



# Carteras modelo ACF

## Enero de más a menos

### Los mercados en enero

- Tras la mayor subida mensual del Ibex 35 el pasado mes de diciembre de 2016 (+7,6%), enero pierde la fuerza inicial y acaba cayendo un -0,4%.
- Salvo el Dax alemán (+0,49%), **el Ibex35 se comportó muy en línea con el resto de principales índices europeos** (-2,3% Cac, -1,8% EuroStoxx, -0,6% Ftse).

### Resumen de los índices bursátiles españoles

- Ibex 35:** enero (-0,4%). Acumulado desde 1 de diciembre (+7,2%).
- Ibex Medium Caps:** enero (+1,0%). Acumulado (+5,7%).
- Ibex Small Caps:** enero (+3,4%). Acumulado (+10,6%).

### Nuestra cartera modelo de Small & Mid Caps

- Revalorización del +0,6% en enero. Acumulado (+9,8%).

#### Valores destacados de nuestra cartera:

- Enero: Iberpapel (+13,1%). Acumulado: Iberpapel (+24,6%).
- Enero: Técnicas Reunidas (-4,1%). Acum: Ebro Foods (-0,1%).

### Nuestra cartera modelo de Ibex 35

- Revalorización del +1,2% en enero. Acumulado (+10,0%).

#### Valores destacados de nuestra cartera:

- Enero: Grifols (+4,1%). Acumulado: Bankia (+15,9%).
- Enero: Técnicas Reunidas (-4,1%). Acumulado negativo: ninguno.

### Cambios en nuestra cartera modelo de Small & Mid caps

**Entran:** 1) Ezentis: Elevada contratación en los últimos meses y buenas perspectivas para los próximos ejercicios.

**Salen:** 1) Iberpapel: tras la fuerte subida de enero, muestra escaso potencial alcista. 2) Parques Reunidos: escaso potencial de revalorización a los precios actuales.

### Cambios en nuestra cartera modelo de Ibex 35

Sin cambios.

### Valores a seguir en febrero

- CAF:** posible adjudicación de contratos en Europa.
- Técnicas Reunidas:** posible adjudicación de nuevos contratos.

#### Análisis ACF

acanalisis@ahorro.com

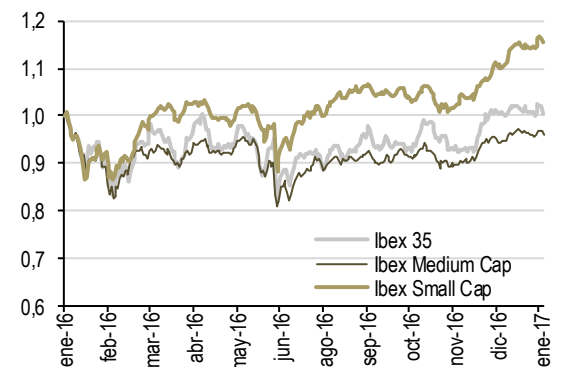
### Cartera fundamental

Fuente: Análisis ACF

31-ene-17 Valores	Precio	Comportamiento (%)			
		1D	1M	YTD	1A
CAF	37,60	0,4%	-1,8%	-1,8%	56,2%
Dominion	3,16	0,0%	1,0%	1,0%	n.a.
Ebro Foods	19,10	-1,0%	-4,0%	-4,0%	8,9%
Euskaltel	8,53	0,7%	3,1%	3,1%	-19,0%
Ezentis	0,54	-0,7%	3,5%	3,5%	37,9%
Miquel y Costas	24,50	-1,4%	-1,0%	-1,0%	27,0%
Técnicas Reunidas	36,70	-1,3%	-4,1%	-4,1%	25,8%

### Evolución bursátil

Fuente: Bloomberg



### Cartera fundamental Ibex 35

Fuente: Análisis ACF

31-ene-17 Valores	Precio	Comportamiento (%)			
		1D	1M	YTD	1A
Aena	134,35	-1,0%	3,6%	3,6%	34,5%
Grifols_P	15,83	-0,7%	4,1%	4,1%	18,5%
Bankia	0,98	-0,2%	0,4%	0,4%	10,0%
Repsol	13,66	-0,8%	1,8%	1,8%	51,5%
Técnicas Reunidas	36,70	-1,3%	-4,1%	-4,1%	25,8%

