

Cambio de Carteras

Del 10 al 17 de mayo de 2017

jueves, 18 de mayo de 2017

Europa

Cartera Modelo Europa

- El pasado viernes sacamos de la cartera modelo europea a **Telefónica**, tras unos Rdos. 1T'17 que estando en línea, dejan al valor sin newsflow hasta los del 2T en julio. En su lugar **entra Essilor** donde además de la mejoría en LfL que hemos visto en 1T'17 en Desarrollados (65% ventas), seguimos viendo margen de repuntes vinculados a la fusión con Luxottica (donde las sinergias podrían ser >+15% en EBIT).

También sacamos a **Société Générale**, dado que los Rdos. 1T'17 dejan escaso margen de mejora de estimaciones a lo que hay añadir que pensamos que la compañía está por el momento ajustada en valoración (cotiza a un PTBV de 0,8x vs una RoTE de c.8%) y sin catalizadores en el corto plazo (hasta que anuncien su Plan Estratégico en noviembre). En su lugar **entra BNP Paribas**, cuyos Rdos. sorprendieron positivamente por la continua ganancia de cuota en B. Inversión y por el mejor comportamiento observado en volúmenes de crédito en Francia.

▼ Salidas / Bajamos Peso				▲ Entradas / Subimos peso			
Valor	Peso		Load Factor	Valor	Peso		Load Factor
	Desde	Hasta	Final		Desde	Hasta	Final
Telefónica	1,88%	0,00%	-	Essilor	0,00%	1,88%	187,80%
Société Générale	4,40%	0,00%	-	BNP Paribas	0,00%	4,40%	145,10%

- La beta histórica de 250 sesiones (un año) de la cartera se sitúa en el 1,05x y la beta histórica calculada en 30 sesiones en 1,04x vs 1,05x y 1,03x anteriores respectivamente. Ver anexo en página 15.

Cartera High Yield Europa

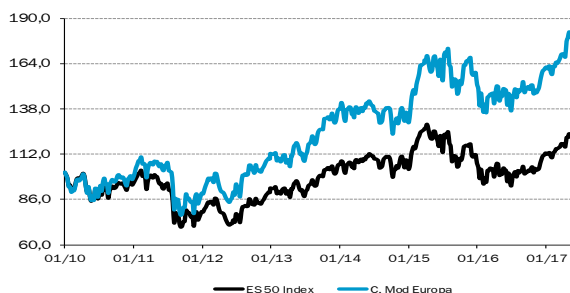
- Air Liquide, Allianz, Deutsche Post, LVMH, SAP.
- Sin cambios esta semana. Fundamentales pág. 10 a 13.

Evolución de las carteras Modelo y High Yield Europa

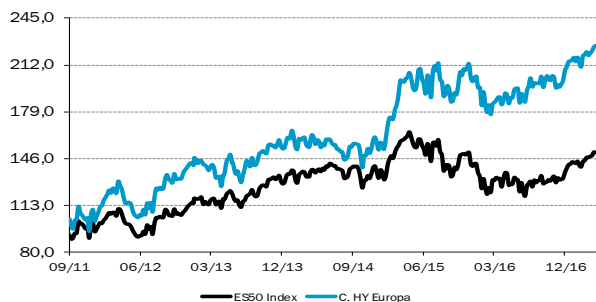
	% 1 Sem	% 4 Sem.	% 1 Trim	% 12 M	YTD	2016	Desde 31/12/2015(%)	Desde 31/12/2014(%)	Desde 31/12/2013(%)	Desde 31/12/2012(%)
Eurostoxx50	-1,7%	4,8%	7,9%	21,3%	8,9%	0,7%	1,1%	2,3%	1,9%	5,4%
BS ES50 Modelo	-1,6%	6,9%	10,4%	23,6%	11,5%	1,9%	9,7%	12,9%	8,1%	12,0%
vs ES50	0,1%	2,0%	2,3%	1,9%	2,3%	1,2%	8,5%	10,4%	6,1%	6,3%
BS High Yield ES50	-1,8%	6,7%	9,0%	26,0%	10,7%	5,7%	12,1%	19,6%	12,3%	12,6%
vs ES50	-0,1%	1,9%	1,0%	4,0%	1,7%	5,0%	10,9%	17,0%	10,2%	6,9%

Rentabilidades teóricas asumiendo precios de cierre del día anterior en las entradas y las salidas. Rentabilidades ajustadas por dividendo. Rentabilidades históricas anualizadas El relativo frente al índice de referencia lo calculamos: (1+Rtb.Cartera)/(1+Rtb.Índice)-1* Cálculo del YTD y 2011 para la cartera High Yield desde su inicio: 19 de agosto 2011.

Cartera Modelo vs ES50 (Base 100 = 28/10/2005)



Cartera High Yield vs ES50 (Base 100 = 18/08/2011)



Cartera Modelo Eurostoxx 50

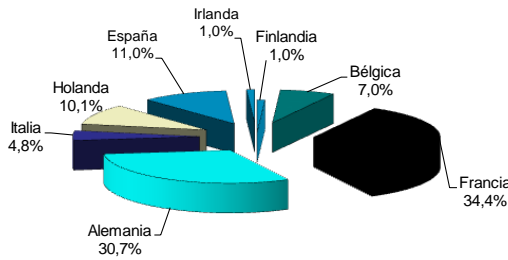
	Precio	P.O	Pot.	PER'17	EV/EBITDA'17	Yield'17	Peso ES50	Load Factor	Peso Cartera	1 sem (%)	4 sem (%)	1 Trim (%)	YTD (%)
Materiales Básicos							8,9%	141,2%	12,5%				
<i>Químicas</i>							8,9%	141,2%	12,5%				
Air Liquide	109,6	117,0	6,8%	20,3	10,9	2,34%	1,7%	487,2%	8,46%	-1,5%	3,3%	3,5%	3,7%
BASF	85,5	70,6	-17,4%	17,4	9,1	3,78%	3,2%			-1,8%	-3,7%	-5,1%	-3,2%
Bayer**	115,9	BR	n.a.	21,7	9,8	2,39%	3,9%	103,6%	4,07%	-0,3%	10,9%	9,3%	19,8%
Industriales							14,4%	162%	23,27%				
<i>Bienes y Servicios Industriales</i>							10,6%	134,9%	14,34%				
Philips *	31,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,2%			-1,2%	5,5%	14,7%	9,2%
Siemens	129,3	142,0	9,8%	16,8	10,9	3,32%	3,9%	110,6%	4,29%	-0,9%	3,9%	5,9%	14,1%
Safran	75,4	80,0	3,2%	19,3	9,1	2,07%	1,1%	178,3%	1,96%	-2,7%	3,7%	14,1%	10,2%
Deutsche Post	31,7	36,0	13,6%	15,1	8,0	3,24%	1,2%	650,1%	8,09%	-3,7%	2,8%	-0,8%	4,8%
Airbus	72,7	78,0	7,2%	21,3	7,1	1,88%	1,7%			-3,3%	4,0%	9,7%	18,0%
Schneider *	69,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,5%			-2,3%	1,4%	0,1%	7,3%
<i>Mat. Construcción</i>							3,7%	238,7%	8,93%				
Saint Gobain	49,6	BR	n.a.	20,8	7,7	2,44%	1,0%	504,1%	4,88%	-2,5%	8,4%	6,4%	12,2%
Vinci	77,0	BR	n.a.	19,2	9,3	2,28%	1,7%	242,3%	4,05%	-1,7%	6,5%	10,9%	21,2%
CRH *	32,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%			-6,2%	2,1%	-0,7%	-1,0%
Bs. Consumo							24,7%	104,06%	25,72%				
<i>Automóviles</i>							6,6%	58,7%	3,89%				
Daimler	68,3	82,0	20,1%	8,8	2,8	4,56%	2,8%	139,6%	3,89%	-0,9%	3,6%	0,3%	1,1%
BMW	86,4	89,0	3,0%	8,7	3,3	4,23%	1,2%			-0,7%	2,9%	0,3%	-2,6%
Volkswagen	140,8	165,0	17,2%	5,0	1,4	3,96%	2,6%			-1,1%	0,8%	-3,5%	7,1%
<i>Bienes Personales</i>							9,7%	114,9%	11,11%				
Unilever	49,3	52,0	5,6%	24,4	14,8	2,80%	3,9%	85,3%	3,28%	-0,4%	3,2%	25,4%	27,9%
L'Oreal	188,15	BR	n.a.	27,7	17,8	1,96%	1,9%			-0,4%	3,7%	8,3%	10,5%
Lvmh	228,0	252,0	10,5%	24,6	11,7	2,06%	2,5%	314,7%	7,83%	-1,9%	11,3%	20,8%	27,3%
Adidas	173,85	178,0	-1,4%	29,1	15,8	1,13%	1,4%			-2,6%	-1,9%	16,2%	15,8%
<i>Media</i>							0,6%						
Vivendi	18,9	17,2	-9,0%	40,0	19,4	5,26%	0,6%			0,8%	8,2%	11,2%	7,0%
<i>Distribución</i>							2,7%	200,5%	5,35%				
Inditex	36,0	38,5	6,9%	30,8	18,0	1,87%	1,6%	328,2%	5,35%	-1,4%	4,7%	14,9%	12,1%
Ahold *	20,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,0%			1,5%	6,9%	-0,9%	3,7%
<i>Alimentación</i>							5,1%	105,1%	5,37%				
Danone	66,9	78,3	17,1%	20,1	11,1	2,69%	1,6%			1,0%	5,6%	11,6%	14,0%
AB Inbev	107,8	125,6	16,6%	24,3	14,5	3,67%	3,5%	152,8%	5,37%	-1,3%	4,7%	6,2%	9,3%
Petróleo y Gas							6,4%	74,4%	4,78%				
ENI	14,8	16,4	10,7%	19,9	4,0	5,32%	1,5%			0,0%	0,9%	3,1%	-1,5%
Total	48,45	53,0	9,4%	13,5	5,8	5,65%	4,9%	97,5%	4,78%	0,6%	3,4%	1,0%	0,7%
Tecnología							5,2%	187,5%	9,76%				
SAP	93,95	BR	n.a.	24,5	13,7	1,63%	3,6%	267,8%	9,76%	0,2%	3,6%	7,8%	15,0%
ASML *	120,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,6%			-1,8%	0,9%	0,8%	14,3%
Financieras							22,8%	90,1%	20,52%				
<i>Bancos</i>							13,0%	102,4%	13,32%				
Santander	6,0	6,3	5,7%	13,9	n/a	3,42%	3,5%	158,7%	5,57%	-2,9%	5,7%	13,3%	22,5%
BBVA	7,3	7,5	2,7%	12,4	n/a	4,30%	2,0%			-3,3%	5,2%	13,7%	17,3%
Intesa Sanpaolo	2,8	BR	n.a.	13,0	n/a	7,28%	1,6%	211,3%	3,34%	-1,8%	13,1%	27,8%	15,3%
Deutsche Bank	16,9	16,0	-5,0%	17,3	n/a	0,00%	1,3%			-3,6%	10,9%	0,0%	9,4%
BNP Paribas	65,1	68,0	4,4%	11,8	n/a	4,19%	3,0%	145,1%	4,40%	-2,5%	11,6%	13,3%	7,5%
Société Générale	48,9	BR	n.a.	11,1	n/a	4,55%	1,6%			-1,7%	10,4%	11,7%	4,5%
<i>Aseguradoras</i>							8,8%	81,7%	7,20%				
Allianz	170,2	189,0	11,0%	10,5	n/a	4,74%	3,0%	128,6%	3,86%	-1,9%	0,7%	7,2%	13,3%
AXA	23,8	28,5	19,6%	9,6	n/a	5,06%	2,4%	141,6%	3,34%	-2,6%	4,3%	3,1%	4,0%
Ing Groep *	15,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,4%			-2,3%	5,8%	9,1%	15,2%
M. Rueck	172,5	167,0	-3,2%	11,9	n/a	5,01%	1,1%			-2,3%	6,8%	-2,6%	0,6%
<i>REITS</i>							1,0%						
Unibail-R. *	234,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,0%			-0,1%	5,7%	5,7%	5,9%
Farmacia							6,2%	30,2%	1,88%				
Sanofi	89,57	BR	n.a.	23,1	11,4	3,64%	3,9%			2,0%	8,3%	10,3%	16,5%
Essilor	118,5	126,0	6,3%	30,3	15,4	1,25%	1,0%	187,8%	1,88%	-0,7%	4,3%	7,7%	10,4%
Fresenius *	76,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,3%			-1,7%	3,0%	2,1%	3,1%
Telecomunicaciones							6,7%	0,00%					
Telefónica	9,85	12,3	24,9%	11,9	6,3	3,97%	1,9%			-5,7%	-3,6%	5,9%	11,7%
Deutsche Telekom	17,47	17,9	2,5%	17,6	5,9	3,70%	2,3%			3,6%	9,4%	9,9%	6,8%
Orange	15,25	17,0	11,5%	15,0	5,2	4,00%	1,3%			2,2%	8,7%	4,5%	5,6%
Nokia *	5,54	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,3%			-1,7%	14,2%	18,3%	20,7%
Utilities							4,7%	32,7%	1,55%				
Engie *	13,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9%			-0,3%	5,3%	20,6%	11,2%
E.On *	7,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,6%			0,1%	1,1%	0,9%	10,6%
Iberdrola	6,82	7,4	8,6%	15,8	9,8	4,66%	1,8%	88,7%	1,55%	-0,1%	3,8%	12,8%	11,8%
Enel *	4,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,5%			1,3%	7,6%	16,9%	13,0%

Nota1: Sombreamos los valores en cartera. Nota 2: * Ratios de consenso tomados de Bloomberg.

