

**LVMH**

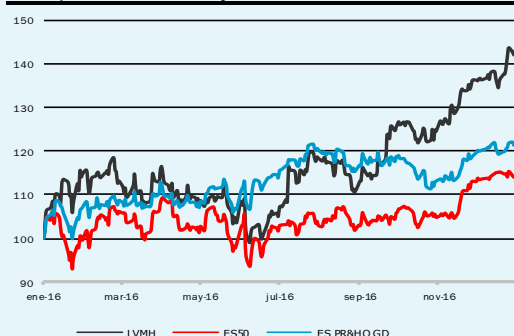
Bienes Personales y del Hogar

**COMPRAR** (desde 03/02/16; anterior VENDER)Arancha Piñero 91 782 9157/8  
piñeroa@bancsabadell.com**INFORMACIÓN CLAVE**

Reuters / Bloomberg:	LVMH.PA/MC FP
Cap. Bursatil / EV	117.815 M / 119.143 M
# acciones:	502,9 M
12M Max/Min:	190,00/130,30
Perf. Rel. ES50 (1,3,6 mese	11,3%/24,2%/40,2%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	138,5/1,013
Beta (5años)	1,01
Free-float:	53,4%
Rating /	A+ est. / NR / NR
Outlook (S&P,	
Accionistas Principales	
Grupo Arnault 46,6%.	

BS(e)	2016	2017e	2018e
Ventas Totales	37.600	41.100	43.635
Crec. %	5,4%	9,3%	6,2%
EBITDA	9.169	10.358	11.174
Crec. %	5,6%	13,0%	7,9%
Margen EBITDA	24,4%	25,2%	25,6%
EBIT	6.904	7.965	8.801
Crec. %	8,1%	15,4%	10,5%
Margen EBIT	18,4%	19,4%	20,2%
BDI	3.981	4.749	5.235
Crec. %	11,4%	19,3%	10,2%
x ACC.	2016	2017e	2018e
BPA	7,92	9,44	10,41
Crec. %	11,3%	19,3%	10,2%
BPA Ajustado	7,92	9,44	10,41
Crec. %	11,3%	19,3%	10,2%
DPA	4,00	4,77	5,26
Crec. %	12,7%	19,3%	10,2%
CFPA	12,18	14,08	15,02
Crec. %	8,2%	15,6%	6,7%
RATIOS	2016	2017e	2018e
PER	29,32x	24,58x	22,30x
PER Ajustado	29,32x	24,58x	22,30x
PCF	19,06x	16,49x	15,45x
PVC	4,42x	4,06x	3,73x
ROE	15,1%	16,5%	16,7%
Yield	1,7%	2,1%	2,3%
EV/Ventas	3,25x	2,94x	2,73x
EV/EBITDA	13,31x	11,67x	10,66x
EV/EBIT	17,68x	15,18x	13,54x
Deuda/EBITDA	0,42x	0,22x	0,00x

Fuente: Análisis BS

**Compañía vs ES50 y sector:**

Fuente: Bloomberg

# China sigue imparable

**Cierre (17-05-17): 228,00 euros/acc.****P.O.: 252,00 euros/acc. (potencial +10,53%)**

- Revisamos estimaciones al alza un +10% en EBIT'17/21e tras el positivo comportamiento de **Moda y Piel** (~55% EBIT) tanto en ventas (+15% LfL en Rdos. 1T'17 vs +9% esperado, +9% del 4T'16 y +5% del 3T'16) como en margen EBIT (+360 pbs en 2S'16). Esto, unido a que **sus indicaciones sobre el consumo en China continúan siendo muy positivas** (crecimiento de doble dígito alto en 1T'17), con impacto en todas sus divisiones, y reafirmadas por los comentarios de sus competidores, nos hace posicionarnos en un **escenario aún más favorable**.
- Creemos que **LVMH podrá alcanzar un LfL del +7,7% en 2017** (vs +6,6% antes) y a medio plazo mantener tasas de crecimiento muy similares con LfLs del +6,6% en 2017/21 BS(e). Además, dado su **elevado apalancamiento operativo** (que vimos en 2016 tanto en Moda como en Vinos; >75% EBIT del Grupo), **elevamos el EBIT del Grupo un +10% en 2017/21 BS(e)**, lo que supone una TACC'16/21e del +9,9% (vs +7,9% anterior y +11% del consenso) con un margen EBIT'21e del 21,3% (vs 18,7% 2016). Estas mejores previsiones, las **mejoras realizadas en circulante** (18%/ventas actual vs ~21% histórico) y el **impacto positivo de la compra de Christian Dior Couture** (+3% P.O.) nos lleva a situar el **P.O. en 252,0 euros/acc.** (+11% potencial y +22% vs anterior).
- En cuanto a la adquisición de **Christian Dior Couture** (~5% ventas de LVMH y ~16% de Moda y Piel), la valoramos positivamente. Su cierre está previsto para 2S'17 por un EV de ~6.500 M euros y a **nivel estratégico le permite integrar una de las marcas más emblemáticas del sector, que ha crecido muy por encima de LVMH** (+14% TACC'11/16 vs +8% de su división de Moda y Piel), y que **continúa haciéndolo a día de hoy** (+17% en ventas 1T'17 vs +15% Moda y Piel). Además, **financieramente es positiva** (+3% en BPA el primer año) y **no compromete el nivel de endeudamiento** (1,1x DN/EBITDA vs 0,4x en 2016). Nosotros estimamos que esta **operación genera valor** (~8 euros/acc; impacto en P.O. +3%; ver detalles en pág. 8), **a pesar de los múltiplos pagados** (~15,6x EV/EBITDA vs ~12x con sinergias, en línea con LVMH), que vemos justificados por la mayor estabilidad en crecimiento de sus marcas (hasta ~18/20x EV/EBITDA).
- Con todo, **reiteramos COMPRAR** porque **seguimos viendo potencial, las perspectivas son buenas y LVMH cuenta con unos sólidos fundamentales** (diversificación geográfica y de productos), que le aportan una **ventaja competitiva frente a comparables** (sus competidores presentan una volatilidad mucho más elevada en Rdos.). Además, el **potencial de mejora en EBIT a medio plazo es evidente si tenemos en cuenta que Louis Vuitton supone >50% del EBIT del Grupo** (lo que da un soporte relevante al Grupo), que su estrategia continúa en potenciar su "exclusividad" y que la reestructuración de otras marcas aún no se ha puesto en valor. El principal **riesgo** sería una **desaceleración en China**, algo que **por el momento no vemos, sino más bien todo lo contrario** (+20% LfL en 1T'17). De darse, además de que afectaría a todo el sector, LVMH es el más defensivo por la diversificación comentada. Cotiza en **PER'17e con descuento del -4% frente a comparables** (vs históricamente en línea) pero con **perspectivas mejores** (TACC'16/19e en BDI del +13% vs +11% del sector).