## 1. Evolución de la cartera: Small & Mid Caps

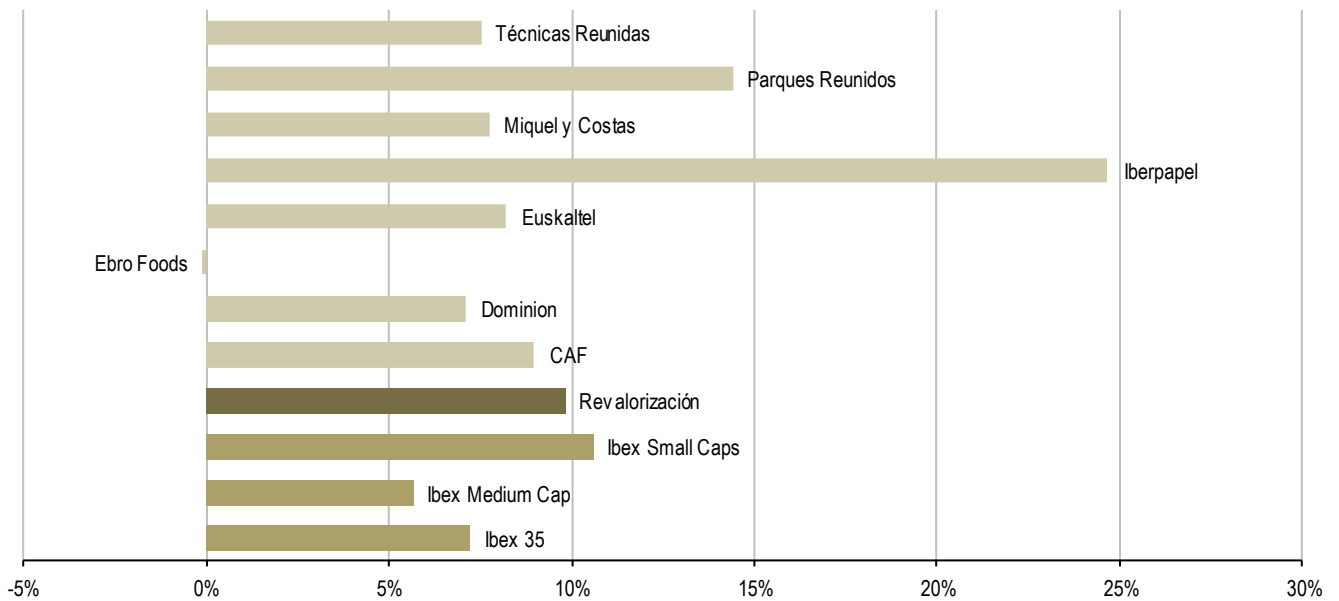
### 1.1. Comportamiento mensual

Fuente: Análisis ACF y Bloomberg

Compañía	Entrada	Salida	Rev.Dic	Pond.	R.P.Dic	Rev.Ene	Pond.	R.P.Ene	Acumulado
Ibex 35			7,6%			-0,4%			7,2%
Ibex Medium Cap			4,7%			1,0%			5,7%
Ibex Small Caps			7,0%			3,4%			10,6%
CAF	30/11/2016		11,0%	12,5%	1,4%	-1,8%	12,5%	-0,2%	9,0%
Dominion	30/11/2016		6,1%	12,5%	0,8%	1,0%	12,5%	0,1%	7,1%
Ebro Foods	30/11/2016		4,1%	12,5%	0,5%	-4,0%	12,5%	-0,5%	-0,1%
Euskaltel	30/11/2016		5,0%	12,5%	0,6%	3,1%	12,5%	0,4%	8,2%
Iberpapel	30/11/2016	31/01/2017	10,2%	12,5%	1,3%	13,1%	12,5%	1,6%	24,6%
Miquel y Costas	30/11/2016		8,9%	12,5%	1,1%	-1,0%	12,5%	-0,1%	7,8%
Parques Reunidos	30/11/2016	31/01/2017	16,4%	12,5%	2,0%	-1,7%	12,5%	-0,2%	14,4%
Técnicas Reunidas	30/11/2016		12,1%	12,5%	1,5%	-4,1%	12,5%	-0,5%	7,5%
<b>Revalorización cartera</b>				<b>100,0%</b>	<b>9,2%</b>		<b>100,0%</b>	<b>0,6%</b>	<b>9,8%</b>

### 1.2. Comportamiento acumulado

Fuente: Análisis ACF y Bloomberg



## 2. Resumen cartera modelo: Small & Mid Caps

Tras la salida de Iberpapel y Parques Reunidos y la entrada de Ezentis, **nuestra cartera modelo para el mes de febrero está compuesta por los siguientes valores: CAF, Dominion, Ebro, Euskaltel, Ezentis, Miquel y Costas y Técnicas Reunidas.**

### 2.1. Tesis de inversión de los valores de la cartera

#### CAF

Recomendación	P.O. (Dic. 2017)	Potencial
Comprar	45,30€	20,5%

Tras dos ejercicios en los que los resultados de la compañía han sufrido las consecuencias negativas de la fuerte competencia en el sector, estimamos que **en 2016 CAF apuntará la base del crecimiento esperado para los próximos ejercicios** gracias a: **1) Elevada contratación esperada** en el rango de los 3.000Mn€ (ratio de contratación sobre ventas de 2,2x), apoyado en las fuertes inversiones en el sector. En este sentido, se prevén unas inversiones de 128.000Mn€ en el período 2019-2021e (TACC del +3,2%, fuente: UNIFE). **2) Sólida cartera de pedidos** que, gracias a la contratación esperada en 2016, estimamos cierre en 6.400Mn€, lo que implica un ratio sobre ventas de 4,9x, que junto al ratio book to bill 2016 de 2,2x, asegura crecimiento en los resultados. **3) Sostenibilidad de los márgenes** gracias a las medidas de control de costes y a la finalización de los contratos con problemas de homologación (Amtrak finaliza en 2017). Estimamos que parte de las mejoras obtenidas serán compensadas con una política comercial más adecuada. **4) Crecimiento en resultados asegurado** gracias a los 3 puntos anteriores (incremento de ventas asegurada por cartera y contratación con al menos márgenes similares que en 2016). **5) Reducción de deuda** como consecuencia de una mejora del circulante, mayores anticipos, de una amortización de deuda asociada a los leasings, y por un nivel de inversiones normalizado.

#### CAF.MC/ CAF SM

Capitalización (Mn€)	1.291,7		
Nº acciones (Mn)	34,3		
Free Float (%)	51,3		
	2015	2016e	2017e
Ventas	1.284	1.309	1.600
EBITDA	165,2	156,3	195,8
EBIT	126,8	118,0	157,1
Bº neto atribuible	41,0	51,4	80,2
PER (x)	21,0	25,5	16,1
VE/EBITDA	8,1	10,8	8,3
Rentab. divdo. (%)	2,1	1,4	1,4
FCF Yield (%)	15,0	9,0	5,3
D.net./EBITDA	2,9	2,4	1,7

#### Dominion

Recomendación	P.O. (Dic. 2017)	Potencial
Comprar	3,79€	19,9%

Dominion ha sido históricamente una empresa que prestaba servicios (BPO) y aportaba soluciones innovadoras a la industria de las telecomunicaciones, lo que le ha conferido un alto componente tecnológico. Posteriormente, mediante adquisiciones, ha ido obteniendo un importante posicionamiento en otras industrias cada vez más demandantes de servicios de outsourcing, como el sector industrial o el de energías renovables. La acuciante necesidad por parte de las distintas industrias y empresas de mejorar la eficiencia de sus procesos (productivos / mantenimiento / comerciales / servicio al cliente / administrativos), más aun en un entorno de