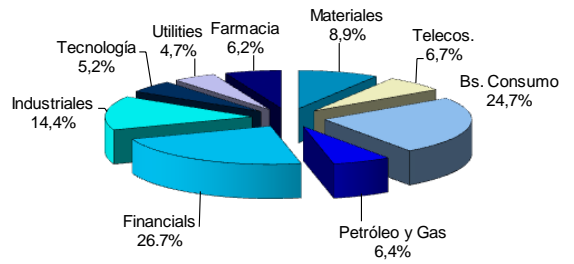
Nota 3: **50% Farmacia.

Análisis de contribuciones Cartera Modelo Europea

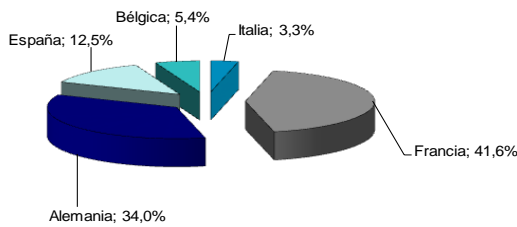
Composición Eurostoxx50 por Países



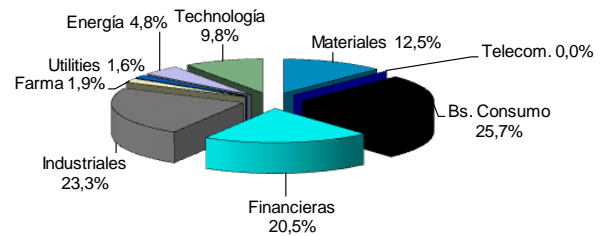
Composición Eurostoxx50 por Sectores



Composición Cartera Eurostoxx50 por Países

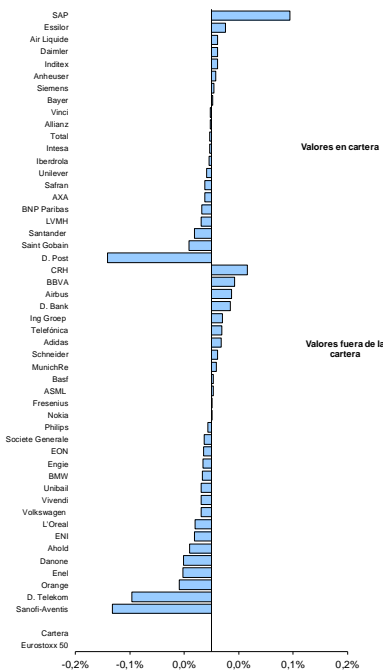


Composición Cartera Eurostoxx50 por Sectores

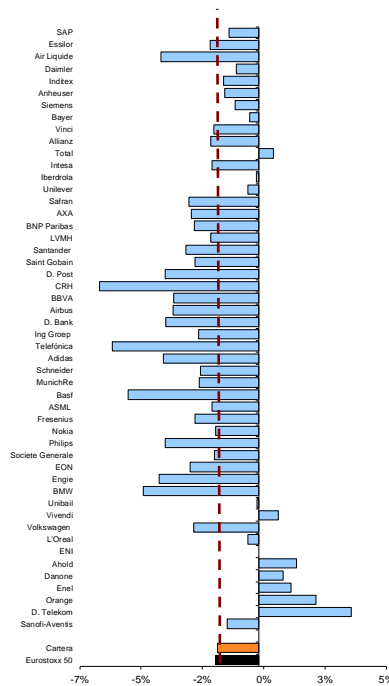


Análisis de contribuciones Cartera Modelo Europea

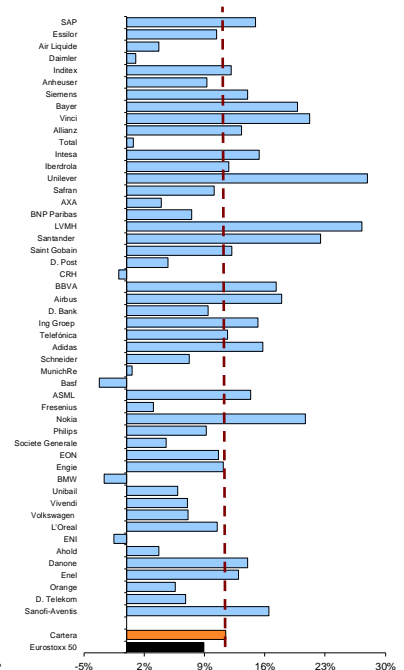
Contribución a la evolución relativa cartera vs Benchmark (*)



Evolución Absoluta 1 semana



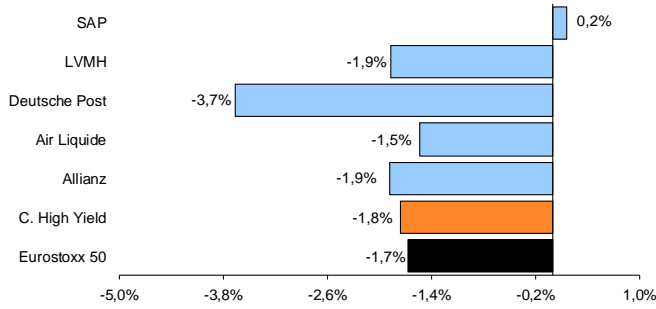
Evolución Absoluta YTD



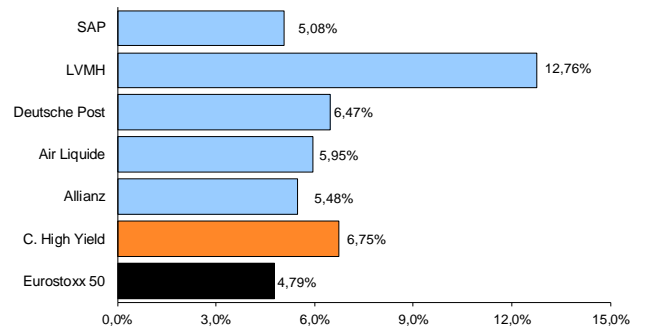
7(**)Este gráfico refleja la contribución positiva o negativa de un valor a la evolución relativa de la cartera vs índice (no la contribución a la rentabilidad de dicha cartera).

Análisis de contribuciones Cartera 5 Valores Europea

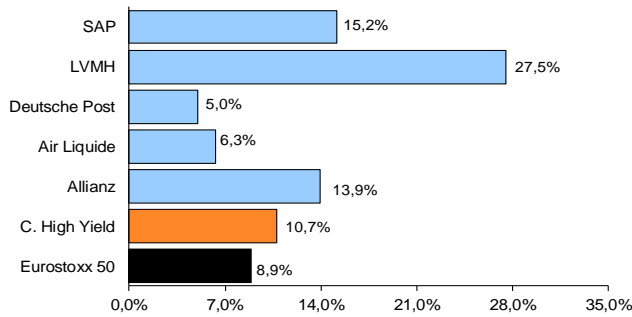
Evolución Absoluta 1 semana



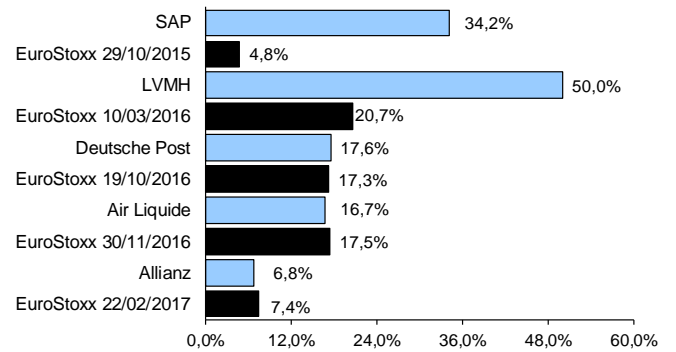
Evolución Absoluta 4 Semanas



Evolución Absoluta YTD



Evolución Absoluta desde Entrada vs Eurostoxx*



*La fecha que aparece en los gráficos indica el día de entrada de cada valor en la cartera. Rentabilidades ajustadas por dividendo.

España

Cartera Modelo España

- Como resultado de los rumores de adquisición de Popular, **reducimos el peso en Bankia en -2,75%** (si decidiera comprarlo tendría que ampliar capital significativamente) **y lo traspasamos a Santander** (que podría absorber a Popular con menor necesidad de capital).

Valor	▼ Salidas / Bajamos Peso		Valor	▲ Entradas / Subimos peso	
	Desde	Hasta		Desde	Hasta
Bankia	5,75%	3,00%	Santander	11,25%	14,00%

- La beta histórica 250 sesiones (1 año) es 0,83x y la de 30 sesiones es 0,65x vs 0,76x y 0,54x antes (pág. 14).

Valor	Precio	P.O. €/acc.	Pot. (%)	PER'17	EV/EBITDA'17	Yield'17	Peso IBGM	Peso IBEX	Factor Sector	% Peso en Cartera	% 1 Sem	%Mes	%Trim	%YTD	
Comunicación							10,2%	10,3%	147,51%	15,0%					
Telefónica	9,85	12,30	24,9%	11,91	6,27	3,9%	8,81%	9,16%		11,0%	-5,7%	-3,6%	5,9%	11,7%	
Cellnex	16,99	20,90	23,0%	43,20	16,61	0,6%	0,39%	0,53%		4,0%	2,9%	11,5%	21,8%	24,3%	
Consumo Cíclico							12,0%	15,0%	150,38%	18,0%					
Inditex	36,01	38,50	6,9%	30,78	17,98	1,9%	9,19%	11,87%		14,0%	-1,4%	4,7%	14,9%	11,0%	
IAG	6,88	8,00	16,2%	7,00	4,00	3,5%	1,79%	2,70%		4,0%	-5,3%	6,0%	16,3%	34,2%	
Consumo No Cíclico							6,7%	5,7%	135,30%	9,0%					
Dia	5,39	6,70	24,4%	13,48	6,75	4,0%	0,65%	0,61%		5,0%	-4,4%	0,9%	6,4%	15,5%	
Abertis	16,31	BR	n.a.	22,97	9,06	4,9%	2,01%	2,81%		4,0%	-0,1%	3,3%	18,4%	22,7%	
Energía							3,3%	3,8%	273,91%	9,0%					
Repsol	14,80	16,80	13,5%	10,98	5,91	5,4%	3,20%	3,84%		9,00%	0,4%	2,9%	6,3%	10,3%	
Financieras							40,6%	35,8%	63,98%	26,0%					
Santander	5,96	6,30	5,7%	13,94	n/a	3,4%	18,60%	15,56%		14,0%	-2,9%	5,7%	13,3%	20,1%	
Bankia	1,06	1,18	11,8%	15,90	n/a	3,1%	1,09%	1,33%		3,0%	-5,0%	1,9%	10,4%	8,7%	
Caixabank	4,16	BR	n.a.	15,17	n/a	3,4%	3,12%	4,43%		3,0%	-2,3%	8,7%	22,3%	32,5%	
Colonial	7,21	8,15	13,0%	6,89	35,23	2,5%	0,32%	na		3,0%	-0,6%	2,2%	1,7%	9,5%	
Neinor	17,85	21,46	20,2%	27,36,25	307,59	0,0%	na	na		3,0%	-1,4%	5,3%	na	na	
Industriales							9,3%	9,5%	53,91%	5,0%					
Acciona	79,65	89,00	11,7%	15,66	8,10	3,9%	0,44%	0,64%		5,0%	-0,5%	8,2%	8,7%	13,9%	
Utilities							13,0%	14,2%	92,01%	12,0%					
Iberdrola	6,82	7,40	8,6%	15,81	9,76	4,7%	7,00%	7,67%		10,0%	-0,1%	3,8%	12,8%	9,4%	
Enagás	25,26	25,69	1,7%	12,34	11,78	5,7%	1,21%	1,05%		2,0%	-0,4%	3,1%	9,3%	4,7%	
Materias Primas							1,1%	1,2%	543,77%	6,0%					
Acerinox	12,21	15,50	27,0%	16,67	7,43	3,6%	0,39%	0,47%		6,0%	-0,7%	4,6%	-10,1%	-3,2%	
IBEX	10.786									100,0%	-2,25%	4,01%	12,54%	15,33%	

Cartera 5 Valores España

- El pasado viernes salió Telefónica y entró Repsol. **Acciona, Acerinox, DIA, Inditex y Repsol.** Fundamentales pág. 10 a 13.

Cartera 5 valores High Yield España

- Sin cambios esta semana. **Abertis, Acciona, Iberdrola, Repsol y Telefónica.** Fundamentales pág. 10 a 13.

Cartera Pequeñas y Medianas España

- Acerinox, A3 Media, B. de Ley, Catalana Occidente, Cellnex, Ence, Iberpapel, Neinor, Sacyr y Talgo.** Fundamentales 10 a 13.