**Índice**

<b>1. UN TRIMESTRE MÁS, LVMH VUELVE A SORPRENDER .....</b>	<b>3</b>
REVISIÓN DE ESTIMACIONES.....	3
<b>2. CHRISTIAN DIOR COUTURE, UNA ADQUISICIÓN CON TODO EL SENTIDO .....</b>	<b>5</b>
<b>3. SITUACIÓN FINANCIERA .....</b>	<b>8</b>
DEUDA Y GENERACIÓN DE CAJA .....	8
<i>Adquisiciones muy selectivas .....</i>	<i>8</i>
REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA .....	9
<b>4. VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....</b>	<b>10</b>
ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD .....	10
<b>5. RATIOS Y COMPARABLES .....</b>	<b>11</b>
<b>6. DATOS FINANCIEROS.....</b>	<b>12</b>
<b>7. DATOS OPERATIVOS .....</b>	<b>12</b>

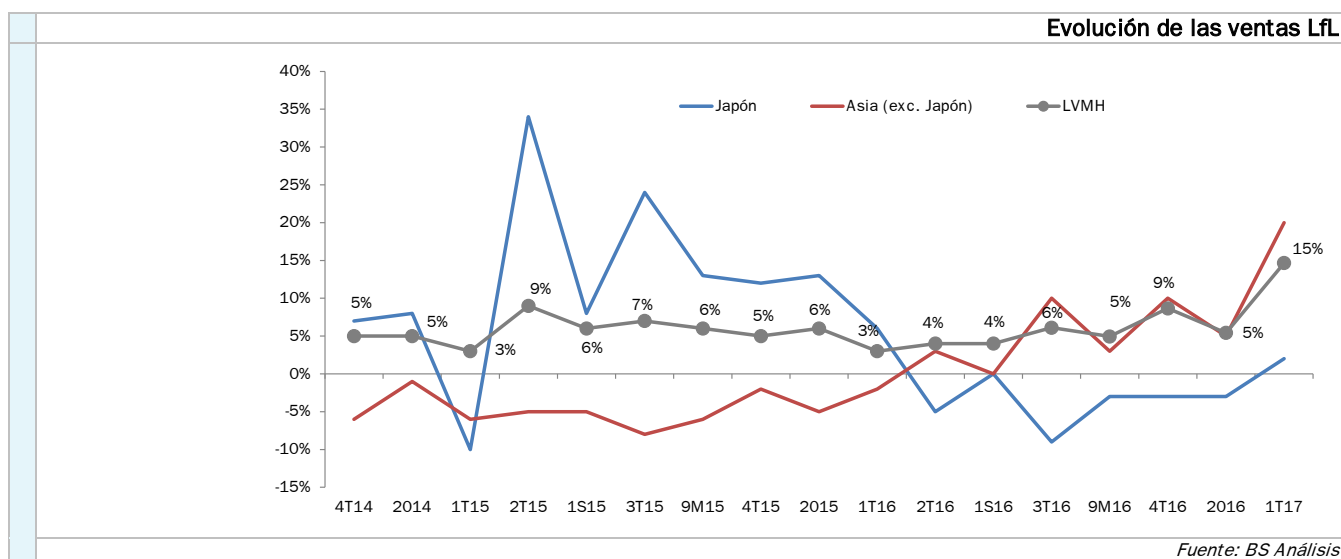
## 1. UN TRIMESTRE MÁS, LVMH VUELVE A SORPRENDER

*Importante aceleración de los LfLs en 1T'17, muy por encima de lo previsto*

*Asia ex – Japón crece al 20% LfL en 1T'17 (vs +10% en 4T'16+ y 3T'16)*

LVMH ha vuelto a sorprender un trimestre más tras presentar unas **ventas 1T'17 muy por encima de lo previsto con un crecimiento LfL del +13% en el 1T'17** (vs +8% BS(e) y consenso). **Destacó especialmente la evolución de Moda y Piel (~35% ventas)**, donde el LfL se situó en el +15% en 1T'17 vs +9% esperado, lo que supone una **importante aceleración** frente al +9% del 4T'16 y el +5% del 3T'16. Por otra parte, la división de **Vinos & espirituosos (~12% ventas)** también superó ampliamente estimaciones, con un crecimiento LfL del +13% vs +5% esperado, lo que también implica una aceleración relevante frente a trimestres anteriores (+7% en 4T'16 y +4% en 3T'16). Por último y a nivel geográfico, lo más destacable fue que **todas las regiones presentaron crecimientos LfL positivos, algo que no ocurría desde hace nueve trimestres** (4T'14).

**Si bien es cierto que la comparativa ha sido más favorable** en este primer trimestre por el impacto que los atentados en Europa de finales de 2015 supusieron para el turismo (ver gráfico inferior), **también es cierto que la recuperación parece ser más rápida y sólida de lo esperado y todos los comentarios apuntan a que el positivo momentum que está viviendo el sector continuará en los próximos meses**. En este sentido y concretamente en el caso de LVMH, cabe destacar que las ventas en Asia ex – Japón (~31% de las ventas del Grupo) han acelerado el ritmo de crecimiento hasta el +20% LfL en 1T'17 (vs +10% en 4T'16 y 3T'16) y que **la evolución del consumo por parte del cliente de China**, factor decisivo para el sector y que más incertidumbre genera de forma recurrente, **continúa siendo sólida y no hay indicios de caída brusca de la demanda**. Así, la compañía ha comentado que **la marca Louis Vuitton (>50% EBIT Grupo) continúa creciendo a un ritmo muy elevado, ~20% en el 1T'17 vs ~15% del 2S'16**.



### REVISIÓN DE ESTIMACIONES

Esta evolución y los comentarios de cara a los próximos meses, todos ellos positivos, nos lleva a **revisar al alza estimaciones 2017 hasta un LfL en ventas del +7,7%** (vs +6,6% anterior). A pesar de que la comparativa será más exigente a medida que avance el año, como ya hemos comentado, **nuestras estimaciones hasta ahora eran excesivamente conservadoras**. Así, teniendo en cuenta los datos ya conocidos del 1T'17, el crecimiento LfL implícito de nuestra estimación 2017 era inferior al +5% para los próximos tres trimestres, nivel no visto desde 2009, y que a la vista de los comentarios positivos de LVMH (y de sus competidores), nos cuesta asumir.

*Revisamos al alza por Moda y Piel y Vinos y Espirituosos, donde nuestras estimaciones eran conservadoras*

Por divisiones, **la revisión se centra principalmente en Moda y Piel y Vinos y Espirituosos**, que suponen conjuntamente ~47% ventas del Grupo y que, como hemos comentado, son las dos divisiones que mejor comportamiento han tenido estos últimos trimestres y que más han acelerado el ritmo de crecimiento. Así, creemos que **la solidez de la demanda en Europa y EE.UU.** junto con la **fortaleza mostrada en Asia** permitirá mantener ritmos de crecimiento sensiblemente superiores a los de 2014/16 (+4%/+6%). Por ello, **esperamos ahora en Moda y Piel un LfL en 2017 del +8,4%** (vs +6% anterior y +4% en 2016) **y del +7% en 2017/21e** (vs +5,6% anterior). Por su parte, en **Vinos y Espirituosos elevamos el LfL hasta el +7,1%** (vs +6,5% anterior y +7,2% en 2016) **y hasta el +7,1% en 2017/21e** (vs +6,5% anterior). Con todo, esta revisión supone elevar el **crecimiento LfL esperado para el Grupo hasta el +6,7% en 2017/21e** (vs +5,8% anterior).