#### DOM.MC/ DOM SM

Capitalización (Mn€)	558,2		
Nº acciones (Mn)	169,5		
Free Float (%)	27,1		
	2015	2016e	2017e
Ventas	525	608	725
EBITDA	41,6	48,4	57,2
EBIT	29,2	34,2	40,2
Bº neto atribuible	17,0	24,0	27,9
PER (x)	n.a.	22,1	20,0
VE/EBITDA	n.a.	8,7	7,8
Rentab. divdo. (%)	n.a.	0,0	0,0
FCF Yield (%)	n.a.	-2,3	-0,6
D.net./EBITDA	0,6	-2,3	-1,9

reducida inflación, nos conducen a pensar que **el sector continuará mostrando tasas de crecimiento positivas y sostenibles**. En este entorno, empresas innovadoras, con un alto componente de conocimiento tecnológico, extendida presencia geográfica y eficiencia operativa, tienden a crear estrechos vínculos con sus respectivos clientes consolidando su negocio. Dominion cumple estas características, lo que le llevará a ser un **referente sectorial en el futuro, más aun teniendo en cuenta el proceso de concentración que está experimentando el sector y donde Dominion está tomando parte activa**, espoleada por su sólida situación financiera (DFN DEC16e -110,3Mn€). Esto, unido al valor que confiamos que la compañía pueda extraer de las adquisiciones acometidas, siempre operaciones oportunistas realizadas a precios atractivos, nos llevan a pensar que la compañía generará en el futuro un atractivo retorno para el accionista.

## Ebro Foods

Recomendación	P.O. (Dic. 2017)	Potencial
Comprar	22,50€	17,8%

Somos optimistas de cara a los próximos ejercicios gracias a las buenas perspectivas de las materias primas: **1) Trigo duro**: las cosechas han sido buenas en cantidad, pero no en calidad, lo que ha llevado a ligeros repuntes en los precios en Europa hasta los 250-280€/tm vs. los 200- 220€/tm de antes del verano. En Estados Unidos y Canadá las lluvias han hecho que parte de la cosecha no se pueda usar para la producción de pasta, hecho que se ha compensado por una cosecha mayor en 2Mntm a la de 2015. En este sentido los precios están en 10USD/bushel vs. 90USD/bushel anterior. **En conclusión, se espera una estabilidad de los precios en 2017;** **2) Arroz**: los precios de los arroces más comunes permanecen estables. Destacan positivamente las buenas cosechas en Texas que mejorarán el EBITDA de ARI en 2017 en alrededor de 6MnUSD. Las variedades especiales como risotto o arroces para paella han tenido cosechas peores de lo esperado en calidad, pero sin impacto relevante en precios. La variedad de arroz basmati está sufriendo una subida de precios por menores cosechas al haberse plantado menos, pero sin impacto significativo para Ebro Foods al tener sus necesidades cubiertas para los próximos 8 meses. **En conclusión, se espera una estabilidad de los precios en 2017.** Por otro lado, estimamos que la compañía seguirá siendo **activa en adquisiciones**, aunque no esperamos una compra transformacional (importe superior a 200Mn€) del grupo en 2017. En este sentido, estimamos se centrarán en pequeñas compañías de nicho que se integren en un mercado donde cuente ya con una presencia relevante.

Estimamos que las caídas sufridas por el valor durante las últimas semanas, unido a un escenario estable de materias primas convierten a Ebro Foods en una opción atractiva de inversión. Dicho esto, **reiteramos nuestra recomendación de COMPRAR con un precio objetivo de 22,5€/acción.**

### EBRO.MC/ EBRO SM

Capitalización (Mn€)	2.938,0		
Nº acciones (Mn)	153,9		
Free Float (%)	46,7		
	2015	2016e	2017e
Ventas	2.462	2.471	2.553
EBITDA	314,7	340,7	369,7
EBIT	246,3	263,2	297,0
Bº neto atribuible	144,8	167,7	190,2
PER (x)	18,8	18,3	15,4
VE/EBITDA	10,0	10,0	8,6
Rentab. divdo. (%)	3,7	2,7	3,0
FCF Yield (%)	3,7	4,8	7,0
D.net./EBITDA	1,4	1,0	0,6

## Euskaltel

Recomendación	P.O. (Dic. 2017)	Potencial
Comprar	12,20€	43,0%

**Reiteramos la recomendación de COMPRAR en Euskaltel con un precio objetivo de 12,20€/acc.** El equity story de Euskaltel es de una compañía de telecoms de carácter regional que opera en mercados geográficos específicos (Vascongadas y Galicia), en los que cuenta con un elevado reconocimiento de marca, en un sector competitivo, generando mucha caja (tasa de conversión del 75,9% sin R) y ofreciendo una atractiva rentabilidad por dividendo (5,1%). La compañía está cumpliendo su guidance de resultados así como su estrategia desde que salió al mercado. Los tres pilares en los que se asienta la estrategia son customer LTV, crecimiento de clientes y eficiencia. Los objetivos pasan por alcanzar un ARPU > 60€ (58,5€ en 3T16), penetración del 75% en 3P/4P, del 75% en móviles (ya en el 76,2%), reducir el churn al 15% (14,9% actualmente), mejorar márgenes y mantener el ratio de capex/ventas (15,1% actualmente).

Coincidiendo con la publicación de resultados del 3T16 la compañía ha revisado al alza las sinergias de la integración con R Cable así como ha anunciado el pago de dividendos, una vez que la compañía ha conseguido normalizar la deuda tras la compra de R. **Las sinergias han sido revisadas al alza un 15% desde los > 20Mn€ a > 23Mn€.** En las cifras del 2016 han identificado 10Mn€ de los que un 38% son costes directos, 34% indirectos y 28% en capex. La mejora de sinergias es algo no esperado por el mercado. En relación a los dividendos la compañía ha anunciado un dividendo a cuenta de 0,15€/acc. que se pagará el 1 de febrero, mientras que el complementario se conocerá para la junta de accionistas del año 2016. Estimamos un total de 0,42€/acc. que arroja un yield del 5%. Finalmente la compañía ha conseguido solucionar los problemas derivados de los cambios de equipo gestor y cuenta con un nuevo CEO, que apoyado en el CFO y resto del equipo deberían volver a ganar la confianza del mercado.