Valor	ENTRADA	17/05/2017	1 sem	vs. IBEX	Último mes	vs. IBEX	2017 en cartera	vs. IBEX	2016	Desde entrada (*)	vs. IBEX	P.O.	Potencial
Acerinox	20-may-15	12,21	-0,7%	1,6%	-4,6%	-8,3%	-3,2%	-16,0%		-6,4%	0,5%	15,5	27,0%
Iberpapel	04-nov-15	31,35	3,6%	6,0%	4,8%	0,8%	38,8%	20,3%		107,1%	101,1%	32,9	4,9%
Barón de Ley	21-sep-16	114,45	1,7%	4,1%	3,1%	-0,9%	-4,2%	-17,0%		10,3%	-10,5%	124,0	8,3%
Ence	09-nov-16	3,30	-4,2%	-2,0%	9,7%	5,5%	33,8%	16,0%		81,5%	49,8%	3,5	4,7%
C. Occidente	09-nov-16	36,12	-1,5%	0,7%	8,9%	4,7%	17,8%	2,1%		33,3%	10,0%	40,5	12,1%
Sacyr	09-nov-16	2,48	0,2%	2,5%	11,0%	6,7%	11,5%	-3,3%		22,7%	1,3%	2,8	14,7%
Talgo	15-mar-17	5,39	-6,3%	-4,1%	3,3%	-0,7%	9,9%	1,7%		9,9%	1,7%	5,8	7,6%
Cellnex	15-mar-17	16,99	2,9%	5,2%	11,8%	7,5%	12,3%	4,0%		12,3%	4,0%	20,9	23,0%
A3 Media	28-abr-17	11,37	0,3%	2,6%	-0,8%	-4,6%	2,2%	1,6%		2,2%	1,6%	13,0	14,3%
Neinor	10-may-17	17,85	-1,4%	0,9%	5,3%	1,3%	-1,4%	0,9%		-1,4%	0,9%	21,5	20,2%

Lista pequeñas y medianas													
IBEX 35	10.786	-2,3%		4,0%		15,3%		-2,0%		-3,0%			
	Relativo	1,7%		1,8%		-0,5%		14,0%		14,6%			
IBEX MEDIUM	15.666	-0,8%	1,5%	3,0%	-1,0%	8,1%	-6,2%	-6,6%		-3,4%	-0,5%		
	Relativo	0,3%		2,8%		6,1%		19,6%		15,2%			
IBEX SMALL	5.893	-3,1%	-0,9%	2,1%	-1,8%	17,7%	2,1%	8,9%		-10,4%	-7,6%		
	Relativo	2,6%		3,7%		-2,5%		2,6%		24,1%			
Euro STOXX 50	3.585	-1,7%	0,6%	4,8%	0,7%	8,9%	-5,5%	0,7%		-2,0%	1,0%		
	Relativo	1,1%		1,1%		5,3%		10,9%		13,5%			

(*) Iniciamos la composición de esta cartera el cierre del 25 de abril de 2007. Cartera e Índices acumulados anualizados. Máximo 10 valores. Inversión igual en todos los valores. Incluye dividendos

Evolución Cartera Modelo España, Carteras 5 Valores, High Yield y Small&Mid

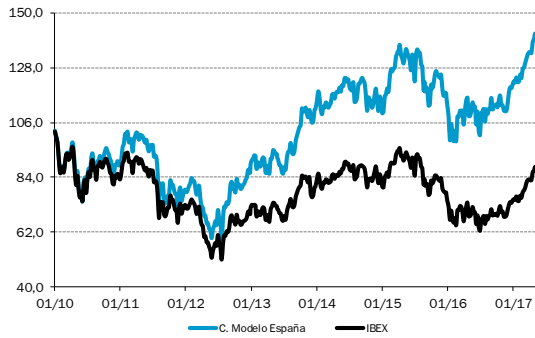
	% 1 sem	% 4 Sem.	% 1 Trim	% 12 M	YTD	2016	Desde 31/12/2015	Desde 31/12/2014	Desde 31/12/2013	Desde 31/12/2012	Desde 31/12/2011	Desde 31/12/2010
IBEX	-2,3%	4,0%	12,5%	22,9%	15,3%	-2,0%	9,3%	2,0%	2,5%	6,6%	4,4%	1,4%
CARTERA MODELO ESPAÑOLA	-1,9%	3,8%	11,0%	25,7%	15,8%	3,1%	13,7%	8,6%	6,7%	11,6%	11,2%	7,3%
<i>vs Ibex</i>	0,3%	-0,2%	-1,4%	2,3%	0,4%	5,2%	4,1%	6,5%	4,1%	4,8%	6,5%	5,8%
CARTERA 5 VALORES	-1,7%	2,2%	6,3%	13,2%	11,3%	-6,7%	4,1%	1,7%	2,9%	8,1%	7,0%	4,0%
<i>vs Ibex</i>	0,6%	-1,7%	-5,5%	-7,9%	-3,5%	-4,8%	-4,7%	-0,4%	0,4%	1,4%	2,5%	2,5%
CARTERA HIGH YIELD	-1,2%	4,5%	8,5%	18,6%	13,2%	0,7%	11,1%	9,0%	8,5%	12,4%	12,2%	10,9%
<i>vs Ibex</i>	1,1%	0,4%	-3,6%	-3,5%	-1,9%	2,7%	1,6%	6,8%	5,8%	5,5%	7,5%	9,3%
C. Small&Mid	-0,5%	5,9%	8,3%	35,8%	14,7%	11,7%	20,5%	19,9%	13,6%	18,5%	18,9%	15,0%
<i>vs Ibex</i>	1,7%	1,8%	-3,8%	10,5%	-0,5%	14,0%	10,3%	17,5%	10,8%	11,2%	13,9%	13,4%

Rentabilidades teóricas asumiendo precios de cierre del día anterior en las entradas y las salidas. Rentabilidades ajustadas por dividendo. Rentabilidades históricas anualizadas

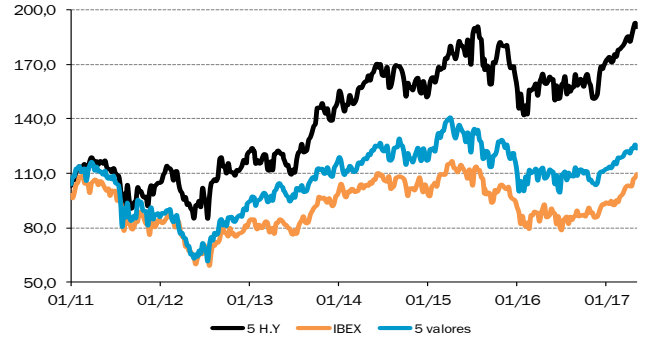
El relativo frente al índice de referencia lo calculamos: $(1+Rtb.Cartera)/(1+Rtb.Índice)-1$

Análisis de Evolución y contribución Cartera Modelo España, 5 Val. y 5 Val. HY

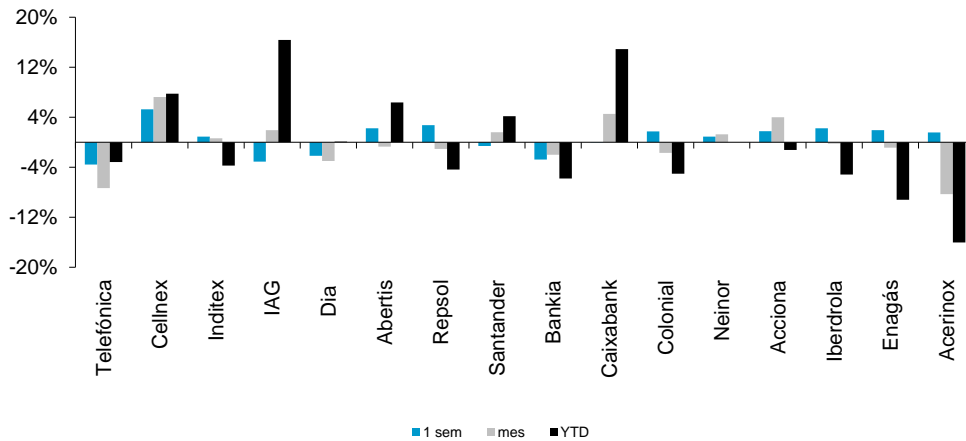
Cartera Modelo vs IBEX 35 (Base 100 = 30/12/2009)



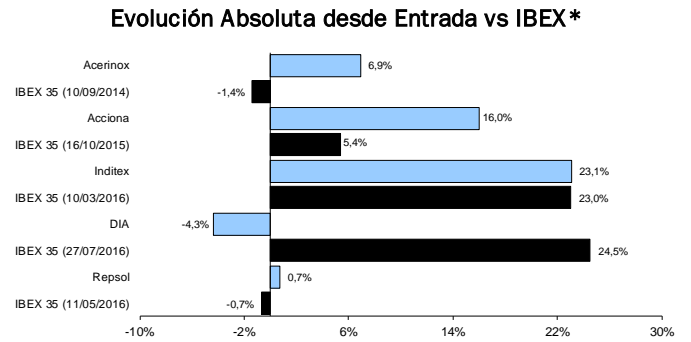
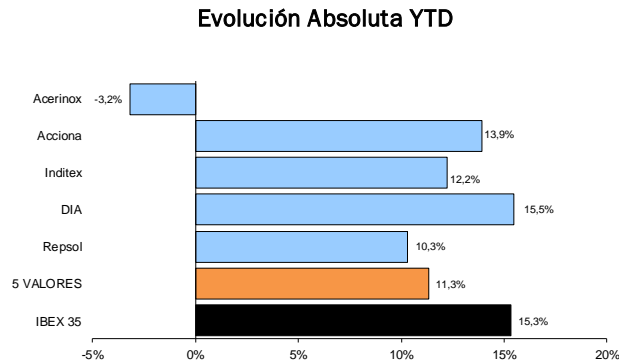
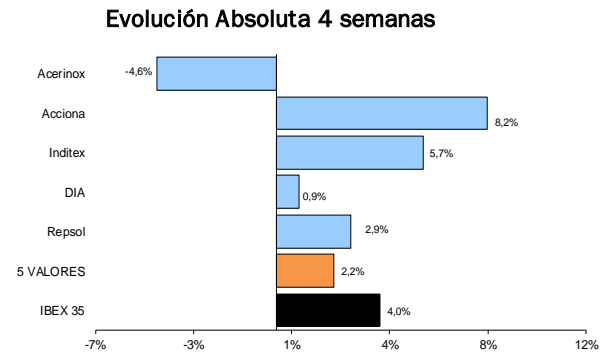
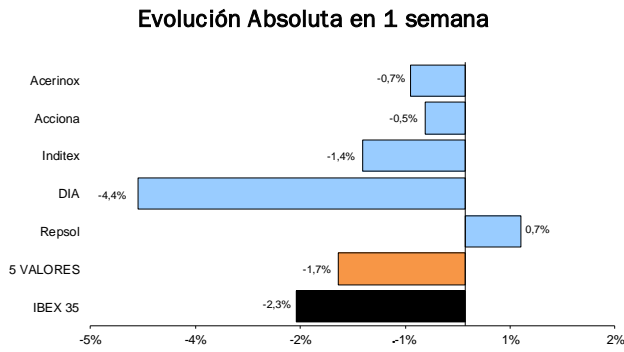
5 Val. y High Yield vs IBEX 35 (Base 100 = 30/12/10)



Evolución de la última 1 semana, mes y YTD de los Valores vs IBEX

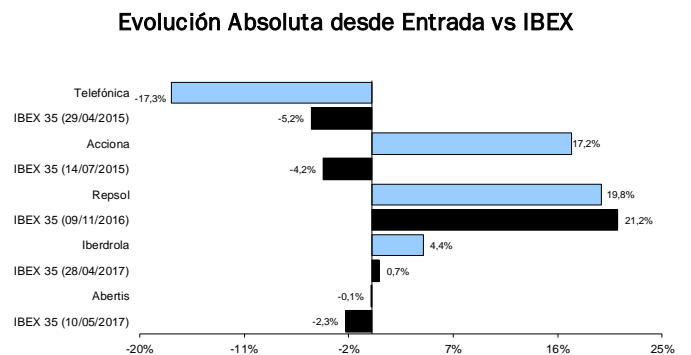
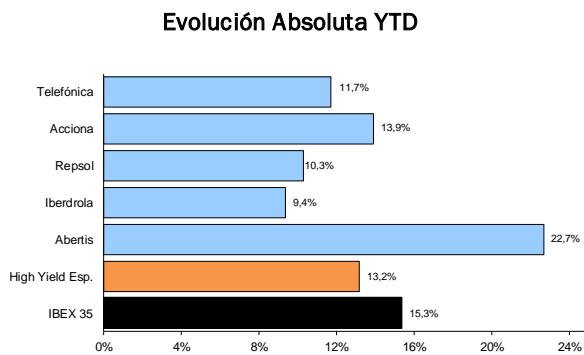
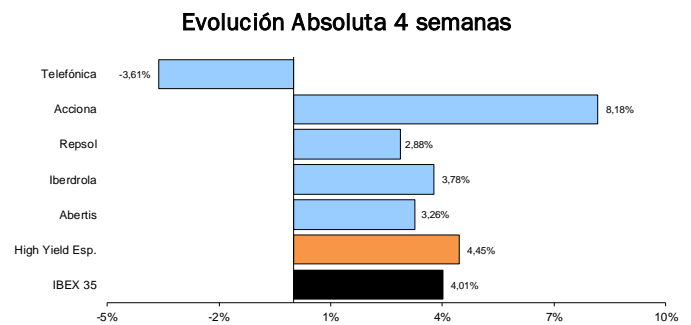
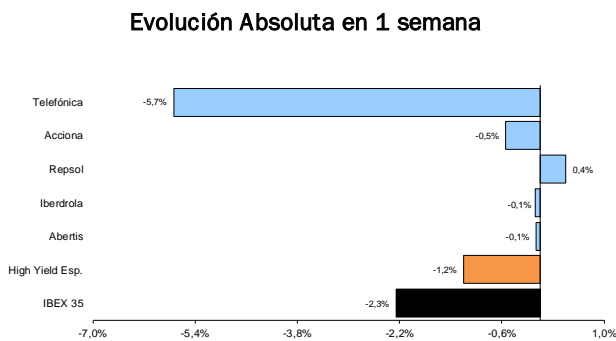


Análisis de Contribución Cartera 5 Valores España



*La fecha que aparece en los gráficos indica el día de entrada de cada valor en la cartera. Rentabilidades ajustadas por dividendo.

