su valor correctamente**. Valoramos positivamente la **fuerte capacidad de generación de caja**, el carácter de **largo plazo de sus contratos** y la capacidad de **crecer orgánica e inorgánicamente**.
- La división de **Energy & Industry (E&I)** evoluciona favorablemente. Renovables continúa ganando peso. La **compañía se está beneficiando de la mega tendencia global de transición energética**, así como por un **crecimiento en los mercados de petróleo y gas** derivado de la mayor inversión de las compañías con el fin de incrementar la producción tras la crisis global de abastecimiento, así como por los programas de inversión en infraestructuras soportados por los gobiernos locales, regionales y europeos, después de la pandemia.
- En **Laboratories** continúan **aflorando las sinergias de las empresas integradas a esta división**. La rentabilidad del negocio se está viendo ligeramente penalizado por los confinamientos en China, no obstante, se espera que esta situación se vaya revirtiendo en la segunda mitad del año.
- **Automotive**. La compañía anunció la terminación del contrato de Costa Rica (34mEUR de ingresos y márgenes superiores a los de la división), pero existe una **amplia cartera de oportunidades** para el crecimiento a largo plazo (ej. India). La terminación de dicho acuerdo explica la caída del crecimiento orgánico del -1,6% y penaliza el margen del grupo. .
- En **IDIADA**, el vehículo eléctrico se mantiene como uno de los principales *growth drivers* de esta división. Los confinamientos en China no han afectado al negocio. La división reporta buenos crecimientos en márgenes por la positiva evolución de la pista de pruebas en Cataluña. La compañía esta muy **bien posicionada para renovar la concesión del centro de pruebas**.
- Creemos que la compañía, dado los niveles a los que cotiza, podría ser **muy atractiva para inversores financieros y no nos sorprendería que fuera objeto de una oferta dado que no existe ningún accionista de referencia**. Quizá la situación del negocio de IDIADA hace que esta oferta no se haya presentado ya.
- **El precio objetivo se establece en 11EUR/Acc., mantenemos la recomendación de Comprar.**



- La **compañía sorprendió al mercado** con un potente mensaje en la última presentación de resultados: a partir de ahora el foco de la compañía será **conseguir y mantener el investment grade por parte de las agencias de rating** y la política de grandes operaciones de M&A se verá ralentizada.
- La compañía ofreció una **detallada presentación** en la que la generación de caja y la reducción de deuda fueron los principales pilares. Cellnex parece decidida a ganarse el favor del mercado en un contexto macro que penaliza las compañías muy endeudadas.
- La compañía **reiteró su guidance para FY25** (con un crecimiento orgánico de los ingresos del +6.7% anual y del +10-12% del EBITDA y el RLFCF) y anunció el cierre de la operación de Hutchison en UK, con algunos meses de retraso sobre el calendario inicial.
- En relación la **deuda actual**, hasta 2026 será cubierta con la capacidad actual de la compañía más la generación de caja y a partir de 2027 los vencimientos se cubren con el FCF generado.
- En cuanto a la **alocación del capital disponible** la compañía ha reforzado el mensaje de reducción de riesgo financiero, con una renuncia a las grandes operaciones de M&A y un compromiso clave de mantenimiento del Investment Grade por parte de las agencias de rating.
- La **recuperación de la cotización de la compañía** (+30% desde finales de octubre hasta mediados de noviembre) se ha visto truncada por la colocación acelerada de un 3.6% de la compañía por parte de Hutchison en una operación de

derivados para cubrirse del riesgo. Esta operación ha provocado una caída del c.-10% en los días posteriores.

- En el **plano corporativo, Vantage Towers** anunció un acuerdo con dos private equities para la venta del 50% de su capital y la intención de excluirla de Bolsa. Esta operación consideramos que es positiva para Cellnex, ya que demuestra la incapacidad de las TowerCo ligadas a un operador para crecer de manera inorgánica, ya que ni Vantage ni Totem han realizado ninguna operación relevante de M&A en los últimos años. El **carácter neutral de Cellnex** sigue siendo un **aspecto diferencial** e imposible de sustituir en el mercado.
- Las **opciones para futuras operaciones de M&A** (que serán puntuales y de reducido tamaño) se centran en centro norte de Europa, en países con poca o nula presencia actual de Cellnex y que aún presentan oportunidades.
- En el **largo plazo**, seguimos manteniendo a Cellnex como un **ganador en la industria** y como un potencial consolidador de mercado. Adicionalmente, los negocios adyacentes que la compañía está iniciando en los últimos tiempos (gestión de redes de fibra, gestión de redes activas de móvil, redes privadas 5G, la llamada TowerCo aumentada...) no están recogidos en las valoraciones de mercado y cuentan con un enorme potencial.
- Nuestro precio objetivo actual se sitúa en **EUR64 por acción** con un potencial cercano al 90% sobre precios actuales.



- **El grueso del negocio de Sacyr procede de su negocio concesional (89% del EV estimado)** en donde cuenta con 67 activos, de los cuales 57 estarán operativos a finales del 2022 y 10 en construcción. Del total, 33 son carreteras repartiéndose el resto entre concesiones de agua (15), hospitales (8) 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 (20 desde 2015). Esto tendrá su reflejo en un incremento de los dividendos de los activos concesionales, que permitirá mejorar los ratios financieros 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 2.523m** (Dic 2022). Descontamos los dividendos e inversiones facilitados por la compañía a una tasa de descuento media del 8,7% (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.
- Valorando la construcción a 4,5x EV/EBITDA y los servicios a 7,5x llegamos a un **nuestro precio objetivo de EUR 3,54/Acción**.
- Nuestra estimación de **deuda neta con recurso** queda en los EUR 503m en 2022 y en EUR 428m en 2025. El objetivo de la compañía era hasta ahora alcanzar los EUR 100m en 2025. **El nuevo es reducir la deuda en 2023** con la venta de activos entre los que estaría el 1) **la venta de un 49% de la división de servicios;** 2) **la venta de un 49% de su filial de agua;** 3) **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% de la filial colombiana**.
- **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.
- **Sacyr presentó unos resultados de transición en el 1S22** que esperamos mejoren a medida que avanza el año en especial en cuanto a **la deuda con recurso se refiere**, que se incrementó en 86m en el 1S22. Las ventas aumentan un 20%, el EBITDA un 32% y la cartera un 8%. **A los 9M22** mejora la actividad de construcción ex Pedemontana y la cartera de construcción aumenta un 8% (vs dic21).
- **Se mantiene el objetivo de que el EBITDA** se incremente un 8% hasta los EUR 1.000m y que la deuda se reduzca en 200m (hasta EUR 481m).



- **Nuevo plan estratégico 2022-2030:** Entre 2022 y 2026 la empresa espera generar un FFO de 2.8 bnEUR e invertir un alrededor de 1.3bnEUR. También ha recibido 0,7bn de cash de las desinversiones realizadas. Con ello el CFL sería de 2.3bnEUR y se dedicaría a dividendos 2.3bnEUR
- **Aceleración de la actividad de Hidrógeno:** En el último mes se ha producido una aceleración de los objetivos de hidrógeno de la Unión Europea para 2030 y para ello ha fijado cinco corredores hacia el centro de Europa y uno de ellos es desde España, los otros desde Africa-Italia, Grecia, Noruega y Mar del Norte. El objetivo para 2030 de la UE es de 10Mtn y la potencial oferta de 10Mtn, por lo que EU podrá tener capacidad exportadora. Enagás ha publicado varios acuerdos para desarrollar proyectos relacionados con la producción y utilización de hidrógeno verde. Los últimos que ha publicado son a) un acuerdo con EDF, Madrileña Red de Gas y Q-Energy para desarrollar el proyecto Valle del Hidrógeno en Madrid y b) con Navantia para desarrollar tres proyectos de hidrógeno verde en Ferrol, Murcia y Canarias, con una producción estimada de 34.500 toneladas de H2 verde.
- **Enagás sigue dando entrada a socios en la filial de renovables:** Navantia se incorporará en Enagás Renovables con un 5%. Esta entrada de un nuevo socio deja la participación de Enagás en un 60%, con Hy24 (JV entre Ardian y FiveT Hydrogene) con un 30%, Pontegadea un 5% y Navantia con un 5%. La operación generó en la primera entrada una plusvalía para Enagás de aproximadamente 50 millones de euros.
- **Plan de inversiones adaptable a la evolución de los planes europeos para reducir la dependencia energética de Rusia:** Las inversiones mínimas en 2022-2026 son de 1.300 mEUR y si se apoyan legislativa y políticamente las inversiones en interconexiones europeas se elevarían a 1.980 mEUR en el periodo. Para los años 2027-2030 esos parámetros serían de 1.475 mEUR y 2.775 mEUR. Pensamos que de escalarse el plan de inversiones a los escalones superiores, el mantenimiento de la elevada rentabilidad por dividendo dependerá de como se apoyen las nuevas inversiones en la regulación
- **Sólida situación financiera:** A septiembre de 2022, el CF libre discrecional después de dividendos ha alcanzado 1.200 mEUR, que ha permitido la reducción de la deuda en casi 700 mEUR desde 2021. Las inversiones en actividad operativa han sido de 86 mEUR y la caja por la desinversión de Chile han sido de 639 mEUR.
- **Una apuesta por el dividendo:** Enagás se compromete a un dividendo de 1,72 EUR/acc en 2022 (+1% frente a 1,7 EUR/acc de 2021) y a 1,74 EUR/acc en 2023 (+1%, para mantener un mínimo de 1,74 EUR/acc hasta 2026 incluido. No hay política fijada para más allá de 2026.
- **Riesgos y rotación de activos:** La empresa mantiene un litigio en Perú y además los cambios políticos recientes en ese mismo país y Chile, incrementa el perfil de riesgo de esos activos. Por ello pensamos que la venta de unos activos en México y la posible venta de los activos de Chile es un paso acertado para equilibrar la exposición monedas. Y obtener recursos para reducir la presión financiera e invertir en Europa.