### EKT.MC/ EKT SM

Capitalización (Mn€)	1.283,8		
Nº acciones (Mn)	151,8		
Free Float (%)	69,9		
	2015	2016e	2017e
Ventas	349	575	587
EBITDA	151,3	277,8	284,0
EBIT	66,6	131,9	138,2
Bº neto atribuible	7,1	61,7	69,8
PER (x)	243,6	20,4	18,4
VE/EBITDA	20,4	9,0	8,5
Rentab. divdo. (%)	0,0	4,2	4,1
FCF Yield (%)	6,3	13,3	13,6
D.net./EBITDA	9,0	4,5	4,0

## Ezentis

Recomendación	P.O. (Dic. 2017)	Potencial
Comprar	0,59€	9,3%

**Consideramos que 2017e será un buen ejercicio** gracias a: **1) Crecimiento orgánico garantizado por la elevada contratación y cartera de pedidos:** esperamos una contratación en 2016e de 625Mn€ (incluyendo los 130Mn€ de Tecnet), lo que implica un ratio de contratación sobre ventas de 2,1x. Esta fuerte contratación situará la cartera de pedidos en alrededor de los 800Mn€ (2,2x ventas 2017e), **2- Confirmación de los márgenes:** a pesar del impacto negativo de los tipos de cambio, principalmente del real brasileño, **la compañía adelantó a 2016 el objetivo de margen EBITDA del 10%** fijado en el plan estratégico para 2017 (+10,6% en 9M16). **3) Crecimiento inorgánico** (no incluido en estimaciones): esperamos que la compañía realice durante 2017 adquisiciones para reforzar sus negocios

### EZE.MC/ EZE SM

Capitalización (Mn€)	125,6		
Nº acciones (Mn)	235,7		
Free Float (%)	84,8		
	2015	2016e	2017e
Ventas	296	317	359
EBITDA	24,4	31,1	36,6
EBIT	11,8	22,1	27,3
Bº neto atribuible	-10,9	2,0	7,2
PER (x)	n.a.	61,3	17,4
VE/EBITDA	8,1	6,5	5,5
Rentab. divdo. (%)	0,0	0,0	0,0
FCF Yield (%)	-22,0	-0,7	-0,6
D.net./EBITDA	3,2	2,5	2,1

en Colombia, Brasil y México. **4) Niveles de endeudamiento razonables** (1,5x EBITDA17e). **5) Disipación de riesgos** (circulante, deuda con administraciones públicas y Vertice 360).

Estimamos que la compañía cuenta con un atractivo potencial de crecimiento con lo que tienen actualmente en cartera y que no ha sido recogido en la cotización del valor. **Dicho esto, establecemos una recomendación de COMPRAR con precio objetivo de 0,59€/acción.**

## Miquel y Costas

Recomendación	P.O. (Dic. 2017)	Potencial
Comprar	27,30€	11,4%

Miquel y Costas es una compañía posicionada históricamente en un sector (papel para la industria tabaquera) caracterizado por tener **muy pocos competidores y altas barreras de entrada**. En este entorno, el grupo ha sabido hacerse un hueco entre los grandes productores a nivel mundial, centrandose su estrategia en **tres grandes pilares: 1) la continua dedicación de recursos hacia el I+D+i; 2) la optimización de los procesos productivos; y 3) el desarrollo de productos de alto valor añadido**, como el papel de cigarrillo auto extingible. Todo ello implica tener un negocio de tabaco (70% de las ventas de la compañía) que destaca por su **alta rentabilidad, resistencia al ciclo económico y por su elevada generación de caja**.

Ante esta situación, Miquel y Costas decidió hace tres años dar un paso adelante en su estrategia futura, al centrar sus recursos hacia un área de más potencial de crecimiento (el papel para uso industrial). Esto se ha materializado en la **construcción de la planta de Terranova**, que permitirá al grupo elevar la rentabilidad en su división industrial y a la vez dar más equilibrio al peso porcentual de sus divisiones (**estimamos que la división industrial pase de aportar un 23% de las ventas totales en 2013 a representar un 33% de las mismas en 2017**).

## Técnicas Reunidas

Recomendación	P.O. (Dic. 2017)	Potencial
Comprar	39,40€	7,3%

Tras dos años de fuertes descensos en las inversiones en el sector petroquímico (-43% en 2015 y -27% en 2016e) motivado por el descenso de los precios del crudo, **2017 se presenta como un año de cambio de tendencia. Esta hipótesis se sustenta en las previsiones de un equilibrio entre oferta y demanda de petróleo para mediados de 2017**, lo que debería reactivar las inversiones en el sector.

**Bajo este escenario nuestra recomendación es COMPRAR con un precio objetivo de 39,4€/acción, apoyado en: 1) elevado pipeline en el 2017**, que asciende a más de 11.000MnUSD, con contratos por alrededor de 4.000MnUSD por ser adjudicados en

### MCM.MC/ MCM SM

Capitalización (Mn€)	513,2
Nº acciones (Mn)	20,7
Free Float (%)	-17,2

	2015	2016e	2017e
Ventas	223	226	235
EBITDA	53,2	56,3	59,3
EBIT	36,9	40,5	42,8
Bº neto atribuible	31,0	32,6	34,8
PER (x)	13,0	15,7	14,7
VE/EBITDA	7,2	8,5	7,7
Rentab. divdo. (%)	2,1	1,7	1,7
FCF Yield (%)	5,7	6,7	6,5
D.net./EBITDA	-0,4	-0,6	-1,0