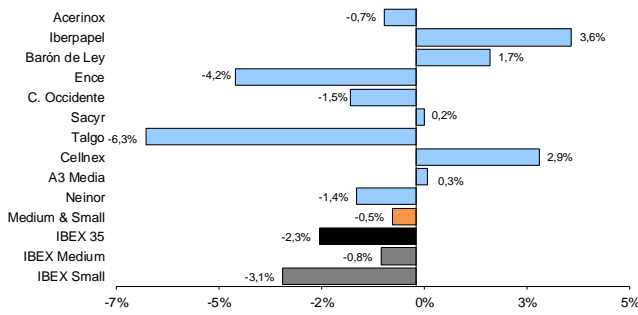
Análisis de Contribución Cartera 5 valores High Yield España



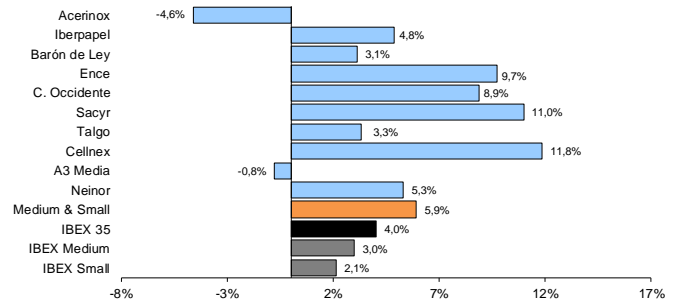
*La fecha que aparece en los gráficos indica el día de entrada de cada valor en la cartera. Rentabilidades ajustadas por dividendo.

Análisis de Contribución Cartera Pequeñas y Medianas España

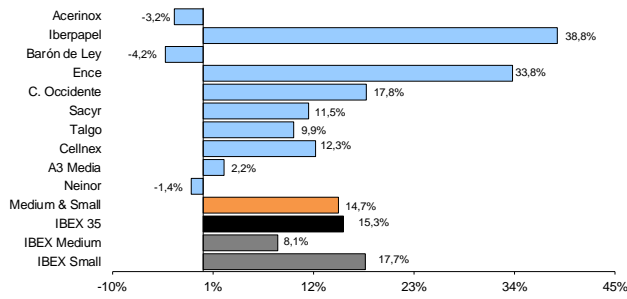
Evolución Absoluta en 1 semana



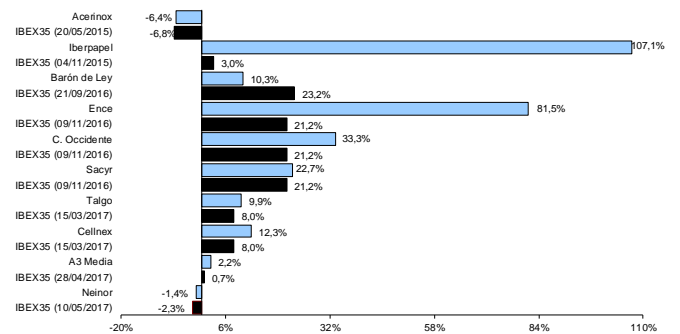
Evolución Absoluta 4 semanas



Evolución Absoluta YTD



Evolución Absoluta desde Entrada vs IBEX



*La fecha que aparece en los gráficos indica el día de entrada de cada valor en la cartera. Rentabilidades ajustadas por dividendo.

Posicionamiento y Retos por Sector Europa

Sector	Ponderac. cartera	Estrategia RV	Fundamentales
Materiales Básicos	▶	▼	<p>> Rec. Básicos - Estrategia: Mantenemos recomendación en Infraponderar ya que persiste la falta de visibilidad sobre los metales industriales por ausencia de disciplina entre productores, las dudas sobre el ritmo de crecimiento de los emergentes y la apreciación del dólar.</p> <p>> Valores: Apostamos por Acerinox por medidas antidumping en EE.UU y Europa.</p>
	▶	▶	<p>> Químicas – Estrategia: Mantenemos la recomendación a Neutral por la positiva correlación con emergentes y el crudo, así como menores dudas regulatorias con operaciones de M&A.</p> <p>> Valores: Nuestras preferidas son Air Liquide (con un perfil defensivo, contratos cerrados, elevadas barreras de entrada) con un componente cíclico (ligado al sector industrial).</p>
Industriales	▶	▲	<p>> Bienes y Serv. Industriales - Estrategia: Mantenemos Sobreponderar por la mejora de las perspectivas de negocio de algunas compañías del sector y la alta rentabilidad sobre el capital invertido frente a relativamente bajo nivel de capex sobre ventas.</p> <p>> Valores: Preferimos Deutsche Post, Siemens (a los recortes de costes se le suma ahora la aceleración en ingresos) y Safrán (recurrencia de ingresos de mantenimiento y favorable desarrollo de su nuevo motor LEAP).</p>
	▲	▶	<p>> Materiales de Construcción - Estrategia: Mantenemos la recomendación en Neutral por su positiva evolución relativa frente al índice aunque le sigue favoreciendo la vinculación al ciclo en Europa ante la moderada mejora macro.</p> <p>> Valores: Saint Gobain seguirá apalancando su recuperación en Francia y beneficiándose de la mejora de EE.UU. Así, la compañía espera seguir ampliando los márgenes en todas sus divisiones gracias a la mejoría en volúmenes y la mejoría del pricing. Vinci: La recuperación macro continuará impulsando los tráficos y permitirá el repunte de la construcción.</p>
Bienes de Consumo	▼	▼	<p>> Autos - Estrategia: Seguimos en Infraponderar por el riesgo de desaceleración del ritmo de crecimiento en ventas en EE.UU y Europa.</p> <p>> Valores: Nuestra preferida es Daimler donde seguimos confiando en la elevada visibilidad en Rdos. basándonos en la fortaleza del catálogo en Mercedes y en la mejoría de Camiones.</p>
	▲	▼	<p>> Bs. Personales - Estrategia: Mantenemos nuestra recomendación de Infraponderar por su exigente valoración y la alta exposición a China donde esperamos un menor dinamismo macro en 2017 de la mano del sector residencial. Nuestras preferidas son LVMH y Unilever.</p>
	▲	▲	<p>> Distribución - Estrategia: Mantenemos en Sobreponderar. Sector en buena posición ante la elevada volatilidad que del mercado y le favorece la relativa fortaleza del consumo privado.</p> <p>> Valores: Nuestra preferida es Inditex.</p>
	▼	▶	<p>> Media - Estrategia: Seguimos en Neutral por su fortaleza de balance y la elevada correlación con el consumo (<i>late cyclical</i>) que sigue mostrando un notable dinamismo.</p>
	▼	▶	<p>> Alimentación - Estrategia: Seguimos en Neutral por su elevada presencia en LatAm donde el consumo sigue débil y podría empeorar en algún mercado (México).</p> <p>> Valores: Nuestra preferida es AB Inbev.</p>
Petróleo/ Gas	▶	▲	<p>> Estrategia: Continuamos con Sobreponderar tras el acuerdo alcanzado por la OPEP de recorte de la producción y el petróleo mantenerse por encima de los 50 dólares/barril.</p> <p>> Valores: Preferimos Total y Repsol.</p>
Tecnología	▲	▲	<p>> Estrategia: Mantenemos la recomendación en Sobreponderar por la recuperación de márgenes gracias al desarrollo del <i>cloud</i>, el bajo endeudamiento y la estable generación de recursos.</p> <p>> Valores: Nuestra preferida es SAP.</p>
Financieras	▼	▶	<p>> Bancos - Estrategia: Seguimos en Neutral ante la mejora de las previsiones del margen de intermediación por el repunte de la pendiente del Euribor 3-12 meses.</p> <p>> Valores Intesa en Europa por capital, y en España ahora recomendamos COMPRAR en Santander (por la mejora en Brasil y España y perspectivas de crecimiento a largo plazo), Caixabank (por ser el banco mejor posicionado para las subidas de tipos y por la integración de BPI) y Bankia (por exceso de capital). Los Rdos. 1T'17 han sido en general mejores de lo esperado de manera general (BNP, SAN, CABK, ISP y UCG) y las perspectivas de cara a 2T'17 son más optimistas.</p>
	▼	▲	<p>> Seguros - Estrategia: Mantenemos en Sobreponderar por el aumento de la pendiente de la curva de la zona euro que esperamos se mantenga con el cambio de sesgo del BCE y las crecientes expectativas de subidas de tipos en EE.UU. vinculada a los estímulos fiscales que impactan positivamente en el Ramo de Vida.</p> <p>> Valores: El favorito es Allianz por Vida (repunte esperada en la TIR del bono alemán) y solidez financiera (Solvencia II en niveles del 209%) que permiten subir pay-out (50% actual) y M&A.</p>
Farmacia	▲	▼	<p>> Estrategia: Mantenemos la recomendación en Infraponderar por el deterioro del <i>momentum</i> tras haber rebotado por menor temor a la presión en precios en EE.UU.</p> <p>> Valores: Preferimos Bayer, la compañía continúa dando buenas noticias en Farma, a la espera de la aprobación de la compra de Monsanto.</p>
Telecom	▼	▼	<p>> Estrategia: Mantenemos la recomendación en Infraponderar ante el elevado nivel de deuda que le penaliza en un entorno de subidas de rentabilidades.</p>
Utilities	▼	▶	<p>> Estrategia: Continuamos en Neutral por menores dudas regulatorias, menor riesgo de subida de rentabilidades y revisiones al alza de los beneficios en los últimos meses.</p> <p>> Valores: En España Iberdrola.</p>