- **Solaria presentó sus resultados de 9MS22** con un fuerte crecimiento del Ebitda y del beneficio neto. El crecimiento va a continuar en resultados y en potencia instalada.
- **Nueva y más ambiciosa ruta estratégica**, confirmando su objetivo de 6200MW en 2025, pero añadiendo cuatro nuevas palancas de creación de valor y crecimiento: a) Aumento del objetivo de potencia instalada en Italia desde 3GW a 5GW en 2030, b) entrada en Alemania, c) posible entrada en hibridación con hasta 1,2GW de eólica hasta 2030 en sus actuales parques solares y d) creación de una filial de gestión de suelo para renovables: Genaria con el objetivo de gestionar 100kHa en 2027 para alquilar a terceros o a la propia Solaria.
- **Objetivos operativos avanzando a pesar de los cuellos de botella:** La empresa ya tiene 1000 MW conectados y 1.020MW en construcción. Además, tiene 1.8GW en tres grandes proyectos que se conectarán antes de 2025. Los retrasos en la gestión de los permisos por parte de las administraciones siguen siendo el principal freno al crecimiento, ya que los retrasos en la cadena de producción no están afectando.
- **Más operaciones de rotación de activos:** Solaria, como otras empresas del sector, ha anunciado que pondrá en mercado algunos intereses minoritarios de proyectos, con el fin de ponerlos en valor y con el fin de apoyar la financiación.
- **Empieza a concretarse la apuesta de Solaria por Italia:** La empresa ha publicado que actualmente tiene 800MW asegurados de potencia en Italia, lo que significa que tienen los permisos más importantes y los terrenos asegurados. Por ello se podría iniciar la construcción de dicha potencia en breve.
- **Aumento del coste de financiar + fuerte aumento de los precios de venta: la rentabilidad del proyecto se mantiene.** Los costes de financiar un proyecto típico de energías solar o eólica, ha podido incrementarse desde el 2,5% al 4-5%. Sin embargo, las referencias de precios de venta eléctricos en PPAs y mercado, han pasado para el medio plazo de <35 EUR/MWh a >60 EUR/MWh. La empresa tiene totalmente financiado 1GW de potencia en construcción, con coste fijo en un 75%. Las últimas operaciones se han acordado en un coste de entre 2,5% y 2,9% al que hay que sumar el coste del swap de cobertura. Estimamos que la financiación actual se está cerrando con un coste de alrededor del 5% incluyendo coberturas y que se está financiando por encima del 70% del coste de inversión.
- **Alta visibilidad en el pipeline:** La empresa ha conseguido recientemente permisos de conexión por 1,2GW en España, con lo que considera que tiene 8,2GW asegurados, lo que supone un 132% del objetivo de 6,2GW operativos y en construcción para 2025 y el 46% del objetivo de 18GW en 2030.
- La empresa coincidió con otros competidores, en que ya se ha empezado a ver un **descenso del coste unitario de inversión** puesto en planta, por el descenso de los costes logísticos, y que se espera cierta moderación en el coste de los módulos
- **Más allá de la volatilidad inducida por las políticas de intervención de precios eléctricos en Europa, seguimos positivos en el valor:** vemos aún mucho potencial que se puede materializar en el medio plazo, ahora que Europa está siendo consciente de la importancia de la energía autóctona y que la cartera de proyectos de Solaria empieza a generar un Ebitda muy significativo.

## **B** Sabadell

- **Cumpliendo el plan estratégico.** Tras un largo proceso para recomponer las ratios de capital, reducir los activos deteriorados y redimensionar TSB, el nuevo equipo gestor de la compañía, liderado por César González-Bueno, lanzó en mayo de 2021 el nuevo plan estratégico 2021-23 con un claro lema “Foco, transformación y ejecución”. Los principales objetivos cuantitativos del plan para 2023 son: (a) obtener una ROTE superior al 6%, (b) lograr un resultado antes de dotaciones sobre APRs superior a 250pb (desde 210pb en 2020), (c) rebajar el coste de crédito hasta 45pb (desde 86pb en 2020) y (d) mantener una ratio CET 1 *fully loaded* superior al 12%. El banco, que anunció en julio la anticipación del cumplimiento del objetivo de ROTE a 2022, ha conseguido una ROTE del 8% en 3T22.
- **La reestructuración del negocio español.** Sabadell ha ejecutado dos ERE en 2020 y 2021 que han afectado a un 20% de la plantilla aproximadamente y que van a generar unos ahorros de costes de unos 240mnEUR anuales. Asimismo, se ha redimensionado la red de oficinas hasta las 1.303 actuales (-30% desde 1T20). Este proceso ha estado acompañado por un proceso de reorganización y “adelgazamiento” de los procesos, con un foco en la digitalización y en ciertos productos clave en los que se aspira a un servicio personalizado.
- **TSB contribuyendo a los resultados.** TSB ha contribuido 93mnEUR (13%) al beneficio neto atribuible de 9M22. La filial ha conseguido superar sus problemas tras la implantación del sistema informático y está experimentando un importante crecimiento en volúmenes amparado en el dinamismo de las hipotecas en el Reino Unido. Además, la subida de tipos de interés beneficia claramente el margen de intereses de la filial.
- **El impacto positivo de la subida del Euribor 12m.** Un desplazamiento paralelo de la curva de tipos de interés en 100pb implica un aumento del margen de intereses del grupo entre un 15% y el 20%. Dado el apalancamiento operativo de la compañía, un crecimiento del 15% en margen de intereses (unos 500mnEUR) se convierte *ceteris paribus* en un aumento del 30% del resultados antes de provisiones y en +180% del beneficio antes de impuestos. En el 3T22 se ha empezado a percibir el impacto positivo en el margen de intereses, con un crecimiento del +7,4% t/t.
- **Los riesgos de la ralentización económica.** El conflicto de Ucrania-Rusia, unido a los problemas de las cadenas de producción y a la inflación, está derivando en una revisión a la baja del crecimiento económico de España y Reino Unido. Normalmente esto suele significar un aumento del coste del riesgo. Teniendo en cuenta que Sabadell está provisionando por encima de lo que podríamos considerar un coste de riesgo medio de ciclo por lo que lo que se podría ver es una menor reducción del mismo y no un aumento. Además, no hay que olvidar que el 20% de la cartera de empresas tiene aval del ICO.
- **Precio objetivo diciembre 2022e: 1,22EUR.** Sabadell presenta un potencial alcista de cerca del 50% a nuestro precio objetivo. Este P. O. implica un P/VCT de 0,65x 2021 y 0,61x 2023e que consideramos conservador para una ROTE que ya está superando holgadamente el 6%. La rentabilidad por dividendo es del 4,0%.