*El apalancamiento operativo permitirá hacer crecer el EBIT '16/21e un +9,9%*

A nivel de EBIT también revisamos estimaciones al alza un +10% en media del Grupo en 2017/21e hasta una TACC'16/21 del +9,9% (vs +7,9% anterior) por la positiva evolución operativa que mostró Moda y Piel en 2016 (~55% EBIT del Grupo) y los comentarios de buenas previsiones. Esta división presentó mejoras de márgenes muy significativas (+360 pbs en 2S'16 con LfLs en ventas del +7%), poniendo de manifiesto tanto la fortaleza de su marca más emblemática Louis Vuitton (>80% del EBIT de esta división) como los esfuerzos realizados por el Grupo para mejorar la rentabilidad del resto de marcas de la división. Así, nosotros pensamos que esta evolución positiva debería continuar a medio plazo, dado el escenario más favorable en ventas que contemplamos ahora. Por ello, **estimamos mejoras del margen EBIT de ~+50 pbs anuales en 2017/21e en Moda** (vs +40 pbs anterior) hasta situarlo en el 32,9% (vs 30,5% anterior y 30,3% en 2016), nivel que aún siendo ligeramente superior al medio de los últimos 10 años (~31,9% margen), continúa por debajo del máximo alcanzado en 2010/11 (34%/35%).

A continuación mostramos los **cambios en estimaciones** comentados tanto a nivel de Grupo, como en las principales divisiones. **Frente al consenso, nuestras estimaciones se encuentran ahora muy en línea** en los próximos años en ventas y en EBIT

Revisión de estimaciones y Consenso							
Revisión de Estimaciones	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TACC'16/21e
Ventas (Mn €)	37.600	41.100	43.635	46.411	49.465	52.872	7,1%
Var. %	5,4%	9,3%	6,2%	6,4%	6,6%	6,9%	
<i>Consenso</i>	<i>37.600</i>	<i>41.329</i>	<i>43.469</i>	<i>46.230</i>	<i>49.602</i>	<i>55.744</i>	<i>8,2%</i>
<i>Var. %</i>		<i>9,9%</i>	<i>5,2%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,3%</i>	<i>12,4%</i>	
EBIT (Mn €)	7.026	8.026	8.856	9.608	10.387	11.242	9,9%
Var. %		14,2%	10,3%	8,5%	8,1%	8,2%	
<i>Consenso</i>	<i>7.026</i>	<i>7.986</i>	<i>8.766</i>	<i>9.507</i>	<i>10.516</i>	<i>11.568</i>	<i>10,5%</i>
<i>Var. %</i>		<i>13,7%</i>	<i>9,8%</i>	<i>8,5%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,0%</i>	
<b>Variación vs Anterior</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	
Ventas	0,4%	3,8%	4,8%	5,2%	6,0%	7,0%	
EBIT	2,6%	7,7%	9,2%	9,8%	10,7%	12,3%	
<b>Moda y Piel</b>							
	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>TACC'16/21e</b>
Ventas (Mn €)	12.775	14.230	15.297	16.291	17.310	18.392	7,6%
Var. %		11,4%	7,5%	6,5%	6,3%	6,3%	
EBIT (Mn €)	3.873	4.428	4.852	5.232	5.629	6.054	9,3%
Var. %		14,3%	9,6%	7,8%	7,6%	7,6%	
Margen EBIT	30,3%	31,1%	31,7%	32,1%	32,5%	32,9%	
<b>Anterior</b>							
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>TACC'16/21e</b>
Ventas (Mn €)	12.714	13.597	14.345	15.134	15.967	16.845	5,8%
Var. %		6,9%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
EBIT (Mn €)	3.584	3.941	4.230	4.523	4.820	5.135	7,5%
Var. %		10,0%	7,3%	6,9%	6,6%	6,5%	
Margen EBIT	28,2%	29,0%	29,5%	29,9%	30,2%	30,5%	
<b>Vino y espirituosos</b>							
	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>TACC'16/21e</b>
Ventas (Mn €)	4.835	5.221	5.592	5.989	6.414	6.869	7,3%
Var. %		8,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	
EBIT (Mn €)	1.504	1.650	1.790	1.935	2.091	2.260	8,5%
Var. %		9,7%	8,5%	8,1%	8,1%	8,1%	
Margen EBIT	31,1%	31,6%	32,0%	32,3%	32,6%	32,9%	
<b>Anterior</b>							
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>TACC'16/21e</b>
Ventas (Mn €)	4.891	5.115	5.447	5.801	6.178	6.580	6,1%
Var. %		4,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
EBIT (Mn €)	1.478	1.571	1.695	1.822	1.953	2.093	7,2%
Var. %		6,3%	7,9%	7,5%	7,2%	7,2%	
Margen EBIT	30,2%	30,7%	31,1%	31,4%	31,6%	31,8%	