Carteras Reducidas – Análisis de Fundamentales

CARTERA HIGH YIELD EUROPA

Valor	P.O. (€/acc)	Pot. (%)	Fundamentales
Allianz	189,00	11,9%	<p>Ratio destacado: Solvencia II en 209% (180% de media del sector).</p> <ul style="list-style-type: none"> Recientemente ALV ha incrementado su guidance '17 en Rdo. Operativo hasta los 10.800 M euros (+/- 500 M euros) dado que cuenta con el viento a favor tanto en Vida (apoyada por el repunte esperado en la TIR del bono alemán) como en No Vida (continuidad en el crecimiento de las tarifas). En Vida, nos situamos en 2017 en el rango alto del guidance facilitado (4.000 M euros; +/- 300 M euros) gracias a la mejora observada en su Margen de Nuevo Negocio (NBM) hasta niveles del 2,7% en 2016 (2,2% en 2015). Además, las buenas perspectivas en la mencionada TIR (hasta un 0,67% en vs c. 0,3% actual) unido al negocio más centrado en productos intensivos en comisiones y eficiencias en capital (Unit Link, Variable Annuities), le permitirían alcanzar un NBM '18 de un 2,9% BS(e), c. 3% de su guidance. En No Vida, nos situamos por encima del escenario central del guidance '17 facilitado (5.300 M euros; +/- 300 M euros), un +3,4% vs el rango base con un RC que esperamos se mantenga en niveles del 94% (gracias a la continuidad en la subida de tarifas). Además podría haber sorpresas positivas si la digitalización que está llevando a cabo termina dando sus frutos más a corto plazo de lo previsto. Los Rdos. 1T'17 no hacen más que avalar la solidez del modelo de negocio. A pesar del incremento del Ratio Combinado (RC) en No Vida hasta niveles de c. 95% vs 93,3% en 1T'16, la compañía ha presentado un crecimiento del Rdo. Operativo de c. +7,5% vs 1T'16 gracias al Margen de Nueva Producción (NBM) hasta niveles máximos del 3,1% (2,8% en 1T'16) y a que continúan entrando fondos en su gestora Pimco. La acción cotiza a 1,1x PBV, en línea al sector, pero pensamos que debería cotizar con prima en un entorno en el que cuenta con el respaldo de la mejora en la rentabilidad en Vida, el control de RC y la consolidación en Pimco.
Air Liquide	117,00	6,8%	<p>Ratio destacado: EV/EBITDA '17e ~11x (en línea con el sector, pero -5% con sinergias de Airgas).</p> <ul style="list-style-type: none"> Las ventas 1T'17 fueron mejores de lo esperado, destacando especialmente el crecimiento orgánico en Gas&Services (96% ventas) con un +2,8% (+2,4% ajustado por calendario, vs +1,3% del consenso). Además destacan la buena evolución de Industrial Merchant (45% ventas) con un +2,6% (vs +1% previsto) gracias a la aceleración de la producción industrial en todas las regiones (especialmente en EE.UU.). La compañía se mostró para el resto del año y la integración con Airgas está siendo positiva (35% del objetivo de sinergias del año alcanzado). Catalizadores: (i) Producción industrial: >80% ventas ligadas a él y con una relación de 1,5x/2x entre el crecimiento de IPI y sus ventas, (ii) Mejores perspectivas en EE.UU. (~35% ventas) y rebaja impositiva, (iii) Delivery de sinergias de Airgas (>300 M; ~10% EBIT), v) Consolidación en un sector que ya goza de situación oligopolística (4 productores con cuota >65%).
LVMH	252,00	10,5%	<p>Ratio destacado: PER '17e ~24,1x, descuento -4% vs comparables.</p> <ul style="list-style-type: none"> La aceleración de los Lfl en 1T'17 de Moda y Piel (55% EBIT; +15% en 1T'17 vs +9% en 4T'16), demuestra la fortaleza de la marca Louis Vuitton (>80% EBIT de la división). Esto nos lleva a pensar que continuará la mejora del margen EBIT de esta división en 1S'17 (+390 pbs en 2S'16 vs +10 pbs BS(e)), confirma nuestro escenario de recuperación en márgenes a medio plazo y nos hace elevar el P.O. hasta 252,0 euros/acc. (+22% vs anterior). Seguimos apostando por LVMH ya que esperamos: (i) crecimientos de doble dígito en Asia ex Japón (~31% ventas) por China, algo que en el pasado generó dudas, (ii) una sólida demanda en EE.UU. (~25%) y (iii) aceleración de Lfls en Europa en 1S'17. Además, la compra de Christian Dior Couture, le permitirá beneficiarse aún más del positivo <i>momentum</i> del sector. Riesgos: Desaceleración más acusada del consumo de origen en China afectado por las medidas proteccionistas que se podrían llevar a cabo tras la victoria de Trump.
SAP	BR	na	<p>Ratio destacado: cotiza ~14x EV/EBIT '17e (-9% vs media histórica).</p> <ul style="list-style-type: none"> Rdos. 1T'17 peor de lo esperado en EBIT (+8,5% vs +11,1% esperado) por unos mayores costes de empleados (ligados a la subida del precio de la acción) pero sin este efecto estarían claramente encima (+28,7% vs +8,5% reportado). Además, ha informado que los niveles actuales de tipo de cambio, dejarían el guidance '17 de EBIT en 6.880/7.280 M euros (vs 7.295 M BS(e) y 7.100 M de consenso) lo que creemos que dará lugar a revisiones al alza. Seguimos manteniendo nuestra apuesta en SAP por: (i) las compras realizadas y el crecimiento de la nube que le aporta un mercado potencial de ~300 Bn euros en la actualidad, frente a los ~100 Bn euros en 2010, (ii) los crecimientos en Cloud seguirán siendo robustos y la escalabilidad del modelo de negocio es evidente, (iii) el mercado ha tomado conciencia de que Cloud no canibalizará la venta de Licencias. Riesgos: (i) competencia de las plataformas nativas en Cloud, (ii) lealtad de clientes ante un sistema basado en la suscripción y no en licencias y (iii) elevados múltiplos en M&A.
Deutsche Post	36,00	13,6%	<p>Ratio destacado: PER '17e ~15,0x (-14% vs sector y -20% vs histórico).</p> <ul style="list-style-type: none"> Rdos. 1T'17 peores en EBIT (+1,4% vs -0,1% BS(e) y +4,8% consenso) por PeP (~44% EBIT), que se ha visto penalizado por débil inicio del trimestre (inusual), y Mercancías (~9% EBIT) por una mayor presión en precios. No obstante, mantiene objetivos de EBIT '17 de ~3.750 M euros (BS(ee) y consenso en línea) y los de medio plazo. Esto, junto con las indicaciones de que el negocio en Alemania (~82% de las ventas de PeP) empezó a normalizarse en marzo, nos hace estar cómodos con nuestras estimaciones, que en todo caso son conservadoras (-15% vs objetivo '2020 de DPW). Catalizadores: (i) E-commerce/paquetería (~44% de las ventas de PeP) ante las positivas perspectivas del sector (DPW estima que el mercado crece al +7/+8%, algo que nos parece conservador) y la mejora del ciclo que favorece a Express, permitirán impulsar el EBIT por el apalancamiento operativo del negocio. (ii) Delivery de Rdos. en Mercancías y Logística. Riesgos: (i) la amenaza de Amazon (e-commerce) y la entrada de FedEx en Europa (TNT), aunque vemos efecto a corto plazo. (iii) La victoria de Trump no debería pesar ya que el transporte de mercancías pesadas (el más afectado por las medidas proteccionistas) supone <8% ventas.

CARTERAS 5 VALORES Y HIGH YIELD ESPAÑA

Valor	P.O. (€/acc)	Pot. (%)	Fundamentales
Acciona (HY, 5 Val)	89,00	11,7%	<p>Ratio destacado: Cotiza a 7,5x EV/EBITDA'17e (renovables 70% EV) vs 8,2x media sector.</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Con c. 70% de su EBITDA'17 BS(e) consolidado procedente de generación renovable, ANA es un play en energía renovable puro con tranquilidad regulatoria en España. Según la revisión ordinaria de parámetros de diciembre'16 (fin del primer semiperiodo regulatorio) se compensará como esperado los bajos precios del pool en el periodo 2014-2016 lo que tendrá un impacto positivo de hasta +5% en EBITDA de ANA y de +12% en BDI. ■ De cara a 2017, la única guía dada por ANA con respecto a resultados es un crecimiento en EBITDA de un dígito medio (~+5%), en línea con nuestras estimaciones (vs +2,5% consenso) pero estamos siendo conservadores. En concreto, infraestructuras nos podría sorprender positivamente ya que estimamos una caída de -15% en EBITDA (ingresos planos y una caída en márgenes) y ANA ha indicado que trabaja para que en 2017 permanezca plano. Los Rdos. 1T'17 por el momento confirman esta visión ya que se dio un crecimiento vs 2016 en EBITDA de c. +9% y el BDI ajustado se dobla. ■ La posibilidad de venta de activos se enfría por que con la situación de balance actual no son imprescindibles. Hoy no existe presión y la venta de una participación de su negocio de renovables (66% EV, 70% EBITDA) parece remota. Con respecto a inmobiliaria (9% EV), si lo vemos posible y pensamos el mercado también ya que la operación estaría preparada. Esta operación permitiría cristalizar valor ya que valoramos la filial inmobiliaria de ANA con un descuento sobre el NAV'16 del -12% que compara con nuestra valoración para el resto de cotizadas de +4% (de asumirla, implicaría +3% en P.O. ANA).
Iberdrola (HY)	7,40	8,6%	<p>Ratio destacado: Cotiza a 3,3x PEG'17e vs 6,7x media sector.</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ A pesar de que el 1T'17 comenzó flojo (-32% en BDI ajustado) consideramos que el guidance de crecer a dígito medio en EBITDA y BDI (+3,7% BS(e) y +5% consenso) es viable. Supondría la necesidad de crecer +8% en EBITDA cada trimestre en lo que queda de año. Aunque pueda sonar optimista y el mercado pueda esperar al delivery de próximos Rdos. nosotros pensamos que es posible, incluso a pesar de que para el negocio Liberalizado (32% EBITDA) esperamos una caída de -9% en el año ya que el resto de negocios lo compensarán: (i) Redes (46% EBITDA) ya está creciendo 9% gracias sobre todo a EE.UU. (10% EBITDA); (ii) Y en renovables (22% EBITDA) de seguir al ritmo del 1T se asegura ya un crecimiento trimestral del +22%, que por estacionalidad podría diluirse al +17-18% en un escenario conservador. Además, en lo que queda de año se pondrán en marcha 1.393 Mw de capacidad adicional. ■ IBE es nuestra preferida entre las eléctricas españolas por su diversificación de negocio y sobre todo, por un crecimiento diferencial a medio plazo, que no ofrecen el resto. Así, aunque IBE no cotiza barato en términos absolutos pero sí en términos relativos a crecimiento. IBE es la eléctrica que más crecerá en BDI (+5% TACC 16-18 vs +2,2% GAS y -7,5% ELE) lo que deja un PEG'17e de 3,3x vs -7,4x GAS y -2,5x ELE. Por otra parte, IBE cotiza con una prima contra su sector en Europa del +15% en PER'17 cuando la media histórica se sitúa en el +32%. Tras dos próximos años (2017-2018) de fuertes inversiones esperamos un FCF yield de 7%.
Repsol (HY)	16,80	13,5%	<p>Ratio destacado: 11,5x PER'17 vs media >14x del sector.</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Estabilización del crudo como catalizador. Tras una subida del precio del crudo >100% desde mínimos de enero'16 (27 dólares/barril) este driver va llegando a su fin, pues no esperamos repuntes significativos a medio plazo (estimamos una media de 55 dólares para 2017), si bien una estabilización en niveles actuales es un factor positivo que permitiría por una parte alcanzar break even en la exploración y mantener el margen de refino en niveles altos (6,5 \$ media'16). ■ La fuerte rebaja de la DFN'16 (-32% hasta niveles de 8.144 M euros, 1,6x EBITDA) en parte debida a la desinversión del 10% de Gas Natural, abre la puerta a posibles revisiones del rating al alza/ mejora del dividendo si se cumple expectativa de rebajar la DFN este año un -10%. ■ Rdos 1T'17 muy por encima de lo esperado a nivel operativo en parte por el impacto positivo de la reanudación de la producción en Libia. Por debajo de EBIT ajustado destacamos menores impuestos en Upstream que se compensaron con financieros ligeramente peores de lo esperado. Destacamos que como no recurrentes REP sólo identificó -25 M euros (vs -219 a 4T'16) lo que aporta calidad a estos Rdos. La DFN se situó en 8.345 M euros, lo que implica un crecimiento vs diciembre'16 de +2,4% por mayor circulante.
DIA (5 Val)	6,70	24,4%	<p>Ratio destacado: Cotiza en EV/EBITDA'17e con descuento del -27% vs comparables hard discount.</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Rdos. 1T'17 en línea con mejoras operativas del margen EBITDA en Iberia (~82% EBITDA; +17 pbs hasta el 7,6%), y en Emergentes (+14 pbs hasta el 2,9%). En relación a los LfLs en ventas, se mantienen las tendencias previstas con un +0,8% en Iberia (+1,4% en enero/abril). Se desacelera Brasil (~20% ventas; +3% en 1T'17) aunque mucho menos que el mercado (-4%) y con margen de maniobra por su parte para impulsar las ventas. A nivel financiero, la deuda se eleva en 172 M euros vs 2016 (1,7x DN/EBITDA; -117 M euros vs 1T'16), en línea con la estacionalidad del 1T y nuestra previsiones. Confirman objetivos 2017. ■ Nuestra apuesta por DIA pasa por la mejora de los márgenes EBITDA en Iberia a medio plazo (+20 pbs en 2016/2020 BS(e)) y su sostenibilidad dado que cuenta con niveles muy superiores a sus competidores y está en pleno proceso de integración de El Árbol/Eroski (17 % ventas Iberia y margen EBITDA ~1%/2% vs 5%/6% objetivo a medio plazo). Los cortos alcanzan ya el 21% de su capital, algo que esperamos se reduzca dado que el escenario tanto en 2017 (expectativas de inflación positivas) como a medio plazo continúa siendo positivo. A los precios actuales descuenta caídas de ventas LfL en Iberia en niveles de -1,5% o márgenes EBITDA ~-7,2%, escenarios que no contemplamos a día de hoy mientras nosotros esperamos +0,5% LfL en Iberia en 2017 y un margen EBITDA ~8,8% (estable vs 2016). ■ Riesgos: i) en caso de producirse una guerra de precios en Iberia en 2017, podríamos ver presión adicional en la evolución de los márgenes. ii) riesgo de M&A antes de finalizar la integración de El Árbol/Eroski ante oportunidades que se den en el sector.