- **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.** Acerinox publicó un 3T22 (EBITDA 241 m EUR vs. 523 m EUR en el 2T22), algo por debajo de lo esperado por el consenso (aunque incorpora un ajuste por inventarios de 65 m EUR). El sector ya nota, especialmente en Europa, el nuevo entorno macro, y el cambio de expectativas de los clientes ha hecho que el nivel de inventarios se mantenga elevado. En Europa se mantiene la incertidumbre por la guerra y los elevados precios energéticos, mientras que el mercado estadounidense sigue mostrando más solidez
- **Guías:** el 4T22 se verá afectado por la reducción de existencias y Acerinox espera que el EBITDA del 4T22 sea inferior al del 3T22. Estimamos unos 166 m EUR. Acerinox espera “una mejora de la situación en el 1T23, una vez se hayan ajustado los inventarios”.
- **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. La escalada de los precios de la energía en España está impactando en la industria, en general.
- **Precios:** Se están pasando las subidas de precios a clientes con contratos anuales (electrodomésticos y automoción) ya que durante 2021 las subidas de precios no se les ha traspasado. **Los precios siguen altos en EEUU, aunque en Europa se han desplomado.** La todavía fortaleza de precios en EEUU, a pesar del descenso de volúmenes, es positiva para la fase posterior a la reducción de inventarios. Acerinox está bien preparada para afrontar este nuevo ciclo.
- El Consejo de Acerinox decidió finalizar las conversaciones (muy preliminares) con **Aperam. No descartamos nuevos movimientos en el futuro.**
- **Remuneración al accionista.** En marzo finalizó el programa de recompra de acciones del 4% iniciado en diciembre (salida de caja de 115 m EUR) y en el 3T22 se completó el 67% del programa de recompra de acciones (también completado) iniciado en agosto (salida de caja de 59 m EUR), lo que unido a un dividendo de 130 m EUR da lugar a una retribución al accionista de 304 m EUR. **El Consejo propondrá a la JGA un dividendo de 0,60 EUR/acción, +20%, 6,4% rentabilidad por dividendo.**
- **Valoración:** La menor visibilidad nos lleva a ajustar a la baja las estimaciones de EBITDA de 2023 en un -21% (-7% en 2024) ajustando la valoración hasta 15 EUR (-14%), 1,4x P/BV23. Mantenemos la recomendación.



- Seguimos pensando que IAG **se presenta como una oportunidad con un potencial atractivo de cara a la recuperación** de la demanda. La compañía va a ser una de las grandes reforzadas tras la crisis por la masa crítica y posición competitiva de IAG en el mercado (mayor ahora con la integración de Air Europa), y por la capacidad de adaptación y optimización de estructura de costes que esperamos continúe reforzándose durante los próximos años.
- En el medio/largo plazo, esperamos una **optimización de la estructura de costes** de IAG con el objetivo de ser más eficientes y conseguir que crezca el peso del coste variable sobre el fijo. Ante las fluctuaciones de tráfico aéreo, la aerolínea podrá ajustar sus gastos en función de la demanda y mitigar el impacto en márgenes.
- Como ya se había anunciado la compañía reporta un Ebit Adj. pre excepcionales de 1.2bnEUR en el 3Q22 vs. 814mEUR que esperaba el consenso. Asimismo, destacamos el buen comportamiento del Ebitda en el 3Q22 (1.7bnEUR), no obstante, aún se mantiene un -11,3% por debajo de 2019 por la presión en costes. Los resultados que presentó la compañía del 3Q22 son positivos y muestran una clara tendencia de recuperación.
- Asimismo, la compañía afirma que **las reservas a futuro se mantienen en los niveles esperados para esta época del año, sin indicios de debilidad**, y, en consecuencia, IAG reitera las expectativas para el 4Q.
- La **clase business está mejorando y se espera que así siga con la recuperación del viaje corporativo**. Aunque el fuel seguirá teniendo un impacto relevante en la rentabilidad, **IAG espera que el resultado operativo sea rentable a partir para 2022**. También esperamos que los flujos de caja netos de las actividades de explotación sean significativamente positivos en 2022.
- La ocupación media del sector se ha situado en 74,6% en lo que llevamos de año, recuperando mejor que la capacidad. Esto es una buena noticia para el sector, ya que una **mayor ocupación apunta a mayores ingresos y una potencial mejora de la rentabilidad**.
- Consideramos que la aviación es un medio de transporte fundamental para el mundo de hoy en día. Proporciona las **conexiones entre ciudades que apoyan los flujos de actividades económicas clave entre los mercados**. Al ser una red de transporte mundial de alta velocidad, el transporte aéreo facilita **los vínculos entre las empresas, los gobiernos y las personas, permitiendo el comercio mundial, la inversión, el turismo y los viajes**, entre otras actividades económicas clave.
- Nos mantenemos **positivos** de cara al largo plazo. Nuestro precio objetivo es de 2,7 EUR, lo que implica un potencial superior al 70%, recomendamos COMPRAR.



- **Es la constructora con mayor presencia en los servicios (73% del equity).** Es el líder en la gestión de residuos en España, el segundo en la gestión del negocio del agua, el décimo en el mundo y uno de los principales operadores en construcción, cemento de España.
- En **internacional** está presente en el tratamiento de residuos en UK y Centro Europa (al igual que en agua) y en Latam, Oriente Medio y Norte de África en construcción.
- **Pensamos que FCC es la mejor opción a través de la cual invertir en el creciente negocio de la economía circular** gracias a su fuerte presencia en servicios medioambientales en donde es el líder del mercado, junto con su posicionamiento en el negocio de agua, actividades que por otra parte pensamos se beneficiarán de la llegada del fondo de reconstrucción.
- **España no cumple con la normativa comunitaria** en materias como el tratamiento de aguas residuales o el estado de las masas de agua. Tampoco en cuanto a la gestión de residuos se refiere.
- **FCC ha conseguido convertirse en un generador de caja** gracias a la estabilidad de las actividades de servicios, a la reestructuración financiera y operativa y a una estrategia centrada en la rentabilidad.
- Fruto de esta normalización en la evolución de la compañía, **FCC ha retomado el pago de dividendo, ha ejecutado una pequeña recompra (0,4% del capital) que ha amortizado y ha anunciado una nueva (0,5%).**
- **FCC ha publicado un EBITDA en 2021 en línea con nuestras estimaciones** (ex Realia/Jezzine), aunque la deuda es algo superior (+6%). Las actividades de servicios y agua crecen a buen ritmo, con mejoras de márgenes, a lo que se une la recuperación en construcción y un elevado volumen de entregas inmobiliarias.
- El **EBITDA** aumenta un 7% en 2021 (EUR 1.126m), con crecimiento en todas las actividades menos cemento (por menor venta de Co2) y el holding (por una menor contribución de concesiones).
- El **EBITDA** al 1S22 se eleva un 14% (EUR 603m), gracias a la aportación de inmobiliaria, con buenos crecimientos en servicios (+12%) y agua (15%), estabilidad en construcción y débil evolución de cemento y el holding (por la venta de concesiones). **El beneficio neto** cede un 2% (EUR 226m vs EUR 232m) aunque por impactos no recurrentes.
- **A los 9M22** FCC sigue creciendo (EBITDA +15%) en especial en sus actividades principales (servicios, agua), a lo que se añade un gran crecimiento de la cartera de construcción y buena marcha de la actividad inmobiliaria y de construcción.
- **La fortaleza de la compañía (2,5x DN23/EBITDA) abre la puerta a una aceleración del crecimiento inorgánico.**
- En ese sentido **FCC Inmobiliaria** anunció una OPA parcial (24%) sobre Metrovacesa, aunque sólo obtuvo un 11,47% lo que supuso una inversión de EUR 125m.
- **Otras adquisiciones** incluyen la compra de un 13% de Realia, la adquisición de una empresa de ciclo integral de agua en Georgia, otra en Colombia y una empresa de gestión de residuos en EEUU.
- **Nuestro precio objetivo se eleva a EUR 15,4/Acción.**