### TRE.MC/ TRE SM

Capitalización (Mn€)	2.063,5
Nº acciones (Mn)	55,9
Free Float (%)	57,2

	2015	2016e	2017e
Ventas	4.188	4.594	4.875
EBITDA	105,3	204,5	219,4
EBIT	86,0	184,5	198,7
Bº neto atribuible	59,3	131,1	140,5
PER (x)	30,7	16,3	14,7
VE/EBITDA	12,0	8,3	7,7
Rentab. divdo. (%)	4,3	3,7	3,8
FCF Yield (%)	6,0	-1,8	0,6
D.net./EBITDA	-5,3	-2,2	-1,7

el 1S17 en los que Técnicas Reunidas ya se encuentra como finalista. En este sentido, **prevedemos una contratación en 2017 de 4.500Mn€**, ligeramente por debajo del objetivo de la compañía de una cartera para finales de 2017 parecida o algo superior a la de 2016, lo que implicaría una contratación similar a las ventas 2017e (4.600/5.000Mn€); **2) crecimiento asegurado en 2017 gracias a la elevada cartera de pedidos de 10.090Mn€ a 9M16, que junto a posibles adjudicaciones en el 1S17** nos podría llevar a crecimientos en ventas superiores al 5%, y **3) posible mejora de márgenes a final de 2017**: a pesar de que en 2017 no finalizará ningún gran contrato, estimamos que alguno de ellos si estará próximo a su finalización, lo que permitirá a la compañía ser más certera a la hora de cuantificar las posibles contingencias, y generar una ligera mejora de margen EBIT en el 3T/4T de alrededor de 0,2p.p.

### 3. Evolución de la cartera: Ibex 35

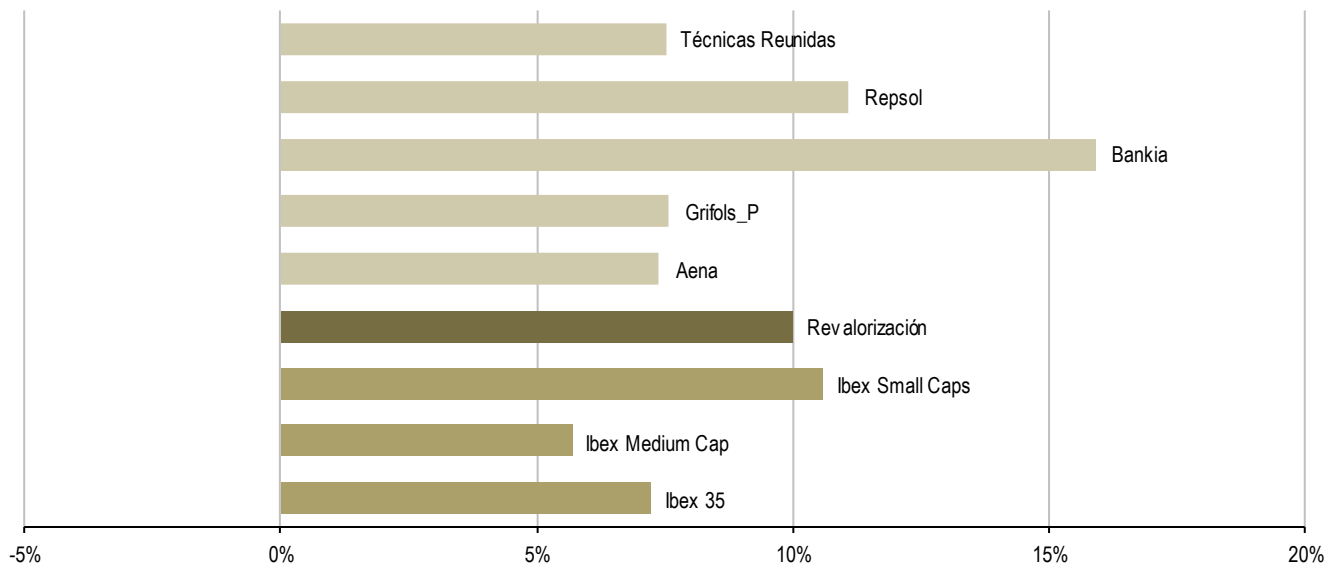
#### 3.1. Comportamiento mensual

Fuente: Análisis ACF y Bloomberg

Compañía	Entrada	Salida	Rev.Dic	Pond.	R.P.Dic	Rev.Ene	Pond.	R.P.Ene	Acumulado
Ibex 35			7,6%			-0,4%			7,2%
Ibex Medium Cap			4,7%			1,0%			5,7%
Ibex Small Caps			7,0%			3,4%			10,6%
Aena	30/11/2016		3,6%	20,0%	0,7%	3,6%	20,0%	0,7%	7,4%
Grifols_P	30/11/2016		3,3%	20,0%	0,7%	4,1%	20,0%	0,8%	7,6%
Bankia	30/11/2016		15,5%	20,0%	3,1%	0,4%	20,0%	0,1%	15,9%
Repsol	30/11/2016		9,2%	20,0%	1,8%	1,8%	20,0%	0,4%	11,1%
Técnicas Reunidas	30/11/2016		12,1%	20,0%	2,4%	-4,1%	20,0%	-0,8%	7,5%
<b>Revalorización cartera</b>				<b>100,0%</b>	<b>8,7%</b>		<b>100,0%</b>	<b>1,2%</b>	<b>10,0%</b>

#### 3.2. Comportamiento acumulado

Fuente: Análisis ACF y Bloomberg





## 4. Resumen cartera modelo: Ibex 35

Para el mes de febrero no hemos hecho cambios en nuestra cartera de Ibex 35. La composición de la misma es la siguiente: **Aena, Grifols\_P, Bankia, Repsol y Técnicas Reunidas.**

### 4.1. Tesis de inversión de los valores de la cartera:

#### Aena

Recomendación	P.O. (Dic. 2017)	Potencial
Comprar	155,10€	15,4%

Aena es el **primer operador aeroportuario del mundo por número de pasajeros**, que a diferencia de sus competidores opera en un modelo en red de aeropuertos; esta diversidad de gestión y un mayor volumen de negocio le permiten obtener **sinergias y economías de escala que se traducen en márgenes mayores que sus competidores**. Tras un año 2016 con fuerte crecimiento en la gestión de pasajeros (+11,0% vs. +5,9% en 2015) **estimamos que 2017 será el cuarto año consecutivo de incremento de esta magnitud para el grupo**, basado principalmente en dos grandes pilares: **1) fuerte aumento de la oferta de asientos de las aerolíneas en España; 2) gran fortaleza del turismo extranjero en España, beneficiado además por las tensiones geopolíticas en el Mediterráneo oriental**. Todo esto implica un creciente apalancamiento operativo cada año, que se traduce en un aumento progresivo de los márgenes del grupo. Además, **valoramos muy positivamente la fuerte generación de caja de Aena**, que permitirá a la compañía: 1) asignar de forma sostenible un payout del 50% a sus accionistas; 2) reducir de forma significativa la deuda financiera neta. Por todo ello, **reiteramos nuestra recomendación de COMPRAR con un precio objetivo de 155,1€/acción.**

#### AENA.MC/ AENA.SM

Capitalización (Mn€)	20.040,0		
Nº acciones (Mn)	150,0		
Free Float (%)	22,0		
	2015	2016e	2017e
Ventas	3.518	3.769	3.960
EBITDA	2.098,4	2.270,2	2.400,5
EBIT	1.252,2	1.449,8	1.601,7
Bº neto atribuible	833,6	1.148,6	1.135,6
PER (x)	18,5	16,9	17,6
VE/EBITDA	11,8	12,3	11,5
Rentab. divdo. (%)	2,7	3,8	4,2
FCF Yield (%)	9,3	8,4	7,5
D.net./EBITDA	4,5	3,7	3,2

#### Bankia

Recomendación	P.O. (Dic. 2017)	Potencial
Comprar	1,00€	2,0%

Bankia es un banco bien capitalizado (13,2%, la mayor CET1 FL entre las cotizadas), bien provisionado (ratio de cobertura más elevada, 60,5%) y eficiente (47,7%) tras la etapa de reestructuración y remodelación del negocio realizada desde la recapitalización de 2012. El equipo gestor **ha logrado alcanzar con éxito los objetivos del primer plan estratégico de la entidad para 2012-2015** (eficiencia; LTD ratio<110%; coste del riesgo 50-55pb, generación de capital de 480pb y 50.000Mn€ en desinversiones no estratégicas), mejorando el mix de negocio, que contaba en 2012 con una base de clientes amplia pero con cuotas muy reducidas en productos de valor añadido. Tras lograr estos objetivos, el nuevo plan estratégico espera comunicarse antes de final de 2017. **Reiteramos nuestra recomendación de Compra con P.O. 1,0€.**

#### BKIA.MC/ BKIA.SM

Capitalización (Mn€)	11.252,1		
Nº acciones (Mn)	11.517,0		
Free Float (%)	35,6		
	2015	2016e	2017e
M.intereses	2.741	2.193	2.189
M.bruto	3.805,8	3.148,1	3.225,5
M.antes provis.	2.148,2	1.576,1	1.662,1
Bº neto atribuible	1.223,2	886,4	1.018,7
PER (x)	9,8	12,6	11,0
P/V(x)	1,0	0,9	0,9
Rentab. divdo. (%)	2,6	3,0	3,5

## Grifols

Recomendación	P.O. (Dic. 2017)	Potencial
Comprar	19,59€	23,8%

El negocio desarrollado por Grifols comprende tres unidades de negocio de carácter global: Biociencia, Diagnóstico y Hospitalario. La división de Biociencia (aprox. 80% de la facturación), dedicada a la producción y venta de proteínas plasmáticas, es un negocio de alto valor añadido, que se beneficia de un atractivo crecimiento sostenido (aprox. 5% anual) y presenta notables barreras de entrada, lo que le confiere una elevada rentabilidad. De entre las compañías que desarrollan este negocio, consideramos a Grifols como una de las más atractivas por su alto grado de innovación, permitiéndole captar el crecimiento del mercado con un menor nivel de inversión. Además, aplaudimos la estrategia de creación de valor a largo plazo, típica de compañías con mayoría de su capital en manos de una familia, aunque ésta conlleve sacrificar cierta rentabilidad a corto plazo con la intención de aprovechar la positiva tendencia del sector en el largo plazo. La división de Diagnóstico (aprox. 16,5% de la facturación), desarrolla una actividad complementaria, centrada en el desarrollo y fabricación de instrumentación y reactivos para pruebas hematológicas e inmunológicas como tipaje sanguíneo y compatibilidad. El negocio Hospitalario (aprox. 2,5% de la facturación), en plena expansión internacional, podría verse impulsado a través adquisiciones.

**El mercado ofrece la oportunidad de participar en este atractivo y bien gestionado negocio a un precio muy razonable**, sobre todo mediante la adquisición de **acciones de Clase B**, que ofrecen un importante descuento sobre las acciones de Clase A. En caso de participar en este negocio a través de las acciones Clase B, y teniendo en cuenta el Bº Neto ajustado (no incluye gastos no recurrentes y gastos financieros que no implican salida da caja) estaríamos adquiriendo **un negocio que ofrece un importante crecimiento y una alta rentabilidad a unos ratios de 15,0x el Bº Neto estimado de los próximos doce meses, momento previo a la expansión de márgenes que prevemos de cara al futuro.**

GRF/P.MC/ GRF/P SM			
Capitalización (Mn€)	4.165,9		
Nº acciones (Mn)	261		
Free Float (%)	57,1		
	2015	2016e	2017e
Ventas	3.935	3.998	4.231
EBITDA	1.160,1	1.146,6	1.250,9
EBIT	970,4	945,4	1.047,7
Bº neto atribuible	532,1	538,1	604,2
PER (x)	24,0	22,3	20,9
VE/EBITDA	14,3	13,8	12,9
Rent. dvd. Accs (%)	3,5	1,9	1,9
FCF Yield (%)	-4,2	3,4	4,6
D.net./EBITDA	3,3	3,3	2,8

## Repsol

Recomendación	P.O. (Dic. 2017)	Potencial
Comprar	14,50€	6,1%

Repsol deja atrás un 2016 en el que hemos visto niveles mínimos del Brent de 33,9USD/boe, de 2,0 USD/Mbtu en Henry Hub y de 7,80€ en cotización. EL crudo Brent ha recuperado a niveles de 45,9USD/boe, de 2,80 USD/Mbtu en Henry Hub y 12,25€ en cotización. **De cara al 2017 estimamos continúe la mejora del precio del crudo y gas, situándose en niveles de 55USD/boe en el caso del primero (niveles del 60USD en 2017) y de 3,2 USD/Mbtu en el segundo.** Repsol seguirá avanzando en la consecución de su plan estratégico que pasa por completar el programa de eficiencias y sinergias, control del capex, desinversiones, focalización en el valor y mantener el grado de inversión, ofreciendo una remuneración al accionista razonable. **En eficiencias y sinergias superarán el objetivo de 1.100Mn€ en 2016 a 1.400Mn€, fundamentalmente por mayores eficiencias.** El objetivo a 2018 es de 2.100Mn€ de los que 1.500Mn€ serán en Opex y 0,6 en Capex. La inversión debería

REP.MC/ REP SM			
Capitalización (Mn€)	20.028,0		
Nº acciones (Mn)	1.465,6		
Free Float (%)	75,2		
	2015	2016e	2017e
Ventas	46.644	36.596	42.501
EBITDA	6.323,7	4.887,0	5.781,0
EBIT	3.574,2	1.902,0	2.422,0
Bº neto atribuible	2.470,0	1.447,0	1.671,0
PER (x)	5,2	13,6	12,0
VE/EBITDA	2,9	6,3	5,2
Rentab. divdo. (%)	10,4	5,4	5,3
FCF Yield (%)	8,2	6,2	0,0
D.net./EBITDA	0,9	2,3	1,8

caer el 35% en 2016-2017 vs 2014 y 38% en 2018-2020, fundamentalmente por la menor actividad exploratoria. **Las desinversiones totalizan 6.200Mn€ de los que ya se han alcanzado 4.800Mn€ incluida la venta del 10% de Gasnat.** Con estas medidas Repsol debería alcanzar el punto de equilibrio en FCF en 40 USD/boe y 65 USD/boe en E&P frente a los 46 y 62 USD/boe que llevaba a septiembre de 2016..

Desde el punto de vista de deuda, al final del tercer trimestre de 2016, se situó en 9.988Mn€, 1.721Mn€ inferior respecto al segundo trimestre de 2016, dejando el ratio de deuda neta sobre capital empleado en el 25% al cierre del trimestre y 2,11x DFN/EBITDA. **Reiteramos la recomendación de COMPRAR, por entorno materias primas, integración de Talismán, mejora financiera y valoración. Repsol constituye nuestra principal opción del sector de energía de cara al 2017.**

## Técnicas Reunidas

Recomendación	P.O. (Dic. 2017)	Potencial
Comprar	39,40€	7,3%

Tras dos años de fuertes descensos en las inversiones en el sector petroquímico (-43% en 2015 y -27% en 2016e) motivado por el descenso de los precios del crudo, **2017 se presenta como un año de cambio de tendencia. Esta hipótesis se sustenta en las previsiones de un equilibrio entre oferta y demanda de petróleo para mediados de 2017**, lo que debería reactivar las inversiones en el sector.

**Bajo este escenario nuestra recomendación es COMPRAR con un precio objetivo de 39,4€/acción, apoyado en: 1) elevado pipeline en el 2017**, que asciende a más de 11.000MnUSD, con contratos por alrededor de 4.000MnUSD por ser adjudicados en el 1S17 en los que Técnicas Reunidas ya se encuentra como finalista. En este sentido, **prevemos una contratación en 2017 de 4.500Mn€**, ligeramente por debajo del objetivo de la compañía de una cartera para finales de 2017 parecida o algo superior a la de 2016, lo que implicaría una contratación similar a las ventas 2017e (4.600/5.000Mn€); **2) crecimiento asegurado en 2017 gracias a la elevada cartera de pedidos de 10.090Mn€ a 9M16**, que junto a posibles adjudicaciones en el 1S17 nos podría llevar a crecimientos en ventas superiores al 5%, y **3) posible mejora de márgenes a final de 2017**: a pesar de que en 2017 no finalizará ningún gran contrato, estimamos que alguno de ellos si estará próximo a su finalización, lo que permitirá a la compañía ser más certera a la hora de cuantificar las posibles contingencias, y generar una ligera mejora de margen EBIT en el 3T/4T de alrededor de 0,2p.p.

### TRE.MC/ TRE SM

Capitalización (Mn€)	2.063,5
Nº acciones (Mn)	55,9
Free Float (%)	57,2

	2015	2016e	2017e
Ventas	4.188	4.594	4.875
EBITDA	105,3	204,5	219,4
EBIT	86,0	184,5	198,7
Bº neto atribuible	59,3	131,1	140,5
PER (x)	30,7	16,3	14,7
VE/EBITDA	12,0	8,3	7,7
Rentab. divdo. (%)	4,3	3,7	3,8
FCF Yield (%)	6,0	-1,8	0,6
D.net./EBITDA	-5,3	-2,2	-1,7

## CERTIFICACION DE ANALISTAS

Este informe de análisis es conjunto y se refiere a una diversidad de valores, por lo que ha sido elaborado por más de un analista. Las opiniones que se expresan en este informe de análisis reflejan fielmente las opiniones personales de cada colaborador en este informe conjunto.

Además, certifican que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por ACF e, indirectamente, los resultados del Grupo Ahorro Corporación, aunque éstos no reciben compensación directamente vinculada a operaciones relativas a servicios de inversión o auxiliares prestados por ACF o a cualquier otro tipo de operaciones o comisiones de negociación que ACF o cualquier otra persona del grupo realice o reciba.

## INFORMACIÓN IMPORTANTE

La entidad responsable de la elaboración de este documento, así como de los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, es Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A. (en adelante "ACF") filial del Grupo Ahorro Corporación sometida a supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en su Registro oficial con el número 24.

ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación tiene/n una titularidad directa o indirecta de una participación igual o superior al 5% del capital social emitido de la/s entidad/es emisora/s y que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor, calculado de conformidad con el artículo 3 del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012 y con los capítulos III y IV del Reglamento Delegado (UE) n.º 918/2012 de la Comisión Europea, de 5 de julio de 2012: No aplicable.

La entidad/es emisora/s que es/son objeto de análisis poseen una participación igual o superior al 5% del capital social de ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación: CaixaBank, Bankia, Liberbank, S.A., BBVA.

En los últimos doce meses, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación ha/n participado como asegurador y/o colocador y/o director/codirector en ofertas públicas de valores y ha percibido, por tanto, remuneraciones basadas en ello, de la/s siguiente/s Compañía/s, que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación: No aplicable.

Otros intereses financieros o conflictos de interés de ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación u otras personas estrechamente vinculadas a destacar. No aplicable

ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación tiene suscritos contratos de liquidez o de creación de mercado con la/s siguientes Compañía/s que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

En los últimos doce meses, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación ha/n recibido compensación por la prestación de servicios de inversión o auxiliares de la/s siguiente/s Compañía/s que es/son objeto de análisis en el presente informe, no habiendo implicado en ningún caso revelación de información comercial confidencial alguna: Banco Popular, Banco Popular, Banco Sabadell, Bankia, Bankinter, BBVA, CaixaBank, Corp.Fin. Alba, Europac, Iberdrola, Liberbank, Red Eléctrica, Repsol, Santander.

En los próximos doce meses, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación esperan recibir o intentarán obtener compensación por la prestación de servicios de inversión o auxiliares de la/s siguiente/s Compañía/s que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

El Grupo Ahorro Corporación tiene establecidos procedimientos de actuación internos, medidas de control y normas de conducta para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad de forma que se garantice que cada una de éstas tomas de manera autónoma sus decisiones y, asimismo, se eviten conflictos de interés, tales como barreras de información, independencia del Departamento de Análisis, tratamiento de información privilegiada de acuerdo con lo establecido en el art. 229 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1333/2005, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado y elaboración de recomendaciones.

## SISTEMA DE RECOMENDACIONES

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

En este sentido indicamos las principales fuentes que se han utilizado: Compañías objeto de análisis, CNMV, Bloomberg y Factset.

Los precios objetivos y recomendaciones se establecen de acuerdo a la evolución esperada hasta el final del año natural. A partir del mes de septiembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja. Las recomendaciones son absolutas y fundadas. Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Comprar, potencial de revalorización positivo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior); Vender, Potencial de revalorización negativo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior); Mantener, Potencial de revalorización cercano a cero en el horizonte definido (final de año corriente o posterior). En el caso de las compañías pertenecientes al universo de Micro Caps, las recomendaciones se reducen a dos: Comprar, potencial de revalorización positivo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior); Vender, Potencial de revalorización negativo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior).

A fecha actual, sobre el total universo de compañías en cobertura por parte de ACF, hay un 51.4% de recomendaciones de Comprar, un 37.1% de recomendaciones de Mantener y un 11.4% de recomendaciones de Vender. Asimismo, sobre el universo de compañías a las que ACF presta servicios importantes de inversión o auxiliares, hay un 50.0% de recomendaciones de Comprar, un 50.0% de recomendaciones de Mantener y un 0.0% de recomendaciones de Vender.

Compañía	Recomendación
Abertis	Mantener
Acerinox	Mantener
ACS	Comprar
Adveo	Vender
Aena	Comprar
Almirall	Comprar
Amadeus	Comprar
ArcelorMittal	Comprar
Atresmedia	Mantener
Axiare	Mantener
Azkoyen	Comprar
Banco Popular	Comprar
Banco Sabadell	Mantener
Bankia	Comprar
Bankinter	Mantener
Barón de Ley	Mantener
BBVA	Mantener
BME	Mantener
CAF	Comprar
CaixaBank	Mantener
Cellnex	Vender
CIE Automotive	Comprar
Colonial	Vender
DIA	Mantener
Dominion	Comprar
Duro Felguera	Mantener
Ebro Foods	Comprar
Enagás	Comprar
Ence	Vender
Endesa	Mantener
Europac	Comprar
Euskaltel	Comprar
Ezentis	Comprar
Faes Farma	Mantener
FCC	Mantener
Ferrovial	Mantener
Fluidra	Comprar
Gamesa	Comprar
Gas Natural	Mantener
Grifols	Mantener

Compañía	Recomendación
Hispania	Comprar
IAG	Mantener
Iberdrola	Comprar
Iberpapel	Comprar
Inditex	Mantener
Indra	Comprar
Lar España	Comprar
Liberbank	Mantener
Logista	Comprar
Mediaset España	Comprar
Meliá Hotels Int.	Comprar
Merlin properties	Comprar
Miquel y Costas	Comprar
Naturhouse	Comprar
NH Hotel Group	Comprar
OHL	Comprar
Parques Reunidos	Comprar
Pharmamar	Comprar
Prosegur	Mantener
Realia	Vender
Red Eléctrica	Mantener
Repsol	Comprar
Rovi	Comprar
Sacyr	Comprar
Santander	Mantener
Talgo	Comprar
Técnicas Reunidas	Comprar
Tecnocom	Acudir a la OPA
Telefónica	Comprar
Telepizza	Mantener
Tubacex	Mantener
Tubos Reunidos	Mantener
Vidrala	Mantener
Viscofan	Vender
Zardoya Otis	Vender
Grifols (B)	Comprar