Valor	P.O. (€/acc)	Pot. (%)	Fundamentales
Abertis (HY)	BR	n.a.	<p>Ratio destacado: rentabilidad por dividendo de ~4,7%.</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Portfolio con elevada diversificación geográfica tras las adquisiciones en Chile e Italia y cuenta con activos de primer nivel mundial como Sanef (Francia) y Autopista Central (Chile). ■ Cotiza en línea en EV/EBITDA frente a su media de los últimos dos años (9x), justificada en nuestra opinión por un escenario más favorable en los acuerdos de la AP-7 (15% del EV de ABE) tras la resolución favorable en el Tribunal Superior de Justicia de Madrid y tras demostrar que siguen manteniendo una elevada capacidad para mantener la duración de la cartera vía renegociación de contratos (inversión en Capex) y adquisición de nuevos activos. ■ La OPA de Atlantia por 16,50 euros/acc. (+1,2% potencial) permitiría cristalizar gran parte del valor de la compañía, no obstante creemos que esta oferta no es especialmente atractiva (máxime tras las recientes adquisiciones de ABE y la mejoría del conflicto de la AP-7) y pensamos que deberá ser mejorada para que salga adelante. Así, no pensamos que una valoración de ~18 euros/acc. (el máximo que vemos asumiendo el 100% de la AP7) sea excepcionalmente exigente y confiamos en que la oferta aumente hasta un rango de 17/18 euros/acc. Con todo, creemos que en un escenario de correcciones en el mercado, ABE podría servir de valor refugio ya que la OPA genera "un suelo" entorno a los 16,50 euros/acc. ofrecidos.
Inditex (5 Val)	38,50	6,9%	<p>Ratio destacado: Cotiza a 29x PER'17e para una TACC del +9% y del +11% en ventas y BPA respectivamente durante los próximos 10 años.</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Los Rdos. 4T'16 estuvieron ligeramente por debajo de lo previsto aunque por efectos no recurrentes por lo que no nos parece negativo para el valor. El inicio de la nueva temporada 1T'17 ha sido bueno con un crecimiento de ventas comparables estimado de +7%. ■ Nuestra estimación de crecimiento de ventas Lfl para los próximos 10 años es del +5% que compara con un +4,5% en media en el periodo 2006-16 (que incluye una fortísima recesión en Europa) y vs el +10% en 2016. Creemos que los crecimientos se sostienen por Asia (que podría aportar más de +2 pp a la mejora de las ventas comparables). Estas buenas perspectivas deberían plasmarse en una TACC del +10% y del +11% en ventas y BPA respectivamente durante los próximos 10 años. ■ Como riesgos: (i) tipo de cambio impacto negativo a corto tras deterioro de divisas emergentes (Rusia, Brasil, México, China, etc) y por apreciación dólar (que impacta en margen bruto por mayores costes de aprovisionamiento en Asia), (ii) comparativa ventas Lfl'16 complicada.
Telefónica (5 Val/HY)	12,30	24,9%	<p>Ratio destacado: 5,5% Yield'16.</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Rdos. 1T'17 que estuvieron en línea, destacando por el lado positivo la generación de FCF que asciende a 599 M euros (vs 69 M euros en 1T'16 y 379 M euros BS(e)) fruto de un crecimiento del CF Operativo del +12%. Por el lado negativo, la deuda se incrementa ligeramente en 171 M euros hasta 48.766 M euros (+0,4% vs 2016) por la refinanciación de pasivos comerciales (277 M euros) e incremento de la deuda por efecto divisa (141 M euros). En cuanto a las áreas de negocio, España presentó un EBITDA por debajo (-8,6% vs -5,6% BS(e)) lo que propició una mala acogida en mercado, pero que nosotros esperamos que revierta a partir de 2T'17 cuando impacten las últimas subidas de precios. ■ La clave sigue estando en la deuda, y tras la mejora del FCF y la venta del 40% de Telxius, se reducen las incertidumbres. Con respecto a Telxius, se anunció la venta del 40% a KKR por 1.275 M euros, lo que permitirá recortar la deuda un 2,6% y situar el ratio de apalancamiento DFN/EBITDA'17e < 2,7x (vs 2,95x actual). Tras el recorte del dividendo (2016 -26% a 0,55 euros/acc, 5,9% yield, recortando la parte de efectivo de 2T'17 a 0,2 euros/acc. desde 0,4 euros/acc. y 2017 -46% a 0,4 euros/acc, 4,3% yield en efectivo) se consigue un ahorro de 2.700 M euros o 5% sobre la DN, y con la mejora en la generación de caja comentada confían en mantener un nivel crediticio de grado de inversión con niveles de rating BBB/Baa3. Sólo considerarán venta de activos en el caso de que exista encaje estratégico y generen valor. ■ A pesar de que el recorte de dividendo permite ganar flexibilidad financiera, pensamos que harían falta más medidas para llegar a un ratio de DFN/EBITDA de entre 2,35 a 2,50x a medio plazo. En concreto, haría falta una reducción de deuda adicional de c. 4.000 M euros (c.8% DFN) y vemos que existen alternativas suficientes: (i) venta total o parcial de O2 (asumiendo nuestra valoración total del activo de 10.800 M euros, la colocación o venta de un 30% podría suponer c.3.200 M euros), (ii) venta de participaciones minoritarias (c.500 M euros) o (iii) otras medidas alternativas.
Acerinox (5 Val/ S&M)	15,50	27,0%	<p>Ratio destacado: ~7,5x EV/EBITDA'17e vs ~10x medio histórico.</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Rdos. 1T'17 claramente por encima de lo esperado tanto en operativo como en BDI. El EBITDA quedó en los 191 M euros, que supone un +16% frente a BS(e) y +32% frente al consenso. Los resultados se han visto beneficiados por revalorización de existencias y materia prima, si bien no se ha desglosado el impacto concreto. En cuanto a las perspectivas, la compañía dice que "el mercado mantiene un buen comportamiento" y que prevén seguir aumento la producción gracias a la cartera de pedidos actual. Así, se muestran "optimistas de cara al segundo trimestre". Creemos que los Rdos. y las perspectivas comentadas siguen invitando al optimismo. ■ Sus catalizadores son: (i) nuevas subidas de precio base (en concreto que se confirme la subida potencial en Europa) y (ii) Impulso proteccionista de Trump (EE.UU. representa un 60% de su EBITDA) y sus planes de infraestructuras y de rebaja fiscal. A todo esto se suman sus ventajas competitivas: privilegiada posición en EE.UU. (40% cuota), estrategia clara, diversificación y buen equipo gestor. Además, ACX ha confirmado el pago del DPA de 0,45 euros en efectivo (vs scrip actual), que supone una yield del 3,7%. ■ Los riesgos siguen ligados al escenario macro y en concreto a China (~50% producción mundial), pero con antidumping en Europa y EE.UU, China tendrá que cerrar capacidad aunque está afectando su retirada de estímulos. La evolución del níquel (reducida visibilidad) es clave para la demanda a corto plazo. Un nivel ~9.000 \$/Tm no parece elevado (vs media ~15.000 \$ los últimos 5 años), aunque se ha generado duda porque Indonesia vuelva a exportar el exceso no empleable en su país (difícil de medir), algo que parece que sería más que contrarrestado por los cierres previstos en Filipinas.

CARTERA PEQUEÑAS Y MEDIANAS ESPAÑA

Valor	P.O. (€/acc)	Pot. (%)	Fundamentales
Barón de Ley	124,00	8,3%	<p>Ratio destacado: cotiza a 9x EV/EBITDA'17e (ajustado por caja) vs 15x del sector.</p> <ul style="list-style-type: none"> Balance sólido y beta baja. 162 M euros de caja o asimilables a 1T'17, 33% capitalización. La fortaleza de la demanda internacional tira de las ventas (55% del total) pero los Rdos. 1T'17 fueron flojos. Las ventas cayeron un -2% con un mercado nacional especialmente malo. A medio plazo esperamos contracción de márgenes, de -120 pbs hasta 2018 pero el crecimiento será atractivo: TACC(e) +2,0% y +4,7% en ventas y EBITDA 2016-23e.
TALGO	5,80	7,6%	<p>Ratio destacado: cotiza a 9x EV/EBIT'17 vs 14,5x del sector.</p> <ul style="list-style-type: none"> A lo largo de 2017 veremos una tendencia negativa en el resultado operativo por fabricación (en 2017 el contrato de AVE aporta poco y no compensa la terminación del contrato de Arabia Saudí) pero el nivel de deuda de 2016 será un pico (200 M euros DFN'16), ya que en 2017 recibirán los anticipos del AVE y tienen 300 M euros por cobrar antes de 2S'18 del contrato de Arabia Saudí. En adjudicaciones, las perspectivas para el mercado doméstico han mejorado significativamente tras los comentarios del Presidente del Gobierno afirmando que RENFE va a ejecutar la opción de compra de la segunda fase del contrato AVE por 15 trenes. Esto implica una aportación de EBITDA adicional de +12% entre 2018-2021. Además, para finales de 2017 sabremos más de la India, el próximo gran catalizador (2.000 M euros de posible contrato).
Catalana Occidente	40,50	12,1%	<p>Ratio destacado: ROE'17e c. 11% (8% sector).</p> <ul style="list-style-type: none"> 1,3x P/BV'17e vs c. 1,1x sector, pero con un ROE'16e superior (11% vs 8%). (i) Ratio Combinado -RC- en el negocio tradicional sin Plus Ultra <90% vs 95% media sector, (ii) integración Plus Ultra (posibilidad de sinergias adicionales, por integración de todas las plataformas informáticas), (iii) integración de Seguros Previsora Bilbaína con un RC <90%. Crédito y Caución está con un RC en mínimos. Los Rdos. 1T'17 han vuelto a demostrar la amplia capacidad de generación de recursos de la compañía con un RC total de c.92% y un nuevo mínimo en el correspondiente a Crédito y Caución. El 22 de mayo publicará Solvency and Financial Condition Report (SFCR).
Atresmedia	13,00	14,3%	<p>Ratio destacado: Yield > 10% en 2 años. PER'17e 17,7x vs 21x histórico.</p> <ul style="list-style-type: none"> Los Rdos. 1T'17 estuvieron negativamente afectados por la mayor inversión en cine (algo estacional) pero la evolución del negocio de TV evolucionó de forma muy positiva (EBITDA 1T'17 +7,4%). A pesar de la peor evolución de la publicidad en abril (c.-10%) las perspectivas positivas macro de España apoyan nuestra estimación de +3% del mercado publicitario'17. Atractiva remuneración: dividendo extraordinario 0,45 euros/acc. (4% yield) contra reservas en dic'17 + DPA complementario'16 0,25 euros/acc. (+38,8%, 2,2% yield) en junio'17.
Ence	3,45	4,7%	<p>Ratio destacado: 6,2 x EV/EBITDA'17e vs 7,5x media sector.</p> <ul style="list-style-type: none"> Tras un 2016 peor que el sector (-24% y -13% vs Altri y -23% vs Suzano) por la debilidad de la pasta, para 2017 esperamos una evolución mejor a la de sus competidores (gracias a la reducción de cash cost y a la división de energía) y ha empezado bien (en el año ENC +12% vs IBEX, +5% vs Altri, +20% vs Suzano) con unos Rdos. 1T'17 por encima de las expectativas (EBITDA +10% vs consenso). Para los próximos trimestres los Rdos van a ir a más gracias a la fortaleza en precios (spot +10% vs 1T'17). ENC cotiza con un descuento en EV/EBITDA'17 del -25% frente al histórico que creemos es prueba de que el impacto en resultados del precio de la commodity ya está en precio. Frente a comparables es la más barata y cotiza -20% de media en EV/EBITDA'17 con la menor deuda.
Iberpapel	32,90	4,9%	<p>Ratio destacado: EV/EBITDA'17e de 8x (vs media histórica de 7x).</p> <ul style="list-style-type: none"> Anuncian la ampliación de capacidad en fábrica de Hernani, que es relevante ya que representa el 73% del EV. IBG estima +85 y +25 M euros en ventas y EBITDA (42% y 705 sobre 2016 respectivamente), lo que representa un margen EBITDA del 29% vs 18% en 2016 (y promedio últimos 5 años del 14%). Estarían invirtiendo a 7x EBITDA vs 8x de cotización. La operación puede generar valor para los accionistas (haciendo un cálculo grueso estimamos unos 1,5-2,0 euros por acción de mayor valor) y mejora las perspectivas de crecimiento.
Cellnex	20,90	23,0%	<p>Ratio destacado: EV/EBITDA 14,4x vs 16x comparables.</p> <ul style="list-style-type: none"> Visibilidad del negocio (TACC EBITDA'16-19e +14%) y la generación de caja sólida y estable (FCF yield >6%) gracias a contratos a largo plazo en un sector apalancado al crecimiento de los datos y que se puede beneficiar de la racionalización del negocio de redes en Europa. Posible anuncio de acuerdos/compras para fortalecer su presencia en los países en los que está presente por la extracción de sinergias gracias a la concentración de antenas en las torres. La compra de torres ofrece una TIR (>10%) muy por encima de la WACC. Oportunidad incremento de free float en fusión Abertis-Atlantia (colocación de un 5% a corto).
Neinor Homes	21,46	20,2%	<p>Ratio destacado: cotiza a 1,2x PVC '22e (descontado a 2018). No hay realmente comparables.</p> <ul style="list-style-type: none"> Una clara beneficiaria del actual entorno macro en España como promotora cotizada. Además, la competencia para adquirir suelo y promover vivienda es relativamente baja en 2017. Si tomamos los fondos propios a 2022e (necesario para recoger el valor oculto en el suelo en cartera) descontados a 2018 (a una tasa del 7%) obtenemos un atractivo ratio PVC de 1,17x (vs 1,8x de home builders británicos). Existe riesgo de ejecución ya que tiene que multiplicar por 13x el número de entregas entre 2017 y 2020.
Sacyr	2,84	14,7%	<p>Ratio destacado: con descuento del -11% frente a valoración SOP.</p> <ul style="list-style-type: none"> Nuestra valoración por SOP destaca concesiones (52% de nuestro P.O) vs el 31% de Repsol, donde una subida del +10% implica +11% en SCYR. El perfil de riesgo ha disminuido y ahora la valoración está protegida de caídas en el precio de Repsol por debajo de 10,9 euros. En Rdos. 1T'17 destacó la reducción de la deuda cayendo hasta 3.015 M euros (aunque esto incluye el último derivado de Repsol, que se cerró en abril) frente a 4.223 a 1T'16. Gracias a esta reducción el resultado financiero mejoró un +13%.