- **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 (50% del GAV21), tanto en la zona CBD, la BD o las nuevas áreas de negocio (NBA). **En centros comerciales** (17% GAV) opta por activos que sean dominantes en sus zonas de influencia. Adicionalmente Merlin cuenta con una creciente presencia **logística** (13% del GAV).
- Cuenta con **una elevada ocupación (94% en 2021)**. En oficinas el grueso de sus clientes son grandes compañías (95%) y en el 70% de los casos se trata de su sede corporativa. **El grueso de sus activos está en el CBD/BD** (54%) y el 38% en las nuevas áreas de negocio.
- En **centros comerciales**, el grueso de la cartera procede de activos urbanos (59%) y dominantes (36%).
- **Merlin ha recibido 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**. Merlin invertirá hasta 2027 EUR 942m en total que le aportarán unas rentas de EUR 110m vs los 84m que le aportaba Tree. La YOC será del 9,8%.
- En **datacenters** invertirá EUR 596m (70 MW) con un objetivo de rentas en 2027 de EUR 75m y una YOC del 12% (11% incluyendo los terrenos). La actividad de M&A en datacenters permanece elevada a lo que se une una reducida liquidez lo que se traduce en reducidas yields.
- **Desarrollará el total de la reserva de suelo logístico** hasta 2027. De los 133.000m<sup>2</sup> que están en curso, ya están pre alquilados el 88% y únicamente quedan 43m de capex por invertir. Para el desarrollo del resto de la cartera Merlin invertirá EUR 363m en el desarrollo de 589.000m<sup>2</sup>. Estos proyectos supondrán EUR 28m de rentas adicionales en 2027, un 5% más.
- **Nuestro precio objetivo cuenta con cierto margen de seguridad con respecto al NAV y se eleva a EUR 13,33/Acción.** basado en las siguientes hipótesis: 1) WACC del 5,1%; 2) exit yields que varían desde el 5% de las oficinas al 5,8% de los centros comerciales y el 5% en logístico.
- **Merlin ha publicado unos buenos resultados en 1S22**, con un FFO creciendo fuerte por lo que se revisa el objetivo al alza (EUR 0,6/Acción, +3%). La ocupación mejora ligeramente, el crecimiento I-f-I es positivo y se reducen los incentivos. La buena noticia reside en el elevado reléase spread de centros comerciales y logística y un abultado crecimiento de las rentas netas. La noticia negativa proviene de un pequeño incremento de las yields. **Los resultados a los 9M22 mantienen la misma tónica.**
- **El EPRA NTA en 1S22** se eleva a EUR 17,1 +6% vs EUR 16,1 en 2021.
- Se revisa al alza el objetivo de **FFO/Acción** para 2022 a >EUR 0,6/Acción (+3% vs 2021), con un IPC en el 4%, una ocupación en oficinas del 92,5% (vs 91,5%) y del 94,5% en centros comerciales. Nuestra estimación es un 4% superior.
- **Dividendo de caja EUR 1,2/Acción** en 2022 con un dividendo extraordinario (EUR 0,75/Acción).

# Lista de valores preferidos en Europa

	Market Cap	Entry Date	Entry Price	Last Price	Target Price	Upside	P/E (Adj)		Dividend Yield%		EV/EBITDA		ND/EBITDA		Return							
							cap	22e	23e	21e	22e	21e	22e	22e	23e	ID	1W	1M	3M	6M	2020	2021
LAGARDERE	2,691.41	17/10/2022	16.18	19.07	29.00	52.1%	15.2	10.5	3.1	3.1	8.6	6.8	2.5	2.0	0.1%	0.3%	15.4%	9.5%	-23.7%	5.4%	19.0%	17.9%
LEONARDO	4,272.53	09/05/2022	9.79	7.39	15.00	103.0%	6.1	5.5	2.1	2.1	4.6	4.5	2.0	1.7	-0.3%	1.3%	-5.2%	-15.0%	-24.0%	-42.2%	6.6%	-24.5%
CRH	28,733.86	26/07/2022	34.75	38.43	45.00	17.1%	11.5	11.4	3.3	3.3	7.3	6.3	1.0	0.8	1.1%	0.8%	12.9%	0.7%	4.0%	-1.4%	40.1%	10.6%
PRYSMIAN	8,730.78	09/03/2022	30.14	32.56	42.50	30.5%	13.8	15.4	2.0	2.0	11.1	7.4	1.3	1.2	-0.2%	0.5%	0.6%	1.6%	12.7%	37.1%	15.9%	8.0%
AIR LIQUIDE	71,496.35	17/10/2022	118.82	136.60	160.00	17.1%	23.2	22.0	2.2	2.2	13.3	11.6	1.5	1.4	0.0%	-0.4%	12.0%	0.1%	-6.2%	8.8%	16.5%	15.0%
STELLANTIS	45,547.21	30/12/2021	15.45	14.54	15.00	3.1%	2.8	3.3	8.4	8.4	1.5	0.8	-0.5	-1.0	0.9%	0.9%	11.2%	0.7%	7.4%	11.1%	40.7%	-5.9%
REN	1,738.03	21/11/2022	2.60	2.61	3.40	30.5%	15.1	14.6	6.2	6.2	9.0	8.4	5.1	4.6	2.2%	3.4%	5.0%	-5.8%	-9.7%	-6.9%	15.5%	0.4%
AXA	63,052.33	07/04/2022	23.89	26.99	31.00	14.9%	8.8	8.1	6.1	6.1					-0.4%	1.1%	11.4%	11.2%	16.7%	-19.2%	42.6%	12.9%
DIASORIN	7,427.13	26/07/2022	133.35	132.75	170.00	28.1%	24.9	25.9	0.9	0.9	16.7	16.1	2.0	1.6	0.5%	-2.0%	2.0%	-2.0%	12.4%	48.2%	-0.9%	-0.4%
NOS	2,021.49	09/05/2022	3.78	3.92	4.70	19.8%	13.0	14.8	7.4	7.4	5.8	5.6	2.4	2.4	1.6%	1.7%	8.9%	4.4%	0.8%	-35.9%	30.5%	3.9%
VEOLIA	17,507.29	07/04/2022	25.97	24.99	29.00	16.0%	16.4	13.8	4.4	4.4	6.9	5.9	1.6	2.7	0.7%	4.4%	15.7%	3.6%	0.9%	-13.4%	71.8%	-3.8%
SAINT GOBAIN	22,773.25	09/03/2022	53.35	44.16	60.00	35.9%	7.3	7.9	4.4	4.4	4.9	4.4	1.0	1.1	-0.4%	-2.7%	12.6%	2.1%	-12.5%	2.7%	68.8%	-17.2%
GALP	9,009.81	10/01/2022	8.99	10.87	13.90	27.9%	10.0	8.4	4.8	4.8	5.1	3.1	0.5	0.6	-3.5%	-4.3%	6.1%	3.2%	2.6%	-39.1%	3.7%	20.9%
EURO-STOXX 50			4,331.82	3,544.38											-0.3%	0.6%	12.6%	5.1%	7.8%	-2.6%	24.1%	-6.0%
European Selection 2022 *																						-11.67%

Source: ESN & GVC Gaesco Valores Estimates, Bloomberg. Prices

21/11/2022

Note: Total Return Performance, including dividends



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. Incluso después de ese ajuste, EDP sigue siendo una opción de dividendos seguros con una política de remuneración al accionista muy clara, que ofrece una atractiva rentabilidad de alrededor del 5-6% considerando un DPS recurrente de la cantidad mencionada de 0,154 euros.
- **Los principales pilares de la estrategia** de REN son: a) reforzar unos elevados estándares de cumplimiento ESG, b) reforzar las inversiones en crecimiento, con el fin de contribuir a la electrificación del país y a la integración de un fuerte crecimiento en renovables e hidrógeno en Portugal para reducir las emisiones y el uso de combustibles fósiles y c) mantener una sólida situación financiera y una atractiva remuneración al accionista
- **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:** 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 es 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
- **Buenos ratios de cotización:** El valor cotiza a un multiplicador de alrededor de 7.1x EV/Ebitda 2023e, que supone un descuento de más del 35% frente a sus comparables, manteniendo una rentabilidad por dividendo actual de algo más del 6%, frente al 5% del sector.