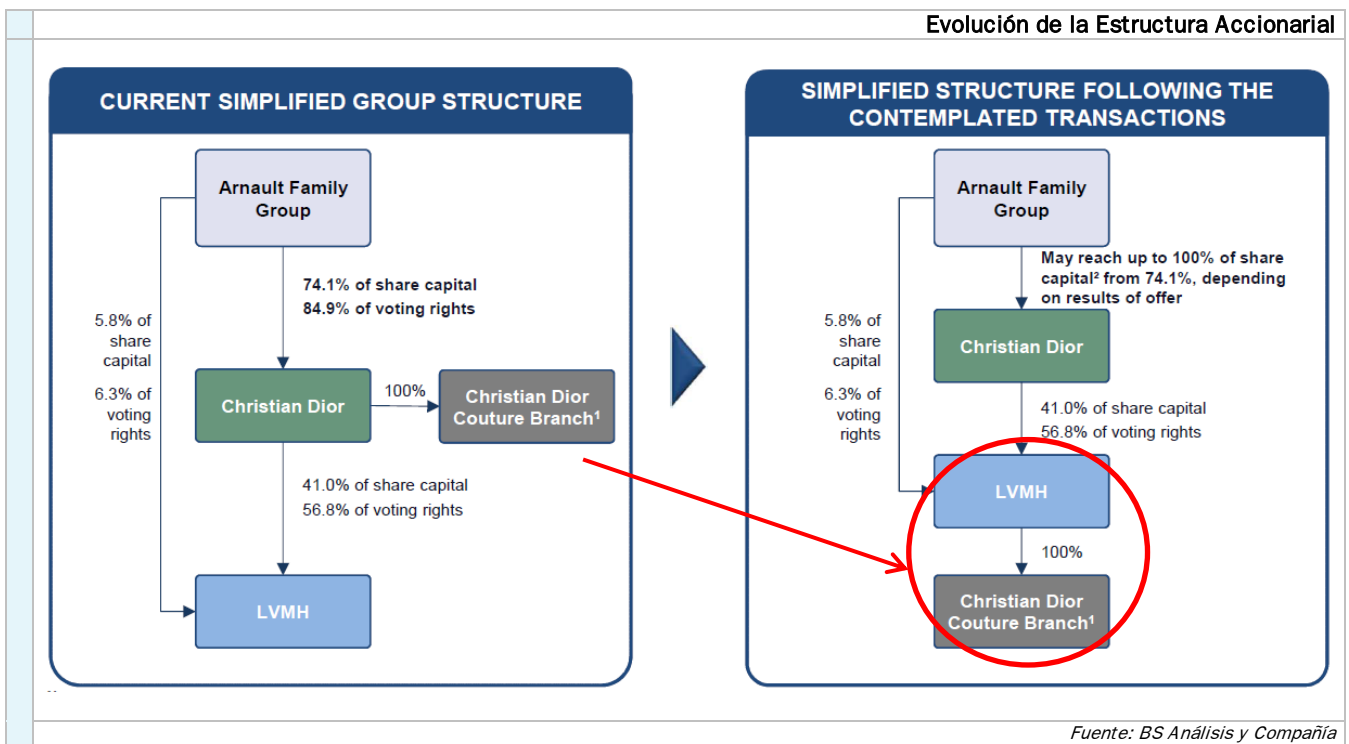
Fuente: BS Análisis y Factset

**2. CHRISTIAN DIOR COUTURE, UNA ADQUISICIÓN CON TODO EL SENTIDO**

LVMH anunció a finales de abril un acuerdo de intenciones (MoU) para la adquisición de la marca “Christian Dior Couture” (CDC), actividad similar a la de Moda y Piel de LVMH, por un EV de 6.500 M euros (~15,6x EBITDA vs ~12x de LVMH).

**Esta operación se enmarca a priori dentro de un proceso de reestructuración y simplificación de las participaciones del Grupo Arnault, que explicamos brevemente a continuación:**

- En una primera fase, **el Grupo Arnault realiza una oferta por los minoritarios de Christian Dior** (~26% del capital que no posee) con una prima del +15% sobre la cotización de Christian Dior del día antes de conocerse la operación (+19% vs media de 1m anterior y +26% vs media de 3m).
- **Posteriormente LVMH comprará CDC por un EV de 6.500 M euros pasando a integrarse en la estructura de LVMH** (ver gráfico a continuación). Además, como parte de la operación LVMH contará con un crédito por parte del holding Christian Dior por el importe comentado, a un tipo de interés del 1% y por un periodo máximo de 24 meses, lo que le otorga una importante flexibilidad temporal para refinanciar la operación.
- Los Consejos de Administración de ambas compañías apoyan unánimemente la operación.
- Se espera cerrar la compra en 2S'17.

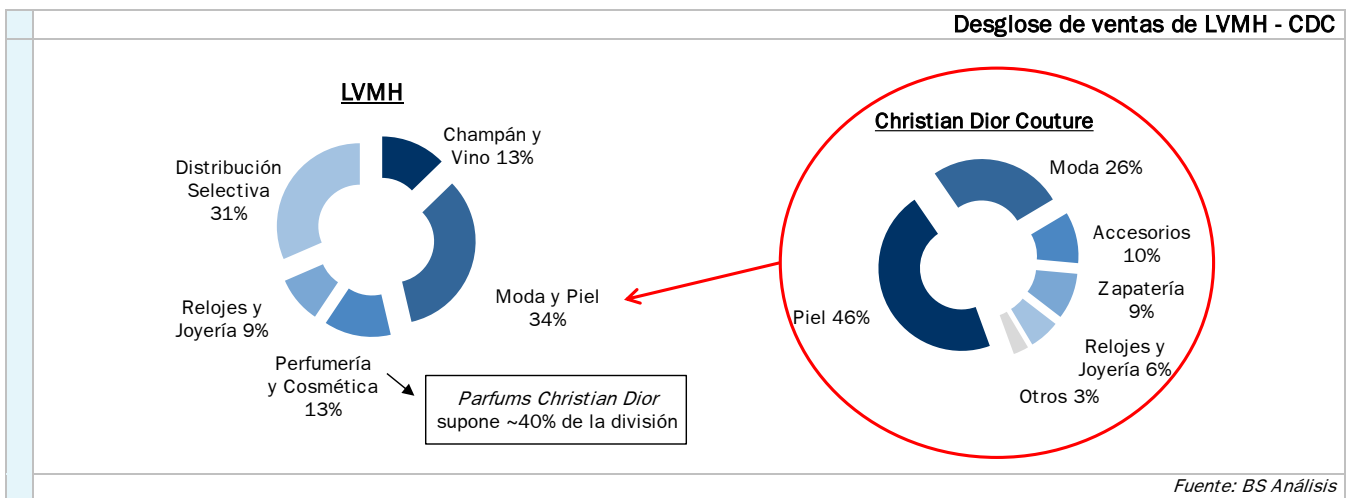


*CDC - Adquisición estratégicamente positiva*

Sin embargo, consideramos que las **implicaciones** van mucho más allá de esa simplificación de participaciones, siendo **en todos los aspectos positivas**, tal y como analizamos a continuación:

- **Refuerza la exposición de LVMH a uno de los mercados de mayor crecimiento** dentro del sector del lujo como es el de **Moda y Piel**, con una de las marcas más emblemáticas y prestigiosas a nivel mundial y con un reconocimiento comparable a pocas otras marcas en el sector. Una muestra de ello es que cuenta con ~200 tiendas en propiedad con excepcional localización y que ~93% de sus ventas se realizan a través de éstas (vs ~64% en el caso de Moda y Piel de LVMH). No hay que olvidar **la venta directa** a través de tiendas propias asegura un **mayor control de la distribución y de la imagen de marca**.

- A pesar del tamaño “limitado” de CDC, que **genera unas ventas anuales de ~2.000 M euros y supone ~5% de las ventas de LVMH** (~16% de la división de Moda y Piel), lo más relevante es el **espectacular crecimiento que ha experimentado estos últimos años con un +14% TACC'11/16 en ventas**, muy superior al +8% de la división de Moda y Piel de LVMH (TACC'11/16), y **que continúa a día de hoy con un +17% en ventas 1T'17 vs +15% Moda y Piel de LVMH**.
- Además, gracias a esta operación **se reagruparán las dos actividades de Christian Dior** ya que el negocio de perfumería y cosmética ya estaba integrado en LVMH (ver gráfico inferior). Así, Christian Dior se convierte en la **segunda marca más relevante del Grupo** con unas ventas de ~4.000/5.000M euros por detrás de Louis Vuitton (~8.000 M euros), **lo que le permitirá realizar una gestión global de la misma** (algo que hasta ahora no podría hacer).