Otros valores en la cartera pequeñas y medianas (incluidos también en otras carteras reducidas): **Acerinox** (págs. 11 y 12).

Anexos

Estimación de volatilidades realizadas para las carteras modelo (*)

- Volatilidades realizadas:** aplicando una metodología estándar mostramos, tanto de forma individual como de la cartera, la varianza (desviación típica) de la tasa de rentabilidad (continua) de las acciones así como del índice o benchmark asociado a la cartera. Con ello mostramos el grado de dispersión (homogeneidad de los datos).
- Correlaciones realizadas:** estadístico que supone o expresa las relaciones lineales de cada uno de los componentes de la cartera con su índice o benchmark asignado en las que a un mayor valor del índice le corresponde un mayor valor del activo sujeto a sus fluctuaciones. Facilitamos así mismo el dato de la R2 (coeficiente de determinación) que expresa la proporción de varianza en la variable explicada en función del grado de correlación.
- La beta realizada** pone en contexto la relación entre las volatilidades realizadas a cada ventana temporal de cada uno de los componentes de la cartera con su índice de referencia teniendo en cuenta el grado de relación (correlación entre ellas).
- Rango de Fluctuación:** teniendo en cuenta la evolución de la Beta, estimamos el rango de fluctuación para cada uno de los componentes de la cartera.

(*) Los cálculos ya recogen los nuevos cambios realizados semanalmente en las carteras.

ESPAÑA

Cartera Modelo ESPAÑOLA

Volatilidad Realizada Cartera Modelo ESPAÑOLA	Volatilidades realizadas		
	30 Días	120 Días	250 Días
	14,32%	12,20%	13,01%

Volatilidad Realizada Ibex 35	Volatilidades realizadas		
	30 Días	120 Días	250 Días
	16,20%	13,36%	13,73%

Betas Realizadas Ponderadas de la Cartera	Betas realizadas (índice)		
	30 Días	120 Días	250 Días
	0,658	0,783	0,830

Componentes	Peso 100,0%	Volatilidades realizadas			Correlaciones realizadas (índice)				Betas realizadas (índice)			Rango Fluctuación en función Beta							
		30 D	120 D	250 D	30 D	R ²	120 D	R ²	250 D	R ²	30 D	120 D	250 D	t=[30 días]	t=[120 días]	t=[250 días]			
TELEFONICA	11,0%	16,6%	13,4%	13,7%	89,8%	80,7%	82,1%	67,5%	83,0%	68,9%	0,918	0,821	0,830	10,0	9,5	9,9	9,6	9,9	9,6
INDITEX	14,0%	13,4%	17,7%	18,3%	76,7%	58,9%	59,0%	34,8%	60,5%	36,5%	0,636	0,780	0,804	36,7	35,6	36,7	35,6	36,7	35,5
REPSOL	9,0%	13,1%	14,4%	15,0%	68,1%	46,3%	52,8%	27,9%	57,8%	33,4%	0,553	0,570	0,632	14,9	14,5	14,9	14,6	14,9	14,5
DSTR INT ALIMENT	5,0%	14,2%	17,8%	18,0%	56,5%	31,9%	39,4%	15,5%	39,4%	15,5%	0,494	0,524	0,516	5,4	5,3	5,4	5,3	5,4	5,3
IBERDROLA	10,0%	13,6%	21,2%	22,9%	62,1%	38,6%	51,0%	26,0%	57,3%	32,8%	0,523	0,810	0,956	6,9	6,8	6,9	6,7	7,0	6,7
ACERINOX	6,0%	13,2%	14,9%	15,5%	46,0%	21,1%	37,1%	13,7%	30,7%	9,4%	0,374	0,415	0,345	12,1	11,9	12,1	11,9	12,1	11,9
INT AIRLINES G	4,0%	16,0%	24,7%	25,2%	67,1%	45,0%	54,9%	30,1%	49,9%	24,9%	0,661	1,014	0,917	7,0	6,7	7,0	6,7	7,0	6,7
ABERTIS	4,0%	7,7%	27,9%	29,5%	42,9%	18,4%	25,9%	6,7%	34,5%	11,9%	0,203	0,540	0,742	16,4	16,2	16,5	16,1	16,5	16,0
ACCIONA SA	5,0%	13,8%	16,2%	16,4%	64,4%	41,5%	36,8%	13,5%	45,5%	20,7%	0,549	0,447	0,545	80,8	78,8	80,5	79,1	80,7	78,9
BANKIA	3,0%	19,6%	18,7%	18,7%	81,2%	65,9%	75,9%	57,6%	62,3%	38,9%	0,981	1,064	0,850	1,1	1,0	1,1	1,0	1,1	1,0
CELLNEX TELECOM	4,0%	11,1%	29,3%	29,4%	48,0%	23,0%	32,9%	10,8%	38,2%	14,6%	0,329	0,721	0,819	17,1	16,8	17,2	16,7	17,3	16,7
BANCO SANTANDER	14,0%	20,2%	19,1%	21,7%	91,8%	84,3%	91,5%	83,7%	89,7%	80,4%	1,144	1,308	1,415	5,9	5,6	5,9	5,6	5,9	5,6
CAIXABANK	3,0%	20,6%	25,4%	25,7%	78,4%	61,5%	81,7%	66,7%	77,1%	59,4%	0,996	1,551	1,445	4,2	4,0	4,2	4,0	4,2	4,0
INMOB COLONIAL	3,0%	10,5%	29,9%	29,4%	41,1%	16,9%	31,1%	9,6%	36,6%	13,4%	0,266	0,695	0,784	7,2	7,1	7,2	7,0	7,3	7,0
ENAGAS	2,0%	11,9%	16,5%	18,2%	65,4%	42,8%	27,9%	7,8%	36,8%	13,6%	0,481	0,343	0,489	25,5	25,0	25,4	25,1	25,5	25,0
NEINOR HOMES	3,0%	10,3%	15,3%	17,3%	34,1%	11,7%	-7,5%	0,6%	-0,1%	0,0%	0,217	-0,086	-0,002	17,7	17,5	17,6	17,6	17,6	17,6

Cartera 5 valores ESPAÑOLA

Volatilidad Realizada Cartera Cartera 5 valores ESPAÑOLA	Volatilidades realizadas		
	30 Días	120 Días	250 Días
	14,36%	12,08%	18,41%

Volatilidad Realizada Ibex 35	Volatilidades realizadas		
	30 Días	120 Días	250 Días
	15,04%	12,99%	21,30%

Betas Realizadas (Ponderaciones)	Betas realizadas (índice) (*)		
	30 Días	120 Días	250 Días
	0,774	0,704	0,781

Componentes	Peso 100,0%	Volatilidades realizadas			Correlaciones realizadas (índice)				Betas realizadas (índice)			Rango Fluctuación en función Beta							
		30 D	120 D	250 D	30 D	R ²	120 D	R ²	250 D	R ²	30 D	120 D	250 D	t=[30 días]	t=[120 días]	t=[250 días]			
INDITEX	20,0%	15,17%	14,79%	19,15%	69,16%	47,83%	57,29%	32,82%	70,81%	50,14%	0,70	0,65	0,64	37,0	35,9	36,9	36,0	37,2	35,7
DSTR INT ALIMENT	20,0%	23,46%	21,15%	24,42%	49,12%	24,13%	37,55%	14,10%	63,81%	40,72%	0,77	0,61	0,73	5,6	5,4	5,5	5,4	5,6	5,3
TELEFONICA	20,0%	18,39%	17,30%	28,59%	86,27%	74,42%	81,15%	65,85%	91,42%	83,58%	1,05	1,08	1,23	10,3	9,8	10,3	9,9	10,5	9,7
ACERINOX	20,0%	24,76%	24,60%	29,13%	41,33%	17,08%	36,03%	12,98%	49,94%	24,94%	0,68	0,68	0,68	12,5	12,1	12,5	12,1	12,6	12,0
ACCIONA SA	20,0%	17,79%	18,47%	20,66%	56,77%	32,23%	34,69%	12,03%	64,81%	42,00%	0,67	0,49	0,63	82,6	80,2	82,1	80,6	83,0	79,8

Cambio de Carteras

Cartera ESPAÑOLA 5V-HY

	Volatilidades realizadas		
	30 Días	120 Días	250 Días
Volatilidad Realizada Cartera	30 Días	120 Días	250 Días
Modelo ESPAÑOLA 5 V HY	13,46%	10,92%	20,11%
	Volatilidades realizadas		
	30 Días	120 Días	250 Días
Volatilidad Realizada	30 Días	120 Días	250 Días
Ibex 35	16,04%	13,29%	21,26%
	Betas realizadas (índice) (*)		
	30 Días	120 Días	250 Días
Betas Realizadas	30 Días	120 Días	250 Días
Ponderadas de la Cartera	0,735	0,656	0,877

Componentes	Peso	Volatilidades realizadas			Correlaciones realizadas (índice)					Betas realizadas (índice)			Rango Fluctuación en función Beta						
		30 D	120 D	250 D	30 D	R ²	120 D	R ²	250 D	R ²	30 D	120 D	250 D	t=[30 días]	t=[120 días]	t=[250 días]			
TELEFONICA	20,0%	19,3%	17,6%	28,6%	87,6%	76,8%	81,9%	67,0%	91,4%	83,5%	1,052	1,084	1,227	10,1	9,6	10,1	9,6	10,2	9,5
IBERDROLA	20,0%	17,7%	14,9%	20,3%	67,5%	45,5%	51,4%	26,5%	76,0%	57,7%	0,745	0,579	0,727	6,9	6,7	6,9	6,7	7,0	6,7
REPSOL	20,0%	16,2%	17,8%	25,4%	63,5%	40,3%	52,5%	27,6%	78,4%	61,4%	0,642	0,702	0,936	15,0	14,6	15,0	14,6	15,2	14,4
ACCIONA SA	20,0%	19,0%	18,8%	20,8%	62,1%	38,6%	37,1%	13,7%	65,3%	42,6%	0,737	0,523	0,638	81,0	78,3	80,5	78,8	81,2	78,1
MERLIN PROP	20,0%	12,9%	15,1%	26,3%	62,1%	38,6%	34,4%	11,8%	69,3%	48,0%	0,499	0,390	0,857	11,0	10,7	11,0	10,8	11,2	10,6

Cartera Pequeñas y Medianas

	Volatilidades realizadas		
	30 Días	120 Días	250 Días
Volatilidad Realizada Cartera	30 Días	120 Días	250 Días
Modelo Pequeñas y medianas	13,07%	15,16%	15,44%
	Volatilidades realizadas		
	30 Días	120 Días	250 Días
Volatilidad Realizada	30 Días	120 Días	250 Días
Ibex Small Capitalización	16,04%	13,63%	13,58%
	Betas realizadas (índice) (*)		
	30 Días	120 Días	250 Días
Betas Realizadas	30 Días	120 Días	250 Días
Ponderadas de la Cartera	0,498	0,407	0,418

Componentes	Peso	Volatilidades realizadas			Correlaciones realizadas (índice)					Betas realizadas (índice)			Rango Fluctuación en función Beta						
		30 D	120 D	250 D	30 D	R ²	120 D	R ²	250 D	R ²	30 D	120 D	250 D	t=[30 días]	t=[120 días]	t=[250 días]			
ACERINOX	10,0%	24,8%	23,7%	23,6%	40,8%	16,6%	39,5%	15,6%	41,3%	17,1%	0,630	0,686	0,717	12,4	12,0	12,4	12,0	12,4	12,4
LAR ESPAÑA RES	10,0%	22,8%	19,5%	19,4%	33,0%	10,9%	24,9%	6,2%	23,8%	5,7%	0,468	0,356	0,340	8,1	7,9	8,1	8,0	8,1	8,1
ACCIONA SA	10,0%	19,0%	18,7%	18,6%	62,1%	38,6%	39,8%	15,8%	41,8%	17,5%	0,737	0,547	0,573	81,0	78,3	80,5	78,8	80,6	80,6
ENCE ENRG Y CLLS	10,0%	24,5%	24,5%	24,5%	58,2%	33,9%	57,4%	33,0%	56,1%	31,5%	0,889	1,032	1,012	3,4	3,2	3,4	3,2	3,4	3,4
ATRESMEDIA CORP	10,0%	32,1%	25,4%	25,3%	48,6%	23,6%	44,8%	20,1%	41,5%	17,2%	0,974	0,836	0,772	11,6	11,1	11,6	11,2	11,5	11,5
CONS AUX FERR	10,0%	18,6%	16,2%	16,2%	33,3%	11,1%	41,1%	16,9%	40,5%	16,4%	0,387	0,490	0,482	36,6	36,0	36,6	35,9	36,6	36,6
BARON DE LEY	10,0%	18,1%	16,9%	16,8%	8,3%	0,7%	5,6%	0,3%	4,9%	0,2%	0,094	0,069	0,060	114,7	114,2	114,6	114,3	114,6	114,6
INMOB COLONIAL	10,0%	17,8%	16,2%	16,1%	37,0%	13,7%	30,1%	9,0%	31,1%	9,7%	0,411	0,356	0,368	7,3	7,1	7,3	7,2	7,3	7,3
IBERPAPEL	10,0%	17,5%	20,6%	20,5%	1,2%	0,0%	-3,0%	0,1%	5,2%	0,3%	0,014	-0,045	0,079	31,4	31,3	31,3	31,4	31,4	31,4
NEINOR HOMES	10,0%	19,5%	105,8%	110,2%	31,1%	9,7%	-3,3%	0,1%	-2,8%	0,1%	0,379	-0,259	-0,225	18,0	17,7	17,8	17,9	17,8	17,8