- 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**. Esperamos un recorte en ingresos del -2,6% en 2022e, fundamentalmente por la elevada base comparable vs. 2021 (mayor demanda durante restricciones, año repleto de bestsellers, incluido Astérix). El grupo ha dado un giro al mg EBIT de la editorial, esperamos que se sitúe en el 11% (vs. 13,5% de 2021 pero vs 9,2% de 2019). A pesar de las presiones inflacionistas (papel, salarios), se han mantenido algunos de los planes de ahorro establecidos durante el covid, que permitirán la recuperación del EBIT de esta división: estimamos un EBIT durante 2023e de 290mEUR.
- **La división de Travel Retail**. Impulsada por el repunte de los vuelos europeos y transatlánticos, las cifras de negocio de Travel Retail se están acercando a niveles de 2019. Durante los meses mayo-junio los ingresos se situaron solo un +6-7% (en términos orgánicos) por debajo del mismo periodo de 2019; en el 3Q, con un verano positivo para el tráfico aéreo, los ingresos podrían estar prácticamente a niveles prepandemia; el 4Q parece mostrar un ligero descenso secuencial. Para 2023e, estimamos unos ingresos equivalentes a los de 2019, apoyado por el mix de negocio (foodservice, travel essentials), que se ha ido adaptando a un cambio en el mix de pasajeros a favor de los productos low cost.
- **Otras actividades: Noticias y entretenimiento**. Esperamos una pérdida operativa de -8mEUR en 2022e y 2023e, dado que no hay más margen de maniobra en los costes, después de muchos años de reestructuración.
- ¿Por qué invertir en Lagardère?
  1. La **editorial sale reforzada** del Covid,
  2. **Travel Retail: en plena recuperación,**
  3. **Fuerte caída de la cotización tras la OPA:**
    - Al término de la segunda ronda de la OPA Vivendi poseía el 57,35% del capital por lo que el free float se ha reducido al 12%, **una cuarta parte del mismo tiene derecho a venderse a Vivendi a un precio de 24,10EUR** hasta el 15 de diciembre 2023,
    - El volumen de mercado ha disminuido considerablemente, lo que ha provocado un **gran descuento, a pesar de los buenos resultados operativos del grupo** (confirmados en 1H22),
    - **El precio de la acción está muy por debajo del precio de la oferta de 25,50 euros.**
- Establecemos el **precio objetivo en 29EUR**, lo que supone un precio un **14% superior al de la OPA** y un **potencial del 80% vs la cotización actual de la compañía**. Establecemos la recomendación en Comprar.



**Air Liquide**

- **Líder en gases industriales:** Air liquide es un líder en esa actividad, pero en los últimos años se ha centrado en apoyar la transición energética de sus clientes.
- **Importante focalización en la transición energética:** Más del 40% de sus oportunidades identificadas de proyectos están relacionadas con la transición energética y están relacionadas con las fuertes perspectivas de crecimiento del hidrógeno.
- **Una oferta completa en fabricación de hidrógeno verde u azul con captura de emisiones.** Una de las líneas de negocio creciente de Air Liquide es la captura del CO2 para producir hidrógeno azul en aquellas industrias en las que es complicado aplicar directamente fuentes renovables de energía como por ejemplo la industria del acero o la química.
- **Electrolisis y movilidad con H2:** Air Liquide espera instalar 3GW de capacidad de electrolisis para reemplazar su fabricación de Hidrógeno con emisiones, por hidrógeno verde. Adicionalmente, con el fin de reforzar la demanda de este hidrógeno limpio, la empresa está desarrollando modelos para potencial las aplicaciones del H2 al transporte pesado por carretera, tren y aviones además de para la industria del acero.
- **Plan estratégico para acelerar inversiones:** Hace pocos meses la empresa anunció un plan estratégico para los próximos cuatro años. En el se ha recogido una aceleración de las inversiones hasta el 13-15% de las ventas frente a la referencia anterior de 12% de ventas. La empresa espera acelerar su crecimiento operativo a una media anual del 5-6%, superando el 4% de objetivo que tenía de forma previa al plan. Con este aumento, Air Liquid espera llegar a un ROCE >10% desde 2023.
- **Visibilidad de beneficios:** La empresa ha confirmado sus expectativas de resultados para 2022 y años siguientes (excluyendo el impacto del aumento del precio de la energía). El grupo resalta la resiliencia de sus ventas a pesar de que algunos de sus clientes industriales están experimentando cierta ralentización, por la protección de los contratos take or pay.
- **Baja deuda:** la deuda neta se mantiene en 2022 y, esperamos que en 2023, por debajo de 1,5x Ebitda y los intereses financieros están cubiertos en más de 29x y 33x en 2022 y 2023 respectivamente.
- **Buenos ratios de cotización:** El valor cotiza con un descuento del 10% respecto a la media de los multiplicadores de los últimos 5 años y un 10-15% respecto a los multiplicadores de los dos competidores más importantes Air Products y Linde.
- **Vemos potencial con nuestra valoración:** Valoramos Air Liquide por partes. En primer lugar, el negocio tradicional lo valoramos con una media de los múltiplos históricos: P/E 23x, EV/Ebitda 13x y EV/Ebit 18x. Así obtenemos 137 EUROS/ACC para esa parte del negocio. Para el negocio de oportunidades en hidrógeno, utilizamos un EV/Ebit de 15x, que añade 23 EUR/acc a la valoración, por lo que el total alcanza 160 EUR/acc.

# DiaSorin

- DiaSorin es una **farmacéutica multinacional italiana** con importante presencia en el mercado del diagnóstico in vitro. El grupo **desarrolla, produce y comercializa pruebas de diagnóstico para múltiples áreas clínicas**. Sus pruebas están diseñadas para su uso en hospitales así como centros médicos privados. La compañía centra su actividad en el área del inmunodiagnóstico y el diagnóstico molecular.
- Debido a la pandemia, DiaSorin, al igual que otros players del sector del diagnóstico, ha conseguido potenciar sus ventas por el los fuertes volúmenes de pruebas Covid vendidos. Con la **generación de caja extraordinaria obtenida por esta situación DiaSorin ha integrado Luminex**, para diversificar el negocio y entrar en nuevos segmentos de alto crecimiento.
- Ahora que la ola pandémica ha quedado atrás, las ventas de pruebas Covid, aunque siguen siendo un negocio muy rentable y generador de efectivo, van a ir disminuyendo y estabilizándose progresivamente, mientras que los nuevos negocios estratégicos asumirán el papel de motor de crecimiento. DiaSorin tiene la intención de **seguir creciendo y ser una empresa especializada en diagnósticos complejos**.
- Además, hay que tener en cuenta que la pandemia ha generado nuevas tendencias en el mercado del diagnóstico que tendrán un impacto positivo incluso después de la pandemia. Por un lado, una mayor concienciación por parte de la población ya que la pandemia cambió por completo la percepción con respecto a las **pruebas de diagnóstico, con un fuerte aumento de las inversiones públicas**.
- Confirmados los objetivos del plan industrial 2022-25. Margen de

EBITDA en 2025: aproximadamente un 38% como resultado de: 1) la mejora del margen bruto a partir de 2022, parcialmente compensada por los productos de inmunodiagnóstico resultantes de las asociaciones estratégicas; 2) la plena realización de las sinergias de costes e ingresos (aproximadamente 90mUSD), con una mejora relativa del apalancamiento operativo por la adquisición de Luminex; 3) unos ingresos relacionados con COVID poco rentables.

- ¿Por que nos gusta DiaSorin?
  1. **Crecimiento y desarrollo** de productos que requieran tecnologías complejas, donde la compañía tiene amplia experiencia;
  2. **Nuevos acuerdos** para desarrollar y lanzar al mercado nuevos productos;
  3. **Integración de Luminex**; consideramos que el mercado no esta teniendo en cuenta el crecimiento potencial y las oportunidades que ofrece esta adquisición;
  4. Aprovechar al máximo Luminex para lograr **sinergias** a través de la venta cruzada y **penetrar** en nuevos segmentos de alto crecimiento;
  5. Se han **revisado al alza las previsiones** debido a que la tendencia del negocio de Covid es más fuerte de lo esperado.
- **Recomendación: Comprar. Precio Objetivo EUR 170/Acc.**



- **ECRH PLC (Cement Roadstone Holdings) es una compañía irlandesa de materiales de construcción.** Está presente en tres segmentos de negocio y en dos regiones. Materiales de construcción en EEUU (41% de las ventas), materiales de construcción en Europa (33%) y productos destinados al sector de construcción (26%).
- En **América** se centra en el negocio de áridos, asfalto, hormigón, cemento, servicios de construcción y pavimentación. En **Europa** está presente en Reino Unido/Irlanda, en **Europa del Este** (Polonia, Hungría, Eslovaquia y Serbia), en **Norte de Europa** (Finlandia, Alemania y Suiza) y en **Europa del Oeste** (Francia, Benelux, Dinamarca y España).
- La estrategia del grupo es similar a la de un fondo de capital riesgo y ha logrado una trayectoria impecable a lo largo del tiempo, con **un aumento de más de 3 veces en la cotización de la acción** desde finales de 2010.
- **Esta revalorización es el resultado de un modelo de negocio muy eficiente basado en una intensa rotación de activos.** Desde 2017, el grupo ha comprado 9.100 millones de dólares en activos y ha vendido 5.300 millones de dólares.
- **Su ROCE está entre los mejores del sector** (>8% en 2021, frente al 6-7% de HeidelbergCement y Holcim).
- **CRH tiene un modelo muy descentralizado centrado en la proximidad a los clientes.** Esto se traduce en un limitado uso de la marca CRH y a efectos comerciales, utiliza nombres locales, algunos de los cuales son bien conocidos (Irish Cement en Irlanda, Stradal en Francia, VVM en Bélgica, Cementbouw en los Países Bajos, Ash Grove en los Estados Unidos).
- **Resultados 2021.** Las ventas aumentaron un 10% (ex tipo de cambio \$30.981m), el EBITDA un 14% (\$5.350m), el BAI un 100% (\$3.342m) y el CF un 7%. \$1,5bn de nuevas inversiones a 7x EV/EBITDA. Desinversión de \$3,8bn a 10,5xEV/EBITDA.
- **Resultados 1S22.** Las ventas crecen en términos proforma un 14%, con un aumento del 17% en América, del 18% en Europa y del 23% en los productos para el sector de construcción. El EBITDA creció un 21% con un margen del 14,7% (+90 p.b). El EPS sube un 36%.
- **Guía 2022.** Ha reiterado su objetivo de un EBITDA de \$5,5bn, (+10%) con un margen en el 17,3% (+50 p.b.)
- **La falta de visibilidad para 2023 nos lleva a adoptar un enfoque más cauto** para tener en cuenta un entorno de mercado más incierto. Aunque **nuestras estimaciones de margen EBITDA y de BPA se mantienen sin cambios**, estamos aplicando un múltiplo de valoración de ciclo bajo (12x, frente a 16x anteriormente) lo que nos lleva **a un precio objetivo de EUR 45/Acción.**
- **Sin embargo, creemos que CRH está bien preparada para capear el ciclo.** Entre 2018 y 2021, el flujo de caja operativo creció un 51%, lo que supone 10 puntos más que la media de sus comparables. A finales de 2021, CRH tenía un flujo de caja de 4.500 millones de dólares y un balance desapalancado (apalancamiento de 1,2x).



- **Leonardo opera como una compañía tecnológica especializada en Defensa.** Dispone de servicios aeroespaciales y de seguridad global trabajando con un amplio catálogo de aeronaves, helicópteros, aeroestructuras y aerotransportadores.
- **Es el cuarto referente europeo por ventas en el sector aeroespacial** por detrás de Airbus, BAE y Thales. La compañía tiene una carga de trabajo de 2,5x ventas 2022e.
- **La corporación está centrada en tres líneas de negocio:** Helicópteros, Electrónica en Defensa y aeronáutica que comprenden el 98% del EBITA DE 2021. Italia, UK y US generaron un 16,5%, 9,6% Y 28,6% de las ventas, con un 70% de las mismas provenientes de programas gubernamentales o institucionales. El segmento civil comprende un peso limitado, tan solo de un 18% de ventas anuales.
- **Se materializa el aumento del presupuesto de defensa en Europa.** Alemania ha dado el visto bueno a un fondo de 100 bnEUR para fortalecer las fuerzas armadas. En España, los PGE aumentan un 25,8% la partida de Defensa. Italia aumentará esta partida hasta el 2% del PIB en 2024, desde el 1,54%. Reino Unido (12% de las ventas de LDO) podría pasar al 3% del PIB (111 bn EUR) en 2030 desde el 2,1% actual.
- **Leonardo no está sujeto a riesgo de una ampliación de capital** y se beneficiará de la liquidez que pueda obtener una vez que sea listada su subsidiaria americana DRS Technologies. Las desinversiones previstas por Leonardo alcanzarían una entrada de flujos en torno a 0,5-0,6Bn.
- **Como fortalezas del valor** resaltamos su fuerte posicionamiento en helicópteros, electrónica y aeronáutica. Su liderazgo en contratos obtenidos desde regiones como Italia, US y UK afianzan su perímetro geográfico de negocio.
- **Sus oportunidades** radican en que el conflicto en Ucrania ha reabierto la temática sobre la necesidad de invertir en defensa para así garantizar la seguridad en el mundo democrático.
- **Como puntos débiles** no podremos encajarlo en la categoría ESG y por tanto no se beneficiará de la liquidez que provenga desde los fondos correspondientes a esta temática. Aunque muchos inversores ESG se preguntan si la inversión en defensa de los ataques de otras potencias no es ético.
- **El CEO** de Leonardo señaló que aunque se puede reforzar la colaboración con Fincantieri, rechaza una fusión entre las dos.
- **Reino Unido** firmó un contrato de 2.800 m EUR para radares del Eurofighter "Typhoon" que incorpora el ECRS Mk2 radar. El contrato podría ser del 50% para Leonardo.
- **Boeing** podría reanudar las entregas del "787", paralizadas desde hace más de un año por defectos de producción.
- **Resultados del 3T22** en línea. Mejora un poco su guía de 2022: nuevas órdenes >16 bn EUR, ventas 14,4-15 bn EUR, EBITA 1.170-1.220 m EUR, FOCF c. 500 m EUR, DN 3 bn EUR. 1) el componente civil de los helicópteros se está recuperando mejor de lo esperado; 2) LDO confía en que los nuevos pedidos serán fuertes en el 4T22, también en Italia; espera que los clientes realicen importantes ingresos; 3) la inflación de costes es manejable, aunque el ~70% de los contratos son de precio fijo, la empresa está manteniendo conversaciones con los clientes para ajustarlos
- **Mantenemos la valoración de 15EUR/acción.** Tras los resultados del 3T22, aunque hemos ajustado un poco a la baja nuestras estimaciones, seguimos positivos en un contexto muy favorable.



- **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 2022e y esperamos un ROCE del 8-9% para los próximos ejercicios.



- **Fortaleza de Marcas:** La empresa fabrica coches y SUV's, además de vehículos ligeros de transporte, bajo las marcas Fiat, Alfa Romeo, Maserati, Jeep, Chrysler, Dodge, RAM, Citroën, Peugeot, Opel y Lancia, entre otras. La compañía emplea a más de 300k trabajadores a nivel global. Es el 4º mayor fabricante de automóviles y el 3º en ingresos, con unas ventas anuales de unos 8,7 m/vehículos.
- **Resultados.** Los ingresos netos del 3T22 alcanzaron los 42,1 bn EUR (+29% interanual), un 4% más que las expectativas del consenso, gracias a los volúmenes, precios y divisas.  
**Destacamos:** 1. los problemas de la cadena de suministro se están solucionando progresivamente; la industria puede volver a la normalidad a finales de 2023; 2. los inventarios de la empresa crecieron en ~179.000 uds. desde finales de 2021 (a ~275.000 uds, lo que se considera demasiado elevado; STLA trabajará para reducir ese nivel en ~100.000 uds. en el 4T22. 3. STLA ve un entorno de precios todavía fuerte (los precios crecieron un ~7% interanual en el 3T22); la demanda en Norteamérica sigue siendo fuerte; 4. la cadena de suministro y la logística plantean los mayores problemas. STLA está preparada para reaccionar ante un posible debilitamiento del mercado; 5. es razonable asumir que los resultados del 2S22 se asemejarán a los del 1S22; 6. Las expectativas para 2023 contemplan una menor presión inflacionista compensada por una fuerte disciplina de precios; STLA espera proteger sus fuertes márgenes.
- **Guías 2022.** En el 3T22 STLA confirmó sus previsiones para 2022, a pesar de la oferta y la inflación. Margen de explotación ajustado de doble dígito y FCF industrial positivo
- **CMD, plan 2024-27** y visión hasta 2030. El plan es cauto con el objetivo de FCF de 2024 y agresivo con los targets de 2030. Para 2024 espera unas ventas de 200 bn EUR, un EBIT ajustado >20 bn EUR, con un mg EBIT ajustado >10% y un FCF industrial >6 bn EUR. Para 2030 espera unas ventas de 300 bn EUR, un EBIT ajustado >36 bn EUR, con un mg EBIT ajustado >12% y FCF >20 bn EUR.
- **STLA quiere crecer en India.** La exposición a China/India/APAC es solamente del 2%.
- **STLA tiene un plan de inversión de 30 bn EUR** electrificación y software hasta 2025. La compañía va a construir tres plantas de baterías en Europa, 250 GWh, y otras dos en NA, con 150 GWh. Anunció un acuerdo con Samsung para invertir en una planta de baterías en Indiana, inicialmente con 23 GWh (2,3 bn EUR) y también un acuerdo con CTR para el suministro de litio.
- **Estimaciones y valoración.** Hemos ajustado al alza las estimaciones de 2022 pero hemos revisado a la baja los números de 2023 en torno a un 5% en línea con el deterioro macro. STLA es uno de los valores más baratos del sector del automóvil y seguimos creyendo que debería superar al sector; al mismo tiempo, señalamos que el sector del automóvil ha vivido unos increíbles 18/24 meses de subida de precios/mix junto con unos bajos tipos de interés. Este escenario puede llegar pronto a su fin haciendo que los resultados récord de 2022 sean difíciles de replicar. **Recortamos nuestra valoración desde 17,5 EUR a 15 EUR y cambiamos nuestra recomendación a Neutral desde Comprar.**



- En nuestra opinión, **NOS sigue disfrutando de *investment case* muy sólido** basado en su posición privilegiada en el mercado, su bajo apalancamiento y su fuerte generación de FCF que le permite pagar una rentabilidad por dividendo superior a la del mercado con un riesgo casi nulo de disminución/recorte respecto a los años anteriores.
- Los últimos años han estado marcados por un **mercado de telecomunicaciones relativamente estable** en términos de precios, con los actores aumentando los precios de los paquetes por la inflación, y la actividad promocional sigue siendo bastante suave, especialmente ahora que la pandemia se desvanece.
- Además, las **últimas noticias corporativas** apoyan este mercado estable con la compra de **Nowo** (cuarto operador en manos de Másmóvil) por parte de **Vodafone**, lo que dejaría a Digi como único “challenger”. A finales de junio de 2022, MEO era el líder del mercado en paquetes convergentes (41%), seguido de NOS (35,7%), Vodafone (20,2%) y Nowo (3%).
- NOS ha estado cotizando con un **ligero descuento** respecto al sector en términos de EV/EBITDA en 2023e y genera un margen de EBITDA mucho mayor en 2023e (42,0% frente a 31,7%) y una remuneración al accionista frente a sus pares (7,8% frente a 4,9%).
- Los **resultados del tercer trimestre** mostraron unos números muy positivos con un crecimiento de ingresos del +4.1%, apoyados por la división Telco (+3.0%) y el fuerte crecimiento en la división de Cine y Audiovisual (+22.8%), alcanzando el mejor trimestre desde la pandemia.
- En el **segmento Telco** el crecimiento fue generalizado en todas las líneas con +8.3% de crecimiento en clientes móvil como dato comercial más destacado. Los ingresos retail crecieron un +4.1% y los B2B cayeron un -2.3%. Los costes Telco crecieron un +6.6%.
- En general, el **EBITDA** creció un +3.9% (Telco +5.1%, con una mejora de +0.9pp en el margen). El beneficio neto estuvo afectado por EUR75m de resultados positivos derivados de la venta de torres a Cellnex. La deuda neta se situó en 1.85x DN/EBITDA y alcanza c.EUR1bn.
- En resumen, NOS mantuvo un **sólido impulso comercial**, especialmente en el segmento de móviles de pospago, junto con una mejora continua en Cine y Audiovisual (todavía por debajo de los niveles prepandémicos). Destaca la mejora de EBITDA en el segmento telco y la fuerte generación de caja.
- **Alcanzamos una valoración de EUR4.7 por acción, con un potencial de casi el 30% sobre precios actuales.** Para calcular el valor terminal de la empresa aplicamos un múltiplo EV/EBITDA (6,0x) y atribuimos un margen de EBITDA de salida (42%). También hemos incluido en nuestra valoración los ingresos restantes de la operación de Cellnex que se recibirán hasta 2026 (0,30 euros por acción). Nuestro valor de empresa (EV) es ahora un 3% más alto que en septiembre de 2021, mientras que la deuda financiera neta estimada es un 25% menor. El EV/EBITDA en 2023e derivado de nuestra valoración (6,0x) está alineado con el múltiplo de salida que estamos utilizando para el cálculo de la perpetuidad.



- **AXA** es una **aseguradora francesa internacional** con presencia en 56 países y 100m de clientes. Opera en los negocios de seguros de vida, P&C (Propiedad y Accidentes) y Salud. Tiene unos activos bajo gestión de 879.000mEUR. La división L&S (Vida & Ahorro - incluyendo Protección) representó el 34% de los resultados subyacentes del grupo, mientras que la división P&C (AXA XL principalmente) representó más del 60% de los ingresos, con un claro enfoque en las líneas comerciales desde la adquisición de Axa XL.
- La compañía se está **recuperando con fuerza** de la crisis del COVID-19, después de haberse visto especialmente afectada a nivel de Axa XL (interrupción de la actividad, cancelaciones de eventos). El ratio combinado de P&C (property and casualty) alcanzó el 93,3% a 30 de junio de 2021, frente al 99,5% en 2020. La actividad de seguros de Vida se beneficia de un impacto positivo del mercado con un aumento del 12% de los ingresos en 9M21.
- La empresa anunció un **programa de recompra de acciones** por valor de 1.000mEUR y confirmó su objetivo para 2023 de crecimiento del BPA en el extremo superior de la banda (3-7%) y un ROE subyacente de entre el 13% y el 15%, a pesar del entorno más incierto.
- La empresa se está **focalizando en la generación de caja** a nivel holding, por lo que está centrando su estrategia en actividades poco intensivas en capital (más del 90% del beneficio operativo procede del margen técnico o de las actividades de gestión de activos). En particular, la empresa ha decidido fusionar su filial interna de reaseguros (Axa Global Re) con Axa SA. Esta

operación, neutra en términos de riesgos retenidos dentro del grupo, aumentará la diversificación a nivel de holding y, por tanto, la capacidad de transferencia de riesgos de las filiales europeas (25% de las primas), estas últimas podrán así repartir más dividendos (1.300mEUR de aquí a 2026, de los cuales 300EUR m en 2023, a los que se añadirán 700m correspondientes al capital de Axa Global Re).

- **¿Por qué invertir?**
  1. **Solidez financiera** (ratio de solvencia de 214%)
  2. **Evolución positiva del ratio combinado,**
  3. **Margen de inversión resiliente**
  4. **Fuerte generación de caja**
  5. **Buen rendimiento de la cartera de inversión**
  6. **Buenas perspectivas y continua mejora del margen técnico**
  7. **Resultados de 1Q22 mejores de lo esperado**
- **Precio objetivo de 31EUR/Acc. y la recomendación de Comprar.**



- **Saint Gobain es el líder en el sector de la reforma energéticamente eficiente**, en la construcción “light” y en la descarbonización de la industria y de la construcción.
- En Europa la regulación establece que **más del 70% de los hogares de la UE necesitan ser renovados** para alcanzar el objetivo de carbono neto cero.
- **La construcción light** estimula la descarbonización al emplearse el 50% de la materia prima de la construcción tradicional y se recorta un 20% el período de construcción. El 40% de las emisiones globales de CO2 están ligadas a la construcción y en los últimos cincuenta años se ha multiplicado por tres la materia prima empleada en la construcción tradicional.
- Saint Gobain potencia **la descarbonización de la construcción** por ejemplo con un vidrio plano bajo en carbono o con productos sustitutivos al cemento.
- **Saint Gobain diseña, produce y distribuye materiales de construcción** en especial para el habitat al que destina más del 70% de sus ventas. Por mercados el 22% de las ventas procede de la nueva construcción, el 46% de la reforma, el 12% de la construcción no residencial, el 6% de la movilidad, el 7% de la industria y el 7% de la obra civil. Del total, el 40% de las ventas proceden de la construcción light.
- **Por zonas geográficas** el 19% del resultado operativo se lleva a cabo en Francia, el 24% en América del Norte, el 27% en el resto de Europa y el 30% en Asia y emergentes.
- **Es el líder mundial en placa de yeso**, aislamientos, baldosas y

está también presente en tejas y tuberías. **También produce vidrio plano y en una serie de productos HPM (Materiales de Alto Rendimiento)** destinados al habitat, al sector de transporte, salud y al industrial. Se trata de un negocio altamente tecnológico y el pilar industrial de Saint Gobain. En vidrio plano es el mayor operador en Europa y el segundo a nivel mundial. En los HPM es la mayor compañía a nivel mundial, presente en 45 países. Por último está el negocio de distribución de materiales para la edificación destinado a los profesionales del sector de la edificación o para compañías presentes en los segmentos de nueva construcción y reforma.

- **En 2021 las ventas crecieron un 13%** (EUR 44.160m), el resultado operativo un 39% (EUR 4.507m) y el beneficio neto recurrente un 47% (EUR 2.815m).
- **Las ventas en el 1S22** se elevaron a EUR 25,4bn con un crecimiento orgánico del 15% (+15% en precios). El EBIT aumenta un 17% (13% a tipo de cambio constante). El Margen EBIT es muy elevado (11%). Ratio de conversión del CF libre del 50%.ND/EBITDA de 1,2x. **El crecimiento orgánico de ventas en el 3T22** permanece elevado (13%).
- **El objetivo para 2022 es crecer en términos de resultado operativo en términos constantes**. Se espera incrementar **la retribución al accionista un 4% en 2022**.
- Nuestro **precio objetivo** se eleva a EUR 60/Acción tras haberlo recortado un 17%, al revisar a la baja las estimaciones de EPS para 2022. El EPS en 2022 aumenta un 10% vs 2021, pero disminuye un 10% en 2023.

## Prysmian Group

- **Se trata de una compañía especialista enfocada en el diseño, desarrollo, producción, distribución e instalación de un abanico de cables.** Los productos incluyen tendidos de alta y media tensión para aplicaciones energéticas y también dirigido a telecomunicaciones. La compañía ofrece soluciones submarinas, sistemas de monitorización, componentes de infraestructura de redes y fibra óptica.
- **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.
- **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. La ponderación en ventas en sus áreas de negocio son: 1) Proyectos: 14% de sus ventas, 2) Energía e Infraestructura: 47% de sus ventas, 3) Componentes de redes e industria; 24% de sus ventas, 4) Telecom: 14% de sus ventas. El área de proyectos obtiene márgenes ebitda del 13%, E&I (es cíclico, con menores márgenes) del 5,8%, I&NC del 7,4% y Telecom 15,6%.
- **Sus principales palancas de crecimiento** son los programas de infraestructura existentes en el pipeline, los cuales dilatarán la carga de trabajo en tendido y proyectos de energías renovables.

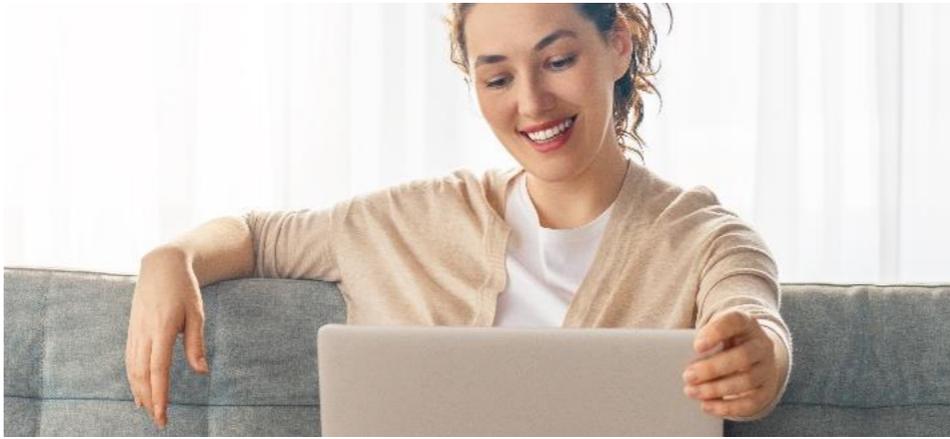
Con ello su crecimiento a largo plazo estaría garantizado. Por otro lado, la expansión del 5G seguirá desembocando en nuevos proyectos de Telco en el área de tendido de fibra óptica.

- **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 recuperación excelente de E&I, también I&NC (Industrial & network components) y Telco tras el covid, trasladando así los mayores costes de materias primas al cliente final.
- **Sus debilidades** pasan por la reafirmación de la recuperación de la actividad post-covid, especialmente en E&I así como la renovada competitividad desde países low cost y las cada vez más desafiantes condiciones de mercado del sector Telco. Su ratio deuda/ebitda excede las 2x con vencimientos en 2022 y 2023.
- **Recomendación:** PRY se beneficia de las macrotendencias digitales y de la transición energética. Esperamos que el P/E 2022e de 22x se ajuste a la media de la industria en 2023e, alcanzando así entonces referencias de 16x. Pensamos que la cotización ha sabido defender sus niveles: El desencadenamiento de la fricción ruso-ucraniana con una caída del 13% nos invitaría a tomar posiciones con un descuento adicional que agrega un potencial total del 25%.



- **Galp Energía es un operador energético integrado, con tres áreas de negocio principales:** exploración y producción de petróleo (E&P), refinado y comercialización (R&M) y gas y energía (G&P). El Brasil, y los descubrimientos en aguas profundas en la Cuenca de Santos, deberían seguir siendo un motor clave del precio de las acciones de Galp Energía.
- **Galp es tal vez una de las historias más singulares dentro del sector cotizado de petróleo y gas.** El caso de inversión incluye una subida en términos de crecimiento, pero también tienen un perfil más defensivo (en una época de precios del crudo más bajos) que proviene de su importante exposición a downstream. La compañía está invirtiendo rápidamente en renovables, aunque el peso en resultados tardará en llegar unos dos años.
- Desde 2007, **el principal impulsor de la valoración de Galp ha sido su exposición a la exploración de petróleo y gas en Brasil**, en particular, el aumento del yacimiento de Lula/Iracema. Esta exposición ha incrementado mucho su valoración, pero también ha creado muchas dudas y preocupaciones sobre el momento de desarrollo de los yacimientos y sus costes. Nuestra visión sobre Galp permanece positiva a este respecto ya que creemos que la compañía proporciona (i) un perfil defensivo ante bajadas de los precios del petróleo que proviene de sus negocios integrados y (ii) un mayor beneficio que proviene del aumento de la producción en aguas profundas.
- **Todo el sector está bajo presión por el giro desde los hidrocarburos hacia la electricidad como energía motriz.** Dada la naturaleza de la cartera de activos de Galp, pero también la determinación de la empresa de dedicarse con más fuerza a la energía renovable, creemos firmemente que la empresa puede ofrecer una oportunidad de inversión equilibrada que ayude a salvar la brecha entre los combustibles fósiles y las energías renovables.
- **Los últimos resultados estuvieron algo por debajo del consenso del mercado.** La producción neta creció un 5%, pero la empresa anunció unos cargos por impairments de 120 millones de euros por los activos de exploración y los de Brasil. Por otro lado, la evolución del circulante drenó el flujo de caja y elevó los niveles de deuda. La dirección considera que se trata de un hecho aislado que no debería influir en la decisión sobre la parte variable del reparto de dividendos cuando se publiquen los resultados de los doce meses.
- **Galp: un puente entre los combustibles fósiles y las renovables.** Dada la naturaleza de la cartera de upstream de Galp, pero también la voluntad de la empresa de dedicarse con más fuerza a la energía renovable, creemos firmemente que la empresa puede ofrecer una oportunidad de inversión equilibrada que ayude a salvar la brecha entre los combustibles fósiles y las energías renovables. La empresa ha anunciado varios proyectos en litio para baterías y en electrolizadores para hidrógeno verde, así como la compra de una cartera de proyectos renovables en Brasil.
- **Aún potencial de revalorización:** Alcanzamos un valor razonable de 13,90 euros por acción, frente a nuestro anterior de 13,20 EUR/ACC y una recomendación de compra.

# ¿Quiere invertir con GVC Gaesco?



## ¿YA ES PARTE DE GVC GAESCO?

Póngase en contacto con su asesor patrimonial, escríbanos a [atencioncliente@gvcgaesco.es](mailto:atencioncliente@gvcgaesco.es) o llámenos al 932712000 – 911988500 – 900909065, estaremos encantados de atenderle.

**ACCESO CLIENTE**



## ¿TODAVÍA NO ES CLIENTE?

Hágase Cliente de GVC Gaesco en pocos minutos, de forma segura y completamente online. Abrir una cuenta no tiene asociado ningún coste.

**HÁGASE CLIENTE**

## Disclaimer, Consideraciones Legales y Definiciones

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); Quonia (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Imaginarium, SA. Plásticos Compuestos 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 Fútbol Intercity, S.A.D (CITY); Profithol S.A. (SPH); Vytrus Biotech.; Labiana Health, S.A.; Axon Partners Group, 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 Energia y Celulosa; Cementos Molins, Atrys Health;

- 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.



GVC Gaesco



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