*Impacto positivo en BPA (~+3%) y limitado en endeudamiento (1,1x DN/EBITDA Proforma)*

- **A nivel financiero, tiene un impacto positivo en BPA del +3% desde el primer año** (ver tabla inferior) **y sin tener en cuenta sinergias**. En este sentido y de acuerdo con los comentarios de la conference, **entendemos que éstas no serán significativas** dado que el objetivo último de LVMH cuando realiza adquisiciones no es recortar costes. No obstante, la compañía sí comentó que podrían generarse por el hecho de pertenecer a un Grupo más relevante como es LVMH (centralización de inversiones en publicidad y márketing, proveedores, financiación,...). En todo caso, nosotros no incluiremos CDC en las estimaciones de LVMH hasta que no cierren la operación.

Además, **el impacto es limitado a nivel de endeudamiento** dado el tamaño de la operación (<6% de la capitalización de LVMH) y a su sólida posición financiera (~1,1x datos proforma vs ~0,4x en 2016), **no poniendo en riesgo su política de dividendos** (ver apartado de Situación Financiera en pág. 9).

<b>Impacto en PyG (Datos Proforma)</b>					
	<b>LVMH</b>	<b>CDC</b>			
	<b>2016</b>	<b>31/03/17 (*)</b>	<b>Operación</b>	<b>Datos Proforma</b>	<b>vs LVMH</b>
<b>Ventas</b>	<b>37.600</b>	<b>2.000</b>		<b>39.600</b>	<b>5,3%</b>
EBITDA	9.169	418		9.587	4,6%
Margen EBITDA	24,4%	20,9%		24,2%	
<b>EBIT</b>	<b>7.026</b>	<b>252</b>		<b>7.278</b>	<b>3,6%</b>
Margen EBIT	18,7%	12,6%		18,4%	
Financieros (1%)			-65	-65	
<b>BAI</b>	<b>6.472</b>			<b>6.659</b>	<b>2,9%</b>
Impuestos	-2.109			-2.170	
Tasa fiscal (%)	-32,6%			-32,6%	
Minoritarios	-382			-382	
<b>B° Neto</b>	<b>3.981</b>			<b>4.107</b>	<b>3,2%</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>3.835</b>		<b>6.500</b>	<b>10.335</b>	
<b>DN/EBITDA (x)</b>	<b>0,4</b>			<b>1,1</b>	

(\*) Periodo de 12 meses a 31 de Marzo  
*Fuente: BS Análisis*

*Impacto positivo en valoración de ~+3%*

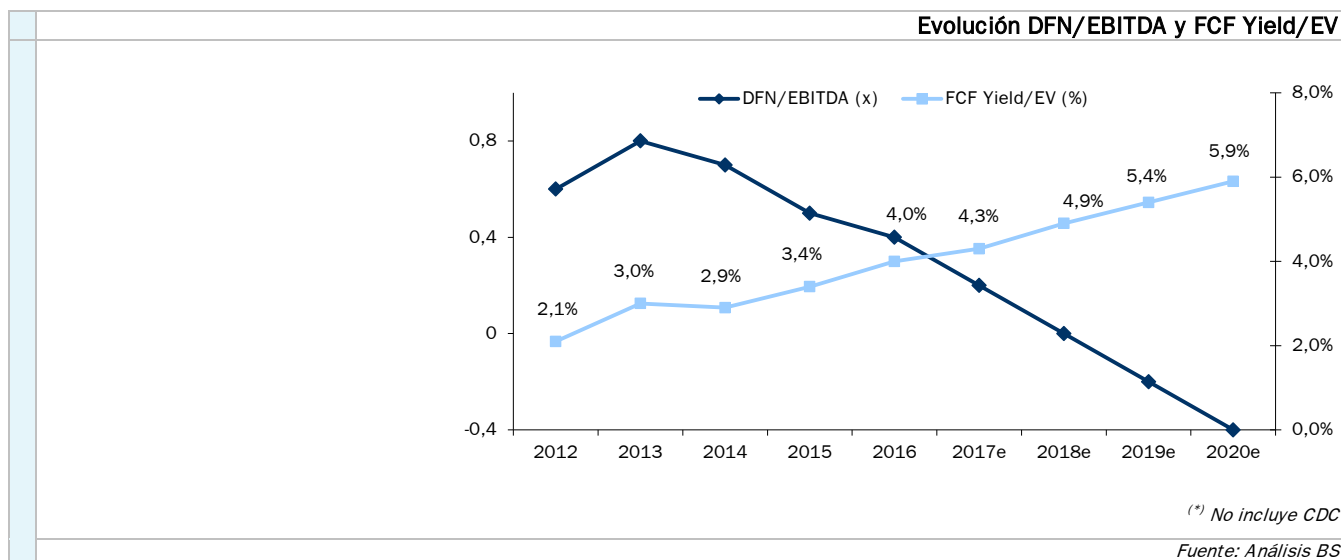
- **En términos de valoración, creemos que el múltiplo EV/EBITDA de ~15,6x al que se realiza esta operación es atractivo y genera valor.** Consideramos que este tipo de marcas/negocios con **fuerte recurrencia y estabilidad pueden justificar múltiplos más elevados de hasta ~18/20x EV/EBITDA** más aún si tenemos en cuenta el track récord de la compañía y el potencial de crecimiento. En este sentido, LVMH comentó que CDC ya ha realizado las inversiones más relevantes estos últimos años, principalmente en América, China y Japón, lo que debería contribuir a mantener ese ritmo de crecimiento (superior al del sector) y por tanto, a pagar múltiplos más elevados. Por último y, **en lo que respecta a las sinergias, creemos que podrían llegar a generar ~4% de las ventas de CDC simplemente por el hecho de poder gestionar la marca de forma global y beneficiarse de la estructura de un Grupo como LVMH** a nivel de negociación con proveedores. **Con esto estimamos un impacto positivo en valoración de ~+3%.**

**3. SITUACIÓN FINANCIERA**

**DEUDA Y GENERACIÓN DE CAJA**

*Holgada situación financiera (0,4x DFN/EBITDA)*

Cuenta con una sólida posición financiera de **0,4x DFN/EBITDA 2016** (vs 0,5x en 2015) y una elevada generación de FCL (FCF yield 2017/19 BS(e) ~5%) que le permite afrontar adquisiciones como la que acaba de realizar de Christian Dior Couture (EV ~6.500 M euros o ~5% del EV de LVMH) sin comprometer su solidez financiera (~1,1x DN/EBITDA proforma tras esta compra) ni poner en riesgo la remuneración al accionista. Esto, unido a que su política de adquisiciones es muy selectiva y de tamaño limitado, como veremos a continuación, nos lleva a pensar que **esa fortaleza financiera no va a cambiar** (ver gráfico inferior).



**Adquisiciones muy selectivas**

*Adquisiciones selectivas que, por tamaño, no ponen en riesgo su fortaleza financiera*

En relación a su política de adquisiciones, LVMH contempla esta vía como alternativa al crecimiento orgánico pero de forma selectiva para complementar su cartera de marcas y/o productos. No obstante y, a pesar de que los múltiplos pagados en éstas suelen ser elevados y superiores a los de LVMH, en ningún momento el tamaño de las adquisiciones ha sido significativo como para poner en riesgo su perfil financiero. De hecho, las operaciones más relevantes realizadas en estos últimos años han sido la adquisición de Bulgari por 3.400 M euros en 2011 (~40x PER vs ~19x de LVMH) y la compra del 80% de Loro Piana por 2.000 M euros en 2013 (~19x EV/EBITDA vs 9x de LVMH ajustado por Hermès), que en conjunto supusieron ~7% de la capitalización de LVMH. Más recientemente (oct'16) LVMH compró el 80% de Rimowa (fabricante alemán de maletas de alta gama) por 640 M euros (~0,7% del EV de LVMH; ~2x EV/Ventas, en línea con LVMH).

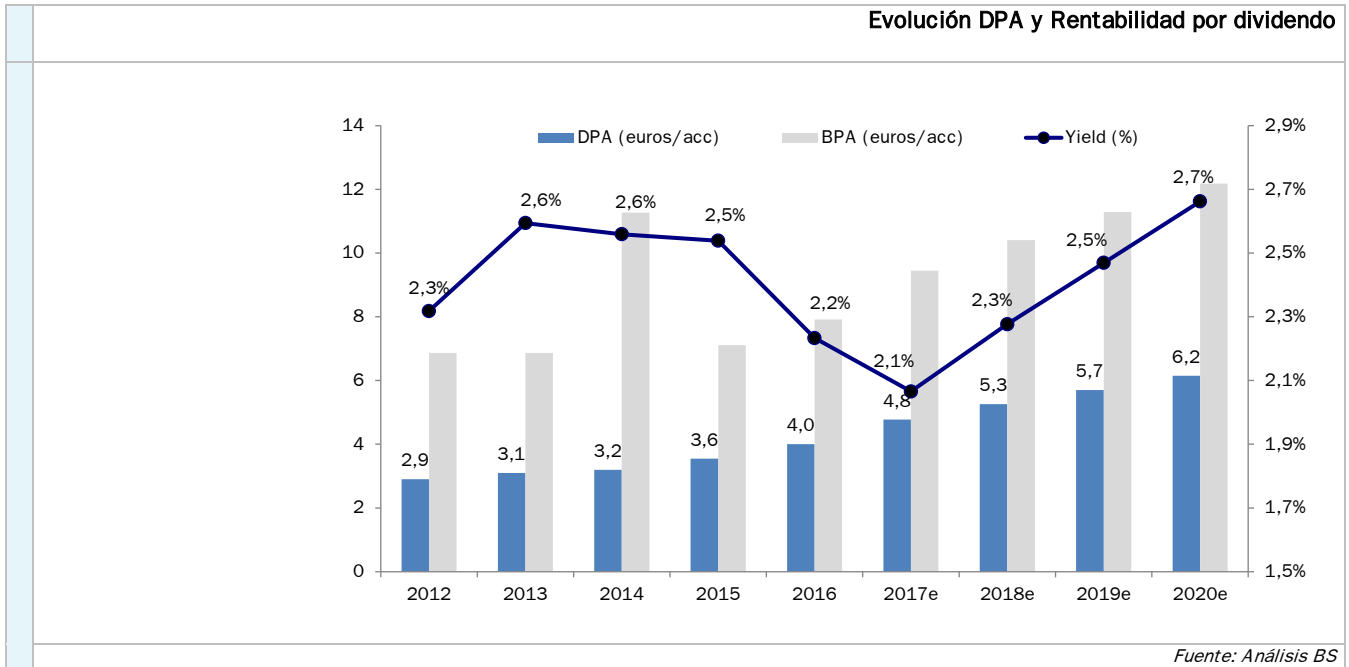
**Nuestra conclusión** es que aunque probablemente LVMH continuará haciendo adquisiciones a múltiplos elevados (algo que se compensará con el encaje estratégico de las mismas, generación de sinergias y creación de valor), **el riesgo es muy limitado por (i) su posición financiera** (0,4x DFN/EBITDA'16 o ~1,1x Proforma tras compra de CDC), **(ii) el tamaño de las operaciones** (no significativo para LVMH), **y (iii) su elevada generación de caja** (FCL yield/EV'17/19 BS(e) ~5%). Además, no debemos olvidar el hecho de que cuente con un accionista de referencia estable (46,5% en manos del Grupo Arnault), cuyo objetivo pensamos que claramente se encuentra en la creación de valor, también limita en cierta parte este riesgo.



**REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA**

*Estimamos un pay-out estable en el ~50%*

LVMH actualmente reparte un ~50% del BDI como dividendo, lo que supone una rentabilidad del ~2,1%. Esta cifra de **pay-out se ha mantenido estable en los últimos años** (pay-out medio del 47% en 2009/16) **y siempre ha supuesto un DPA creciente. Nosotros contemplamos a futuro mantener el pay-out en el 50%** (ver gráfico a continuación), que mantendrá la yield entre el 2,0% y el 3,0%.



También comentar que, a pesar de no estar recogido en el gráfico, **LVMH repartió entre sus accionistas en diciembre de 2014 la participación que tenía en Hermès (23%) como dividendo especial** (2 acciones de Hermès por cada 41 acciones de LVMH), lo que supuso una **rentabilidad adicional para el accionista de LVMH del 9%** y que en **nov'16 anunció una recompra de acciones de 300 M euros (~0,4% de la capitalización)** a realizar en tan solo mes y medio (17-nov/31-dic'16).

*A medio plazo podrían aumentar la rentabilidad al accionista (recompra de acciones o efectivo)*

**Por ello, nosotros pensamos que a medio plazo** y, en ausencia de operaciones corporativas que puedan elevar los niveles de endeudamiento de forma relevante (algo que no es habitual), **no descartamos que pudieran realizar nuevamente el reparto de algún dividendo extraordinario** (efectivo o recompra de acciones) dada la holgada situación financiera de la compañía y la elevada generación de FCL comentada.

**4. VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD**

*Elevamos P.O. hasta 252,0 euros/acc. (+22% vs anterior y +9% potencial)*

**Elevamos P.O. hasta 252,00 euros/acc.** (+22% vs anterior y +11% potencial) **tras la revisión en estimaciones comentada** (+14% impacto en P.O.) **y la mejora de la gestión del circulante** que sigue realizando la compañía (~18% de las ventas en 2016 vs ~20% BS(e) y ~21% histórico; +4% impacto en P.O.). **Además, también hemos incluido la adquisición de CDC que, como hemos comentado antes, estimamos que podría tener un impacto positivo en valoración de ~8 euros/acc** (+3% impacto).

Otros ajustes menos relevantes por su impacto en P.O. provienen de la actualización de la DN a cierre de 2016 (3.835 M euros) y los minoritarios (7.877 M euros). Respecto a estos últimos, comentar que esta cifra se corresponde con los compromisos de recompra de participaciones (actualizadas de acuerdo a la evolución de comparables por parte de LVMH) siendo las más relevantes: 34% de Mötet Hennessy y 20% de Loro Piana.

Valoración por DCF						
	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	[...] Valor terminal
<b>NOPLAT</b>	5.575	6.161	6.693	7.245	7.845	
+ Amortizaciones	2.332	2.318	2.322	2.343	2.377	
- Variación de Circulante	-475	-277	-297	-321	-354	
- Inversiones	-2.260	-2.341	-2.427	-2.520	-2.622	
<b>FCF</b>	<b>5.171</b>	<b>5.861</b>	<b>6.291</b>	<b>6.746</b>	<b>7.246</b>	
Flujo Descontado	5.171	5.455	5.449	5.438	5.436	
Término residual descontado						108.066
<b>EV</b>	135.014					
- DFN	3.835					
- Minoritarios	7.877					
- Provisiones	1.200					
+ Impacto CDC	4.121					
<b>Valor total</b>	126.223					
<b>Por acción (euros/acc.)</b>	<b>252,0</b>					
						<b>Hipótesis</b>
						WACC 7,5%
						g 2,2%

Fuente: BS Análisis. Metodología: modelos propios BS Análisis

**ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD**

A continuación mostramos la **sensibilidad del P.O. al crecimiento orgánico en ventas TACC'16/21e** frente a nuestra estimación del +6,7% (vs +6,1% en 2015), **y al margen operativo** que estimamos como recurrente en 2021 (21,3% BS(e) vs 18,7% en 2016). *Ceteris paribus la cotización actual no estaría asumiendo mejoras operativas más allá de las que esperamos en 2017* por efecto apalancamiento operativo (margen EBIT~19,5%) y que en todo caso creemos que se darán dada la fortaleza de la demanda en el sector, que puede llevar a una mayor diferenciación y exclusividad vía precios, y la reestructuración/reposicionamiento de marcas relevantes en Moda y Piel.

Sensibilidad a margen EBIT/Ventas y crecimiento en Ventas						
		Ventas TACC'16/21				
		4,7%	5,7%	6,7%	7,7%	8,7%
<b>Margen EBIT</b>	<b>18,3%</b>	193,5	198,7	204,4	209,2	214,4
	<b>19,3%</b>	207,7	213,6	220,1	225,8	231,9
	<b>20,3%</b>	221,8	228,4	235,9	242,3	249,3
	<b>21,3%</b>	236,3	145,9	<b>252,0</b>	259,2	260,5
	<b>22,3%</b>	250,0	258,4	267,5	275,4	284,3
	<b>23,3%</b>	264,2	273,2	283,2	292,1	301,8
	<b>24,3%</b>	278,4	288,1	299,0	308,6	319,3

Fuente: BS Análisis. Metodología: modelos propios BS Análisis

**5. RATIOS Y COMPARABLES**

LVMH cotiza con un descuento del -4% en PER'17e frente a comparables (vs históricamente en línea) pero con mejores perspectivas (TACC'16/19e en BDI del +13% vs +11% del sector). De tomar los múltiplos del sector e incluir el impacto positivo de la compra de CDC, LVMH debería cotizar un +11% por encima de los precios actuales.

Comparables de mercado											
COMPARABLES	Capitalización	PER Ajust. 17e/18e		EV/Ventas 17e/18e		EV/EBITDA 17e/18e		EV/EBIT 17e/18e		Yield 17e/18e	
<b>LVMH</b>	<b>114.572</b>	<b>24,1x</b>	<b>21,9x</b>	<b>2,9x</b>	<b>2,7x</b>	<b>12,0x</b>	<b>10,9x</b>	<b>15,0x</b>	<b>13,5x</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,2%</b>
Hermes	45.202	37,0x	34,3x	7,5x	6,9x	20,6x	18,7x	23,2x	21,0x	1,0%	1,1%
Christian Dior	45.078	20,4x	17,8x	1,1x	1,0x	4,6x	4,0x	5,9x	5,0x	1,8%	1,8%
Richemont	41.264	24,8x	21,7x	3,2x	3,0x	13,7x	12,2x	17,3x	15,1x	2,5%	2,8%
Kering	36.198	21,2x	18,7x	2,8x	2,5x	13,8x	12,1x	16,2x	14,2x	1,9%	2,1%
Pernod Ricard	31.758	21,2x	19,4x	4,5x	4,2x	15,1x	14,0x	16,5x	15,3x	1,7%	1,8%
Luxottica Group	25.700	27,7x	25,7x	2,8x	2,6x	13,2x	12,3x	17,9x	16,5x	1,8%	2,0%
Swatch Group	19.150	26,1x	21,1x	2,5x	2,4x	13,3x	11,3x	19,3x	15,7x	1,9%	2,0%
Coach	11.287	20,9x	18,8x	2,6x	2,4x	11,2x	10,0x	14,0x	12,3x	2,8%	2,9%
Tiffany & Co.	10.193	23,0x	20,9x	2,8x	2,6x	11,4x	10,5x	14,5x	13,3x	2,1%	2,2%
Prada	9.964	28,3x	25,3x	3,0x	2,8x	13,1x	11,9x	19,4x	17,0x	2,9%	3,0%
Burberry Group	8.372	21,2x	20,2x	2,4x	2,2x	11,0x	10,3x	14,4x	13,6x	2,3%	2,5%
Hugo Boss	4.736	19,4x	18,0x	1,8x	1,7x	9,9x	9,3x	14,9x	13,7x	4,0%	4,3%
Remy Cointreau	4.696	36,7x	31,2x	4,7x	4,4x	22,2x	19,7x	24,5x	21,7x	1,8%	2,0%
TOD'S	2.101	22,9x	20,9x	2,1x	2,0x	11,4x	10,5x	15,9x	14,3x	2,8%	3,1%
<b>Media Ponderada</b>	<b>410.271</b>	<b>25,0x</b>	<b>22,5x</b>	<b>3,3x</b>	<b>3,1x</b>	<b>12,9x</b>	<b>11,6x</b>	<b>15,9x</b>	<b>14,2x</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,1%</b>

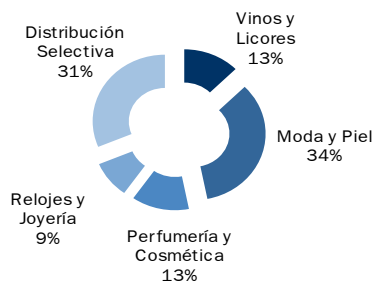
Fuente: BS Análisis y Factset

**6. DATOS FINANCIEROS**

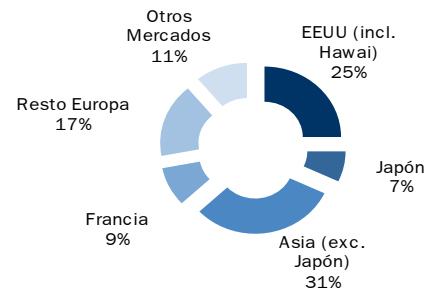
PERDIDAS Y GANANCIAS	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	TACC 16/19
<b>Ventas</b>	30.638,0	35.664,0	37.600,0	41.099,7	43.635,3	46.411,5	<b>7,3%</b>
<i>Crec%</i>	5,6%	16,4%	5,4%	9,3%	6,2%	6,4%	
<b>EBITDA</b>	7.610,0	8.686,0	9.169,0	10.358,1	11.174,0	11.930,1	<b>9,2%</b>
<i>Crec%</i>	1,9%	14,1%	5,6%	13,0%	7,9%	6,8%	
<i>Margen EBITDA</i>	24,8%	24,4%	24,4%	25,2%	25,6%	25,7%	
<b>EBIT</b>	5.431,0	6.384,0	6.904,0	7.964,8	8.801,5	9.561,3	<b>11,5%</b>
<i>Crec%</i>	-7,9%	17,5%	8,1%	15,4%	10,5%	8,6%	
<i>Margen EBIT</i>	17,7%	17,9%	18,4%	19,4%	20,2%	20,6%	
<b>Gastos financieros netos</b>	2.947,0	-414,0	-432,0	-244,6	-291,4	-332,4	<b>-8,4%</b>
<i>Crec%</i>	-50,0%	-114,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<b>Impuestos</b>	-2.273,0	-1.969,0	-2.109,0	-2.515,0	-2.773,0	-3.007,0	<b>12,6%</b>
<i>Tasa Impositiva (%)</i>	-27,1%	-33,0%	-32,6%	-32,6%	-32,6%	-32,6%	
<b>Minoritarios s/ BAI (%)</b>	-11,2%	-18,1%	-14,1%	-14,1%	-14,1%	-14,1%	
<b>BDI</b>	5.648,0	3.573,0	3.981,0	4.748,8	5.234,7	5.676,8	<b>12,6%</b>
Nº Accs medio	501,3	502,4	502,9	502,9	502,9	502,9	
BPA	11,27 €	7,11 €	7,92 €	9,44 €	10,41 €	11,29 €	<b>12,6%</b>
<i>Crec%</i>	64,0%	-36,9%	11,3%	19,3%	10,2%	8,4%	
BPA Ajust.	11,27 €	7,11 €	7,92 €	9,44 €	10,41 €	11,29 €	<b>12,6%</b>
<i>Crec%</i>	64,0%	-36,9%	11,3%	19,3%	10,2%	8,4%	
<b>DPA</b>	3,20 €	3,55 €	4,00 €	4,77 €	5,26 €	5,70 €	<b>12,6%</b>
<i>Payout (%)</i>	56,5%	49,9%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%	
<i>Yield (%)</i>	1,4%	1,6%	1,8%	2,1%	2,3%	2,5%	
<b>Capex</b>	1.775,0	1.955,0	2.265,0	2.260,5	2.341,0	2.427,3	<b>2,3%</b>
<b>FLUJOS DE TESORERIA (M euros)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>TACC 16/19</b>
<b>BDI</b>	5.648,0	3.573,0	3.981,0	4.748,8	5.234,7	5.676,8	<b>12,6%</b>
+Amortizaciones	2.179,0	2.302,0	2.265,0	2.393,3	2.372,5	2.368,8	<b>1,5%</b>
-Variación Circulante Neto	351,0	484,0	-147,0	475,1	276,8	297,3	<b>-226,5%</b>
-Total Inversiones brutas	1.775,0	1.955,0	2.265,0	2.260,5	2.341,0	2.427,3	<b>2,3%</b>
+/- Desinversiones y otros Ajustes	-3.622,8	-1.186,5	-1.265,4	-411,6	-54,5	-46,4	<b>n.a.</b>
<b>Cash Flow Libre Operativo</b>	2.078,2	2.249,5	2.862,6	3.994,8	4.934,7	5.274,6	<b>22,6%</b>
-Dividendos	1.604,2	1.783,5	2.011,6	2.399,6	2.645,1	2.868,6	<b>12,6%</b>
<b>Cash Flow Libre (después de dividen)</b>	474,0	466,0	851,0	1.595,2	2.289,6	2.406,0	<b>41,4%</b>
<b>BALANCE (M Euros)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>TACC 16/19</b>
<b>Activo fijo</b>	23.418,0	24.729,0	25.474,0	25.402,9	25.425,9	25.530,9	<b>0,1%</b>
<b>Circulante neto</b>	6.033,0	6.426,0	6.491,0	6.966,1	7.242,9	7.540,3	<b>5,1%</b>
<i>% circulante neto / Ventas</i>	19,7%	18,0%	17,3%	16,9%	16,6%	16,2%	
<b>Patrimonio neto atribuible</b>	20.523,0	22.879,0	24.883,0	26.776,5	28.863,7	31.127,3	<b>7,7%</b>
<b>Minoritarios</b>	1.240,0	1.460,0	1.510,0	1.965,7	2.468,0	3.012,7	<b>25,9%</b>
<b>Deuda Neta</b>	5.152,0	4.686,0	3.835,0	2.239,8	-49,8	-2.455,9	<b>n.a.</b>
<i>Deuda Neta / Equity</i>	0,2x	0,2x	0,1x	0,1x	0,0x	-0,1x	
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	0,7x	0,5x	0,4x	0,2x	0,0x	-0,2x	
<i>% circulante neto / Ventas</i>	19,7%	18,0%	17,3%	16,9%	16,6%	16,2%	
<b>ROE</b>	26,0%	14,7%	15,1%	16,5%	16,7%	16,6%	
<b>ROCE</b>	13,5%	14,7%	15,2%	16,9%	18,3%	19,3%	
<b>RATIOS DE MERCADO</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	
<b>EV/Ventas</b>	3,94x	3,38x	3,19x	2,89x	2,68x	2,48x	
<b>EV/EBITDA</b>	15,86x	13,90x	13,09x	11,48x	10,48x	9,66x	
<b>ROCE/WACC</b>	1,81x	1,97x	2,04x	2,27x	2,45x	2,59x	
<b>PER</b>	20,24x	32,06x	28,80x	24,15x	21,90x	20,20x	
<b>PER Ajustado</b>	20,24x	32,06x	28,80x	24,15x	21,90x	20,20x	
<b>P/CF</b>	15,15x	20,26x	18,72x	16,19x	15,18x	14,33x	
<b>P/VC</b>	5,25x	4,71x	4,34x	3,99x	3,66x	3,36x	
<b>FCF Yield</b>	3,0%	3,4%	4,0%	4,4%	5,0%	5,5%	

**7. DATOS OPERATIVOS**

**VENTAS POR ACTIVIDAD 2017 BS(e)**



**VENTAS POR ZONA 1T'17**



**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  
Virgínia 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](http://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 Estados Unidos, 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.