EUROPA

Cartera Modelo EUROPA

	Volatilidades realizadas		
	30 Días	120 Días	250 Días
Volatilidad Realizada Cartera	30 Días	120 Días	250 Días
Modelo EUROPA	15,06%	11,90%	17,99%
	Volatilidades realizadas		
	30 Días	120 Días	250 Días
Volatilidad Realizada	30 Días	120 Días	250 Días
Euro STOXX 50	14,12%	11,34%	17,15%
	Betas realizadas (índice)		
	30 Días	120 Días	250 Días
Betas Realizadas	30 Días	120 Días	250 Días
Ponderadas de la Cartera	1,053	1,033	1,040

Componentes	Peso	Volatilidades realizadas			Correlaciones realizadas (índice)					Betas realizadas (índice)			Rango Fluctuación en función Beta						
		30 D	120 D	250 D	30 D	R ²	120 D	R ²	250 D	R ²	30 D	120 D	250 D	t=[30 días]	t=[120 días]	t=[250 días]			
SAP SE/d	9,6%	10,6%	11,1%	16,5%	74,3%	55,2%	62,8%	39,5%	74,4%	55,4%	0,560	0,616	0,716	95,0	92,9	94,9	93,0	95,6	95,6
L.V.M.H./d	7,9%	20,2%	16,3%	21,1%	70,4%	49,6%	65,1%	42,4%	71,5%	51,2%	1,009	0,938	0,880	232,7	223,3	231,5	224,5	233,0	233,0
AIR LIQUIDE/d	8,5%	19,7%	15,4%	18,7%	78,3%	61,3%	72,7%	52,9%	70,1%	49,1%	1,093	0,987	0,762	112,0	107,1	111,3	107,8	111,6	111,6
DEUTSCHE POST /d	8,3%	22,3%	16,1%	18,7%	72,3%	52,2%	70,9%	50,2%	80,5%	64,8%	1,143	1,009	0,880	32,4	30,9	32,2	31,2	32,4	32,4
BANCO SANTANDE/d	5,6%	25,9%	24,9%	37,0%	83,5%	69,8%	80,1%	64,1%	86,5%	74,8%	1,532	1,759	1,865	6,1	5,8	6,1	5,8	6,2	6,2
AB INBEV/d	5,4%	17,8%	15,2%	18,6%	49,7%	24,7%	48,4%	23,5%	52,1%	27,1%	0,627	0,651	0,564	109,1	106,4	108,9	106,6	109,3	109,3
INDITEX/d	5,3%	15,3%	14,4%	19,2%	66,1%	43,7%	54,8%	30,1%	72,0%	51,8%	0,718	0,698	0,804	36,5	35,5	36,4	35,6	36,7	36,7
VINCI/d	4,1%	25,8%	18,0%	20,3%	78,5%	61,6%	60,7%	36,8%	70,9%	50,2%	1,435	0,963	0,840	79,2	74,7	78,2	75,7	78,6	78,6
SAINT-GOBAIN/d	4,9%	26,6%	19,0%	25,3%	90,4%	81,8%	79,3%	62,9%	84,1%	70,8%	1,701	1,326	1,242	51,4	47,9	50,7	48,5	51,2	51,2
TOTAL/d	4,7%	15,9%	14,3%	20,5%	72,8%	53,0%	60,0%	36,0%	77,2%	59,7%	0,820	0,757	0,925	49,3	47,6	49,1	47,8	49,6	49,6
SOCIETE GENERA/d	4,5%	36,2%	31,4%	40,5%	86,5%	74,8%	80,9%	65,5%	85,3%	72,8%	2,214	2,239	2,012	51,1	46,6	50,7	47,1	51,3	51,3
BAYER N AG/d	4,0%	20,8%	17,6%	20,1%	49,6%	24,6%	61,6%	38,0%	67,8%	46,0%	0,730	0,953	0,794	117,6	114,2	117,7	114,1	118,2	118,2
ALLIANZ SE/d	3,9%	12,6%	13,9%	22,3%	74,2%	55,1%	76,2%	58,1%	85,2%	72,6%	0,662	0,935	1,107	172,5	167,9	172,8	167,6	174,9	174,9
DAIMLER AG N/d	3,9%	11,9%	15,9%	21,5%	74,7%	55,8%	62,6%	39,1%	81,6%	66,7%	0,628	0,875	1,023	69,1	67,4	69,2	67,3	70,0	70,0
AXA/d	3,6%	26,1%	22,0%	33,8%	80,4%	64,6%	77,2%	59,6%	84,3%	71,1%	1,487	1,500	1,663	24,6	23,1	24,4	23,2	24,8	24,8
INTESA SANPAOL/d	3,4%	29,2%	30,3%	45,0%	88,0%	77,5%	70,3%	49,4%	82,5%	68,0%	1,819	1,875	2,162	2,9	2,7	2,9	2,7	2,9	2,9
UNILEVER DR/d	3,2%	9,9%	24,3%	21,5%	30,5%	9,3%	14,5%	2,1%	42,2%	17,8%	0,214	0,311	0,528	49,5	49,0	49,5	49,0	49,9	49,9
SIEMENS N/d	4,0%	19,6%	18,9%	21,5%	85,0%	72,3%	69,0%	47,6%	78,1%	61,0%	1,180	1,150	0,979	132,4	126,2	131,8	126,8	132,5	132,5
SAFRAN/d	2,0%	16,1%	16,0%	21,2%	67,7%	45,9%	43,8%	19,2%	66,2%	43,9%	0,772	0,619	0,819	76,6	74,2	76,1	74,6	76,9	76,9
TELEFONICA/d	1,9%	19,2%	17,6%	28,5%	78,3%	61,2%	69,4%	48,1%	82,9%	68,6%	1,064	1,076	1,379	10,1	9,6	10,0	9,7	10,2	10,2
IBERDROLA/d	1,5%	17,5%	14,9%	20,3%	62,6%	39,2%	40,8%	16,6%	67,4%	45,4%	0,775	0,537	0,799	6,9	6,7	6,9	6,8	7,0	7,0

Cambio de Carteras

Cartera 5S HY EUROPA

	Volatilidades realizadas		
	30 Dias	120 Dias	250 Dias
Volatilidad Realizada Cartera	30 Dias	120 Dias	250 Dias
Cartera 5S HY EUROPA	13,39%	11,09%	15,87%
	Volatilidades realizadas		
	30 Dias	120 Dias	250 Dias
Volatilidad Realizada	30 Dias	120 Dias	250 Dias
Euro STOXX 50	14,12%	11,34%	17,15%
	Betas realizadas (índice)		
	30 Dias	120 Dias	250 Dias
Betas Realizadas	30 Dias	120 Dias	250 Dias
Ponderadas de la Cartera	0,893	1,108	0,994

Componentes	Peso 100,0%	Volatilidades realizadas			Correlaciones realizadas (índice)				Betas realizadas (índice)			Rango Fluctuación en función Beta							
		30 D	120 D	250 D	30 D	R ²	120 D	R ²	250 D	R ²	30 D	120 D	250 D	t=[30 días]	t=[120 días]	t=[250 días]			
ALLIANZ SE/d	20,0%	12,6%	13,9%	22,3%	74,2%	55,1%	76,2%	58,1%	85,2%	72,6%	0,662	0,935	1,107	172,5	167,9	172,8	167,6	174,9	165,5
SAP SE/d	20,0%	10,6%	11,1%	16,5%	74,3%	55,2%	62,8%	39,5%	74,4%	55,4%	0,560	0,616	0,716	95,0	92,9	94,9	93,0	95,6	92,3
DEUTSCHE POST /d	20,0%	22,3%	16,1%	18,7%	72,3%	52,2%	70,9%	50,2%	80,5%	64,8%	1,143	1,009	0,880	32,4	30,9	32,2	31,2	32,4	31,0
AIR LIQUIDE/d	20,0%	19,7%	15,4%	18,7%	78,3%	61,3%	72,7%	52,9%	70,1%	49,1%	1,093	0,987	0,762	112,0	107,1	111,3	107,8	111,6	107,5
L.V.M.H./d	20,0%	20,2%	16,3%	21,1%	70,4%	49,6%	65,1%	42,4%	71,5%	51,2%	1,009	0,938	0,880	232,7	223,3	231,5	224,5	233,0	223,0

Dirección Análisis

Assistants

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com
Eamon Donoghue: DonoghueE@bancsabadell.com
Concha Galán: GalanC@bancsabadell.com

Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

Financieras

Mario Lodos: LodosM@bancsabadell.com
Esther Castro: CastroEs@bancsabadell.com

Utilities, gas y energía

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Felipe Echevarría, CFA: EchevarriaF@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

TMTs

Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

Industriales

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com

Farmacia, química y papeleras

Felipe Echevarría, CFA: EchevarriaF@bancsabadell.com

Construcción, materiales de construcción, inmobiliarias y REITS

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com

Distribución, retail, logística, alimentación y bebidas

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com

Hoteles, transportes y autopistas

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com

Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

Equipo Small&Medium

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Felipe Echevarría, CFA: EchevarriaF@bancsabadell.com

Equipo Eurostoxx50

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

Estrategia de Renta Variable y Estrategia de Crédito

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com
Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com
Diego Fernández: FernandezDi@bancsabadell.com
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Lola Arias: ariasd@bancsabadell.com
Israel González: israel.gonzalez@bancsabadell.com
Álvaro Ferrero: FerreroAl@bancsabadell.com
José Ignacio Carrión: CarrionJ@bancsabadell.com

Disclaimer sin asesoramiento de inversión

Sistema de recomendaciones:

El periodo al que se refiere la recomendación se establece en un año. La recomendación está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de la Dirección de Análisis y que pueden incluir desde el descuento de flujos de caja, a una suma de partes, comparación de ratios, descuento de dividendos y otros métodos comúnmente aceptados. La evolución posterior de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación mediante un nuevo informe de análisis por lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

Las recomendaciones de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. son COMPRAR (SOBREPONDERAR en índices y sectores de renta variable y emisores de renta fija), VENDER (INFRAPONDERAR) y BAJO REVISIÓN. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución mejor a la del mercado (referencia Ibex35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para las compañías españolas cotizadas; referencia Eurostoxx50 para las compañías de la zona Euro; en índices y sectores de renta variable el benchmark es la cesta de índices y sectores en cobertura; en emisores de renta fija es el índice BERC IG €) mientras que las de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución peor a la del mercado de referencia. La recomendación de BAJO REVISIÓN se emite para aquellas compañías cotizadas en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. está analizando posibles cambios en las estimaciones o valoración tras algún hecho relevante que haga posible ese análisis detallado.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., basado en información pública disponible, empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Banco de Sabadell, S.A. no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Banco de Sabadell, S.A. se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España.

Este informe, ha sido elaborado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. Banco de Sabadell, S.A. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. Banco de Sabadell, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

Banco de Sabadell, S.A., así como sus Consejeros, directores o empleados pueden: tener una relación comercial relevante con la Compañía o Compañías referidas en el presente documento; formar parte de los órganos de gobierno de las mismas; tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha o dichas Compañías; negociar con dichos valores o instrumentos por cuenta propia o ajena, incluso actuando como creador de mercado de los mismos o proveedor de liquidez; disponer de derechos de cualquier tipo para la adquisición de valores emitidos por la Compañía o Compañías analizadas o vinculados directa y fundamentalmente a ellos; proporcionar servicios de asesoramiento u otros al emisor de dichos valores o instrumentos; tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

No obstante lo señalado en el párrafo anterior, el Grupo Banco Sabadell tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Reglamento Interno de Conducta del Grupo Banco Sabadell en el ámbito del mercado de Valores (aprobado por el Consejo de Administración de Banco de Sabadell el 26 de noviembre de 2009), aplicable a los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., para prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones. Dichas medidas incluyen la obligación de los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de Banco de Sabadell, S.A. de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de otros departamentos de Banco de Sabadell, S.A. u otra entidad del grupo Banco Sabadell pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Banco de Sabadell, S.A. o cualquier otra entidad del grupo Banco Sabadell puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell (www.bancsabadell.com).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco de Sabadell, S.A.

Queda prohibida la distribución del presente informe en EE.UU., y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

A 13 de abril de 2017, Banco de Sabadell, S.A. es titular, directa o indirectamente de al menos un 3% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, S.A. Adicionalmente, Banco de Sabadell, S.A. o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

Banco de Sabadell, S.A., directa o indirectamente, o alguna entidad vinculada puede haber sido entidad directora o codirectora durante los 12 meses previos de una oferta pública de alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento, o puede haber prestado servicios bancarios de inversión durante los 12 meses previos a alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este informe. Banco de Sabadell, S.A. puede ser parte de un acuerdo con un emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no esta vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. Los factores de remuneración de los analistas pueden incluir los resultados de Banco de Sabadell, S.A., parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión.