

Fecha y hora de producción: 14 de noviembre de 2016 (08:11 CET)

NOTICIAS

POST 3T Hispania

Sacyr (Buy) Visita a la compañía

Banco Santander (Buy) Posible recompra del 50% de su gestora

Cellnex Telecom (Buy) Caída excesiva y no justificada

Euskaltel (Buy) El flujo inversor se incrementa...

Mediaset Espana (Buy) Potencia su área digital con MTMAD

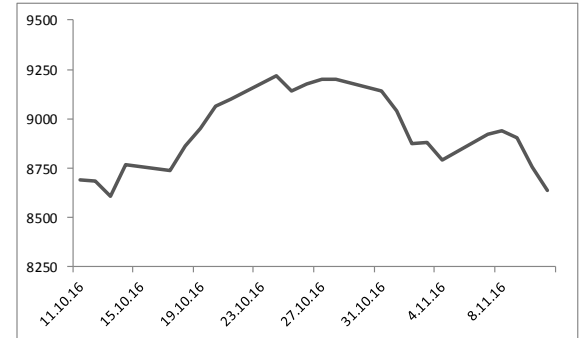
MEDIA La UE avala el modelo de financiación de RTVE

Principales Índices

	Last	1 Day	5 Days	12 M	2016	P/E'16e	DY'16e
France CAC 40	4489.27	-0.92%	2.55%	-9.35%	-3.19%	14.6	3.7
Germany DAX	10667.95	0.36%	3.98%	-2.20%	-0.70%	13.2	2.9
Euro STOXX 50	3030.02	-0.54%	2.56%	-12.13%	-7.27%	14.7	3.8
Spain IBEX 35	8639.2	-1.34%	-1.73%	-16.75%	-9.48%	15.4	4.4
DJ Industrial Average	18847.66	0.21%	5.36%	6.47%	8.16%	17.4	2.5
NASDAQ Comp Index	5237.113	0.54%	3.78%	3.36%	4.59%	22.7	1.2
Japan Nikkei 225*	17374.79	0.18%	2.78%	-11.76%	-8.72%	17.8	1.9
FTSE 100 Fixed	6730.43	-1.43%	0.56%	6.88%	7.82%	17.4	4.4
S&P 500 Index Fixed	2164.45	-0.14%	3.80%	-10.88%	5.90%	18.4	2.1
STOXX Europe 600	337.5	-0.41%	2.65%	4.31%	-7.74%	16.2	3.6

Source: Factset. * Last

Ibex 35 último 30 días



Divisas y Materias Primas

	Last	1 Day	5 Days	12 M	2016
Euro/Dollar	1.09	-0.22%	-2.41%	1.18%	-0.07%
Euro/Pound	0.86	-1.04%	-2.71%	22.17%	17.01%
EUR/Yen	115.71	-0.10%	0.98%	-12.25%	-11.45%
Brent Oil \$	44.72	-2.4%	3.9%	-0.6%	22.2%
Gold (\$/oz.)	1223.5	-3.3%	-6.1%	12.8%	15.4%

Source: Factset.

Bonos

	Last	1 Day	5 Days	12 M
Spanish 2YB	-0.22%	0.90	-2.90	-28.80
Spanish 10YB	1.25%	0.90	5.90	-72.40
German 10YB	0.202%	1.60	7.20	-45.80
Spread	1.05%	-0.70	-1.30	-26.60
US 10YB	2.06%	20.60	25.82	-28.38

Source: Factset.

EuroStoxx Sectors

	Last	1 Day	5 Days	12 M	2016
Automobiles & Parts	468.5	2.0%	2.5%	-10.3%	-13.6%
Banks	106.7	-0.8%	6.2%	-23.5%	-16.5%
Basic Resources	204.0	-2.3%	6.6%	23.4%	34.5%
Chemicals	931.7	-0.3%	4.0%	-8.9%	-1.7%
Construction & Materials	383.3	-1.7%	2.8%	1.9%	2.2%
Financial Services	337.5	0.0%	6.4%	-10.3%	-8.4%
Food & Beverage	544.4	0.3%	-3.3%	-11.6%	-10.5%
Health Care	785.4	-0.7%	4.1%	-7.7%	-3.4%
Industrial Goods & Services	656.6	-1.0%	3.5%	2.3%	4.9%
Insurance	232.2	0.3%	9.5%	-10.7%	-11.1%
Media	206.4	-0.5%	0.2%	-14.7%	-11.8%
Oil & Gas	280.6	-2.1%	0.5%	-5.5%	3.4%
Personal & Household Goods	649.6	-0.4%	-1.7%	-3.8%	3.7%
Real Estate	211.6	0.9%	-3.2%	-6.4%	-5.0%
Retail	457.5	0.6%	-1.2%	-4.4%	0.7%
Techonology	369.6	-1.3%	-0.4%	-6.4%	-6.1%
Telecommunications	304.2	-0.9%	-2.2%	-21.5%	-16.3%
Travel & Leisure	199.7	-0.5%	2.5%	-7.3%	-11.0%
Utilities	228.0	-0.1%	-5.1%	-14.9%	-14.0%

Source: Factset

El mercado y coyuntura

Los mercados se toman un respiro a la puerta de máximos, con buenas noticias desde Japón: La semana después del inesperado triunfo de Trump, se salda con una subida de entre el 5% y el 3,8% en los índices americano, que deja **nuevos máximos en el Dow Jones**, apoyado por el supuesto apoyo que la industria obtendrá de más proteccionismo, mientras que **el S&P no ha podido aún superar sus máximos** por las energéticas y las empresas de tecnología. En Europa, la primera semana post Trump, deja una subida media del 2,5% pero con claros ganadores y perdedores. Entre los primeros está el **Dax, beneficiado por la recuperación de las empresas industriales y por los bancos. Entre los perdedores está el Ibox**, ya que sus grandes pesos (Telefónica, BBVA y Santander) obtienen una parte muy significativa de sus resultados de **Latam y esta zona sería en teoría la más afectada si se consuma una política de más proteccionismo comercial en EEUU**. En todo caso, más que las bolsas lo más destacado ha sido el **efecto de catalizador que el cambio político ha tenido en la deuda pública**. Por ofrecer unos ejemplos del movimiento en los bonos a 10 años, el americano ha pasado del entorno del 1,8% al 2,21%, el alemán del 0% al 0,3% y el italiano desde el 1,4% al 2%. **La combinación de un gobierno republicano con las políticas anunciadas de gasto de Trum, ha incrementado la expectativa de inflación y con ello de subidas de tipos**. Está claro que **el mercado se ha decantado por descontar lo bueno de este proceso**, y también es cierto que hasta dentro de dos meses no habrá medidas reales que valorar, **por ello las bolsas deberían mostrar un camino ligeramente positivo hasta final de año**, aunque los mercados europeos se pueden ver perturbados por el próximo referéndum en Italia. Hasta que no haya noticias políticas, la evolución macro va a seguir mandando y en ese sentido los **datos de Japón de esta madrugada han sido muy buenos**. El dato preliminar de crecimiento del PIB en el 3T ha sido del 2,2% anualizado frente a una previsión del +0,8% y frente al 0,7% del 2T. Las exportaciones han sido el factor más dinámico.

Agendas

Macroeconómica

Date	Country	Data	Month	Estimated	Prior
14-Nov	CH	Industrial Production YoY	Oct	6.2%	6.1%
14-Nov	CH	Retail Sales YTD YoY	Oct	10.4%	10.4%
14-Nov	EC	Bloomberg Economic Survey	Nov		
14-Nov	GE	Bloomberg Economic Survey	Nov		
14-Nov	SP	Bloomberg Economic Survey	Nov		
14-Nov	EC	Industrial Production WDA YoY	Sep	0.9%	1.8%
15-Nov	GE	GDP SA QoQ	3Q P	0.3%	0.4%
15-Nov	GE	GDP WDA YoY	3Q P	1.8%	1.8%
15-Nov	GE	GDP NSA YoY	3Q P	1.7%	3.1%
15-Nov	SP	CPI Core MoM	Oct	--	0.0%
15-Nov	SP	CPI Core YoY	Oct	--	0.8%
15-Nov	SP	CPI MoM	Oct F	1.1%	1.1%
15-Nov	SP	CPI YoY	Oct F	0.7%	0.7%
15-Nov	EC	Trade Balance SA	Sep	--	23.3b
15-Nov	EC	Trade Balance NSA	Sep	22.9b	18.4b
15-Nov	GE	ZEW Survey Current Situation	Nov	62.3	59.5
15-Nov	GE	ZEW Survey Expectations	Nov	7.9	6.2
15-Nov	EC	ZEW Survey Expectations	Nov	--	12.3
15-Nov	EC	GDP SA QoQ	3Q P	0.3%	0.3%
15-Nov	EC	GDP SA YoY	3Q P	1.6%	1.6%
15-Nov	US	Empire Manufacturing	Nov	-2.5	-6.8
15-Nov	US	Import Price Index YoY	Oct	-0.3%	-1.1%
15-Nov	US	Business Inventories	Sep	0.2%	0.2%
16-Nov	US	PPI Final Demand MoM	Oct	0.3%	0.3%
16-Nov	US	PPI Final Demand YoY	Oct	1.2%	0.7%
16-Nov	US	Capacity Utilization	Oct	75.5%	75.4%
16-Nov	US	Manufacturing (SIC) Production	Oct	0.3%	0.2%
17-Nov	EC	CPI MoM	Oct	0.3%	0.4%
17-Nov	EC	CPI YoY	Oct F	0.5%	0.4%
17-Nov	EC	CPI Core YoY	Oct F	0.8%	0.8%
17-Nov	US	Bloomberg Economic Survey	Nov		
17-Nov	US	Housing Starts	Oct	1155k	1047k
17-Nov	US	Building Permits	Oct	1195k	1225k
17-Nov	US	CPI MoM	Oct	0.4%	0.3%
17-Nov	US	Initial Jobless Claims	Nov-12	--	254k
17-Nov	US	CPI YoY	Oct	1.6%	1.5%
17-Nov	US	Continuing Claims	Nov-05	--	2041k
17-Nov	US	Philadelphia Fed Business Outlook	Nov	8.0	9.7
17-Nov	US	Bloomberg Economic Expectations	Nov	--	45.0
17-Nov	US	Bloomberg Consumer Comfort	Nov-13	--	45.1
18-Nov	GE	PPI YoY	Oct	-0.9%	-1.4%
18-Nov	EC	ECB Current Account SA	Sep	--	29.7b
18-Nov	EC	Current Account NSA	Sep	--	23.6b
18-Nov	US	Leading Index	Oct	0.1%	0.2%

Source: Bloomberg

Agenda GVC Gaesco Beka, ESN y Compañías

Date	Company / Sector	Description	Location
14-Nov	OHL	3Q'16 Rslts	
15-Nov	NHH	3Q'16 Rslts	
15-Nov	GFT	Client RS	Frankfurt
15-Nov	Besi	X-country RS	Barcelona
15-Nov	Euskaltel	Local Roadshow	Madrid
16-Nov	Analyst: Edwin de Jong	X-country RS	Barcelona
17-Nov	Boskalis	X-country RS	Helsinki
17-Nov	Royal BAM Groep	X-country RS	Zurich
17-Nov	Ence	X-country RS	London

Source Bolsa de Madrid, ESN & Companies. Ex-dividend dates



Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 10.41

closing price as of 10/11/2016

Target price: EUR 14.08

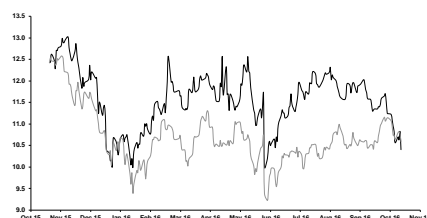
Target Price unchanged

Reuters/Bloomberg

HIS.MC/HIS.SM

Market capitalisation (EURm)	1,128
Current N° of shares (m)	108
Free float	42%
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	240
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	3,744
Price high 12 mth (EUR)	13.02
Price low 12 mth (EUR)	9.99
Abs. perf. 1 mth	-10.07%
Abs. perf. 3 mth	-12.86%
Abs. perf. 12 mth	-16.07%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Gross Rental Income (m)	38	117	133
EBITDA (m)	10	78	95
EBITDA margin	25.9%	66.6%	71.3%
Portfolio Result (m)	78	221	238
Net Financial Result	(4)	(16)	(17)
Net Profit (adj.)(m)	(12)	62	78
Funds From Operations	7	62	78
EPS (adj.)	-0.17	0.65	0.72
DPS	0.00	0.37	0.41
IFRS NAVPS	12.33	14.22	16.53
EPRA NAVPS	11.69	12.50	15.07
Premium/(Discount)	(1.0%)	(26.8%)	(37.1%)
DPS	0.00	0.37	0.41
Earnings adj. yield	nm	6.3%	6.9%
Dividend yield	0.0%	3.5%	3.9%
EV/EBITDA	142.4	20.3	17.8
P/E (adj.)	nm	16.0	14.4
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	2.3	4.9	5.7
Net debt/(cash) (m)	339	290	375
Net Debt/Total Assets	19.7%	13.5%	14.9%



Source: Factset — HISPANIA ACTIVOS INMOBILIARIOS — IGBM (Rebased)

Shareholders: Soros 17%; Paulson 10%; FMR 10%;
Other 22%;

Analyst(s):

Rafael Fernández de Heredia, GVC Gaesco Beka
rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es
+34 91 436 78 08

Buen momentum operativo

Los hechos: Hispania ha publicado los resultados de los 9M16. El EPRA NAV ha registrado un crecimiento del 4,7% (EUR 12,24/Acción vs EUR 11,69 Dic 15). Todas las líneas de la cuenta de resultados crecen de manera importante por las adquisiciones y el crecimiento orgánico.

Nuestro análisis: Las ventas alcanzan los (EUR 100m), el NOI los EUR 77m y el beneficio neto los EUR 136m. El NOI anualizado se eleva a los EUR 101m (excluyendo los hoteles bajo gestión y activos reposicionados) por encima de nuestra estimación total de EUR 97,7m. El grueso del negocio viene de los hoteles en donde la evolución de las magnitudes operativas está siendo muy positiva. En los hoteles de renta fija y variable el RevPar aumenta un 18,5% y en Canarias un 20,5%. Por su parte el aumento del EBITDAR de BAY y Atlantis es del 21%.

En **oficinas** la ocupación ha seguido mejorando (84% vs 77% Dic 15) y la renta media se incrementa un 7%. En **residencial** las nuevas rentas de los activos re-habilitados son superiores, en un 74% en Isla del Cielo y en un 31% en Sanchinarro, al nivel anterior a la reforma. La renta media se incrementa un 7,9% vs 2015 y la ocupación desciende del 86% al 82% en los 9M16. La **deuda neta** asciende a EUR 281m lo que supone un LTV neto del 16%. El **CF operativo** se eleva a EUR 37.4m vs los EUR 4,6m del 1S16. Por su parte el FFO ajustado queda en EUR 32,6m vs los EUR 20,8m del 1S16. El **GAV** se incrementa un 18,1% (EUR 1.684m vs EUR 1.425m en Dic 15) por las nuevas inversiones (+8%), capex (2,3%) y por la revalorización de los activos (8%).

	9M15	9M16	%
Hotels	7.7	81.7	961.7%
Offices	8.6	13.8	59.9%
Residential	3.3	4.7	42.0%
SALES	19.6	100.1	411.2%
	9M15	9M16	%
Hotels	3.5	63.5	1694.7%
Offices	6.7	10.9	62.9%
Residential	2.4	3.1	31.5%
NOI	12.6	77.5	514.5%
ACCOUNT	9M15	9M16	%
Costs	-10.8	-15.2	40.6%
EBITDA	1.8	62.3	-
Financial result	-1.7	-15.8	843.2%
Other	14.4	111.9	-
Taxes	-1.3	-1.9	46.2%
Minoritaries	-0.4	-19.7	-
Net Income	12.9	136.7	959.8%

Source: Hispania

Conclusión: Buenos resultados en especial por el crecimiento orgánico que se registra en todos los productos. Mantenemos la visión positiva en el valor.

Sacyr

Spain/Materials, Construction & Infrastructure

Analyser



Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 2.03

closing price as of 10/11/2016

Target price: EUR 2.02

Target Price unchanged

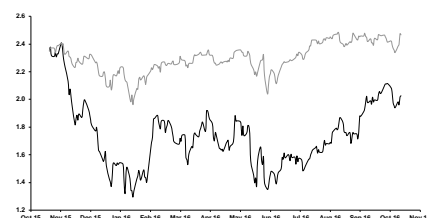
Reuters/Bloomberg

SCYR.MC/SCYR SM

Market capitalisation (EURm)	1,048
Current N° of shares (m)	517
Free float	74%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	5,400
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	12,675
Price high 12 mth (EUR)	2.42
Price low 12 mth (EUR)	1.29
Abs. perf. 1 mth	1.81%
Abs. perf. 3 mth	26.63%
Abs. perf. 12 mth	-16.49%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Sales (m)	2,949	2,973	3,129
EBITDA (m)	318	344	389
EBITDA margin	10.8%	11.6%	12.4%
EBIT (m)	148	230	261
EBIT margin	5.0%	7.7%	8.3%
Net Profit (adj.)(m)	(227)	118	146
ROCE	5.5%	11.1%	11.1%
Net debt/(cash) (m)	4,180	4,019	4,048
Net Debt/Equity	2.2	2.0	1.9
Debt/EBITDA	13.1	11.7	10.4
Int. cover(EBITDA/Fin. int)	1.3	1.5	1.7
EV/Sales	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	12.3	11.2	10.1
EV/EBITDA (adj.)	12.3	11.3	10.1
EV/EBIT	26.4	16.9	15.0
P/E (adj.)	nm	8.9	7.2
P/BV	0.6	0.6	0.6
OpFCF yield	3.1%	7.3%	14.2%
Dividend yield	2.5%	2.5%	2.6%
EPS (adj.)	(0.44)	0.23	0.28
BVPS	3.20	3.38	3.61
DPS	0.05	0.05	0.05



Source: Factset

Shareholders: Grupo Carceller 13%; Jose Manuel Loureda 8%; Manuel Manrique 5%;

Analyst(s):

Rafael Fernández de Heredia, GVC Gaesco Beka
 rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es
 +34 91 436 78 08

Visita a la compañía

Los hechos: Ayer mantuvimos una reunión con la compañía.

Nuestro análisis: Destacamos: **Repsol**. La intención es continuar reduciendo el riesgo Repsol para lo que están estudiando distintas estructuras posibles. El 16% de su participación en Repsol (8,4%) no tiene riesgo por debajo de EUR 10,7/Acción y se garantiza la subida hasta cierto nivel (que está por encima de los EUR 15,6 del valor en libras). La financiación actual finaliza en 2018.

Equity concesiones. Ya han aportado el correspondiente al año 2016 y para el 2017 se prevé invertir EUR 80m/EUR 90m. Hasta ahora la política ha sido rotar activos (21 activos en 5 años) y reapalancamientos.

Itínere. Continúa el proceso de venta y se esperan ofertas para final de año. El valor en libras se eleva a EUR 240m. El destino será reducir la deuda corporativa (EUR 260m, EUR 289m convertibles) y aportar equity a las concesiones.

Construcción. No ven perspectivas de recuperación en Somague y sí son positivos en cuanto al resto de la actividad de construcción una vez reestructurada. A esto apoya el hecho de contar con el 42% de la cartera proveniente de las nuevas concesiones adjudicadas. Los ERES suman EUR 25m en España y EUR 10m en Somague.

Pedemontana. El cierre financiero espera concluirse en el 1T17. Se está construyendo la autopista (EUR 500m ya ejecutados) que han sido financiados con subvenciones (EUR 614m) y el equity aportado por los socios (EUR 100m).

EEUU. Son preferred bidder para la construcción de dos plantas de tratamiento de residuos y esperan firmar el contrato en el 1T17. También tienen otro contrato actualmente negociándose. Sin presencia en construcción o concesiones por ahora.

Servicios. Favorables expectativas, en especial en Industrial

Conclusión: La marcha operativa de Sacyr continua siendo positiva (a pesar de la construcción) lo que valoramos de forma positiva. Sin embargo nuestras dudas se centran en la financiación del equity a aportar en concesiones que hasta el 2020 se eleva a más de EUR 500m. La venta de Itínere es una fuente de ingresos a tener en cuenta aunque no suficiente, dado la previsible reducción de deuda corporativa. Mantenemos por ahora nuestra visión positiva en el valor.



Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 4.25

closing price as of 11/11/2016

Target price: EUR 5.35

Target Price unchanged

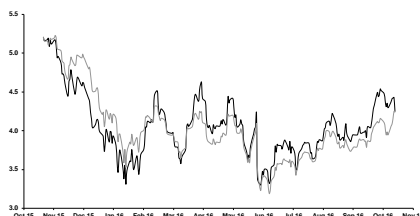
Reuters/Bloomberg

SAN.MC/SAN.SM

Market capitalisation (EURm)	61,347
Current N° of shares (m)	14,434
Free float	99%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	100,286
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	543,051
Price high 12 mth (EUR)	5.21
Price low 12 mth (EUR)	3.30
Abs. perf. 1 mth	6.70%
Abs. perf. 3 mth	10.36%
Abs. perf. 12 mth	-18.58%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Total Revenue (m)	45,272	43,484	44,884
Pre-Provision Profit (PPP) (m)	23,702	22,443	23,199
Operating profit (OP)	13,594	13,184	13,858
Earnings Before Tax (m)	10,339	11,000	11,721
Net Profit (adj.) (m)	6,566	6,110	6,784
Shareholders Equity (m)	98,753	102,485	106,827
Tangible BV (m)	64,209	66,463	68,717
RWA (m)	583,893	580,476	590,065
ROTE	10.5%	9.4%	10.0%
Total Capital Ratio (B3)	13.1%	13.8%	14.3%
Cost/Income	47.6%	48.4%	48.3%
NPL ratio (gross)	4.8%	4.4%	4.1%
P/PPP	2.7	2.7	2.6
P/E (adj.)	9.8	10.0	9.0
P/BV	0.7	0.6	0.6
P/TBV	1.0	0.9	0.9
Dividend Yield	3.5%	3.9%	4.3%
PPPPS	1.68	1.55	1.61
EPS (adj.)	0.46	0.42	0.47
BVPS	6.98	7.10	7.40
TBVPS	4.54	4.60	4.76
DPS	0.15	0.17	0.18



Source: Factset — BANCO SANTANDER — Stoxx Banks (Rebased)

Shareholders: Botin family 0.64%

Analyst(s):

Javier Bernat, GVC Gaesco Beka

javier.bernat@gvcgaesco.es

+34 91 436 7816

Posible recompra del 50% de su gestora

Los hechos: Santander estaría preparando la recompra del 50% de su gestora Santander AM y la venta de Allfunds Bank.

Nuestro análisis: Banco Santander estaría preparando la recompra del 50% de su gestora de fondos Santander AM, que vendió a Warburg Pincus y General Atlantic en 2013 (los dos fondos americanos entraron en el capital de Santander AM en 2013, invirtiendo algo más de EUR1.000m). Esta operación tiene su origen en la fallida fusión entre Santander AM y Pioneer Funds AM.

Los propietarios del 50% de la "gestora" (Warburg Pincus y General Atlantic) tienen un compromiso de permanencia que vence en 2018, pero la ruptura del acuerdo de Santander con UniCredit para fusionar Santander AM con Pioneer ha provocado la reconsideración de acuerdo (el banco italiano ha recibido cuatro ofertas de gestoras interesadas en Pioneer).

Según la prensa, la gestora de Santander se valoraría en unos EUR1.700m a resultados de 2015 con un P/EBITDA de 16x (EUR107m). Según Reuters, actualmente el valor podría elevarse a EUR2.000m. Por otro lado y según el acuerdo frustrado con Pioneer, la gestora de Santander tendría un valor de unos EUR2.600m. Finalmente, destacar que Reuters comenta que Pioneer Funds estaría valorando su gestora en unos EUR3,0bn, entidad que gestiona un patrimonio de EUR220m, cifra similar a los EUR215bn de Santander AM.

Las empresas que han mostrado interés por la operación de Santander serían, según la prensa: Bain Capital, Advent, Cinven, Permira, BC Partners y Hellman & Friedman.

Conclusión: es probable que con la venta del 50% de Santander AM se materialice alguna plusvalía, pero más reducida que la que se esperaba si la operación se hubiera llevado a cabo con Pioneer. Reiteramos recomendación.



Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 12.77

closing price as of 11/11/2016

Target price: EUR 19.60

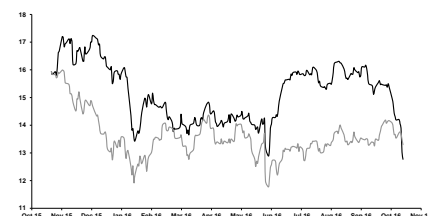
Target Price unchanged

Reuters/Bloomberg

CLNX.MC/CLNX SM

Market capitalisation (EURm)	2,959
Current N° of shares (m)	232
Free float	52%
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	1,165
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	47,218
Price high 12 mth (EUR)	17.24
Price low 12 mth (EUR)	12.77
Abs. perf. 1 mth	-17.08%
Abs. perf. 3 mth	-20.56%
Abs. perf. 12 mth	-19.81%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Sales (m)	612	717	794
EBITDA (m)	235	304	348
EBITDA margin	38.4%	42.4%	43.8%
EBIT (m)	81	136	175
EBIT margin	13.3%	18.9%	22.1%
Net Profit (adj.)(m)	47	85	118
ROCE	3.5%	4.9%	6.3%
Net debt/(cash) (m)	927	1,363	1,136
Net Debt/Equity	1.7	2.2	1.5
Debt/EBITDA	3.9	4.5	3.3
Int. cover(EBITDA/Fin. int)	8.6	11.8	12.6
EV/Sales	8.0	6.0	5.2
EV/EBITDA	20.9	14.2	11.8
EV/EBITDA (adj.)	20.9	14.2	11.8
EV/EBIT	60.4	31.9	23.3
P/E (adj.)	nm	34.6	25.1
P/BV	8.8	5.5	4.5
OpFCF yield	3.9%	6.2%	7.4%
Dividend yield	0.7%	1.4%	1.5%
EPS (adj.)	0.20	0.37	0.51
BVPS	1.96	2.33	2.84
DPS	0.09	0.18	0.19



Source: Factset

Shareholders: Abertis 34%; Threadneedle 8%; Blackrock 6%;

Analyst(s):

Eduardo García Arguelles, GVC Gaesco Beka
 eduardo.garciaarguelles@gvcgaesco.es
 +34 914 367 810

Caída excesiva y no justificada

Los hechos: Los títulos de la empresa experimentaron una caída del -10% en la última semana.

Nuestro análisis: Tras conversaciones con la compañía, no existe ningún hecho puntual que justifique tal comportamiento negativo. CLNX acumulada una caída YTD del -25,9%.

MAIN PLAYERS: TELECOM INFRASTRUCTURES. SHARE PRICE EVOLUTION									
Company	Market Cap.	% Change 1 Week	% Change 1 Month	% Change 3 Month	% Change 6 Months	% Change YTD	% Change 1 Year	% Change 3 Years	% Change 5 Years
Cellnex Telecom	2,958.6	-10.0%	-17.1%	-20.6%	-9.4%	-25.9%	-19.8%		
El Towers	1,187.2	-1.4%	-6.4%	-10.5%	-15.9%	-29.3%	-25.4%	28.0%	157.2%
RAI Way	888.7	-3.4%	-5.2%	-20.0%	-24.4%	-30.0%	-31.8%		
Inwit	2,430.0	-2.4%	-3.2%	-8.0%	-7.4%	-19.6%	-14.3%		
American Towers	41,455.1	-6.4%	-3.0%	-8.8%	0.0%	9.0%	8.3%	36.5%	81.7%
Crown Castle Int.	27,323.6	-6.3%	-7.6%	-14.6%	-8.7%	-4.9%	-2.8%	10.2%	95.7%
SBA Comm.	11,318.0	-6.6%	-8.7%	-14.7%	-2.6%	-5.8%	-7.4%	8.5%	149.7%
Sarana Menara Nusantara	2,688.0	0.0%	0.0%	-4.3%	-5.5%	-20.0%	-9.5%	46.2%	280.0%
Tower Bersama	1,839.9	-3.0%	-8.5%	-4.3%	-7.4%	-4.3%	-12.1%	-10.0%	150.0%
AVERAGE		-5.6%	-8.5%	-15.1%	-11.6%	-18.7%	-19.1%	19.9%	152.4%
IBEX 35		-1.7%	-0.6%	-0.9%	-0.3%	-9.5%	-16.7%	-11.8%	1.0%
EURO-STOXX 50		2.6%	0.3%	-0.6%	2.5%	-7.3%	-12.1%	-0.7%	30.3%
NASDAQ Composite		3.8%	-0.2%	0.2%	10.0%	4.6%	3.4%	33.6%	95.5%
S&P 500		3.8%	1.3%	-1.0%	4.8%	5.9%	4.3%	22.2%	71.3%

Source: GVC Gaesco Beka & Factset. Refreshed at 11/11/2016

* IPO dates: Cellnex Telecom (06/05/2015); Inwit (19/06/2015)

Los principales y casi únicos riesgos para CLNX serían,

- **Disminución de cuota de mercado de la tecnología TDT (78,2% 9M16, -0,5 p.p. a/a) asociada al consumo de TV en favor del IPTV (7,1% 9M16, +0,4 p.p. a/a).** Este hecho ya se contempló por la empresa en el largo plazo y es el principal motivo por el cual CLNX comenzó a diversificar su negocio hacia las infraestructuras de banda ancha móvil. En cualquier caso, las licencias de canales Free-to-air en España requieren una alta cobertura a nivel nacional que por el momento sólo podría conseguirse con la tecnología satélite (mayores costes).
- **Incremento de tipos de interés en Europa.** En nuestra opinión estos podrían comenzar a incrementarse a partir de 2018e siendo limitado el impacto en la deuda de CLNX al ser gran parte a un tipo fijo (c.96% gracias a la última refinanciación mediante emisión de bonos).
- **Fusión de operadores europeos.** En este caso, el riesgo reside en el desmantelamiento de las duplicidades existentes en infraestructuras "por su cuenta" sin dejar participar a CLNX y reportándolos como sinergias de integración. Adicionalmente, CLNX también perdería un cliente potencial en cada fusión al reducirse el número de ORMs.
- **Altos multiplicadores en su política de adquisiciones.** Aunque en algunas de sus compras recientes (Shere/Bouygues) el múltiplo implícito EV/EBITDA se situó en el entorno de las 16x, pensamos que está respaldado por el alto ratio de compartición, alta transformación de caja, relativo desde el primer año, importancia estratégica de los portfolios, mejora de capacidad de desapalancamiento y TIRs de doble dígito entre el 13/15% estimados.

Conclusión: Consideramos que el binomio riesgo/rentabilidad de la compañía es altamente atractivo dándose una clara oportunidad de COMPRA a estos niveles de cotización.

En cualquier caso, las caídas fueron generalizadas en el sector (como se observa en la tabla adjunta) desde la elección de Donald Trump como Presidente de EE.UU. El mercado descuenta que se acelerará la posible subida de tipos y ese hecho perjudicaría a los principales peers estadounidenses de CLNX: American Towers/SBA Communications/Crown Castle. En nuestra opinión se produjo un efecto contagio injustificado.



Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 8.43

closing price as of 11/11/2016

Target price: EUR 12.00

Target Price unchanged

Reuters/Bloomberg

EKT.MC/EKT.SM

Market capitalisation (EURm)	1,281
Current N° of shares (m)	152
Free float	61%
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	705
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	3,751
Price high 12 mth (EUR)	11.72
Price low 12 mth (EUR)	7.69
Abs. perf. 1 mth	-7.08%
Abs. perf. 3 mth	2.23%
Abs. perf. 12 mth	-16.50%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Sales (m)	327	570	580
EBITDA (m)	143	277	290
EBITDA margin	43.6%	48.6%	50.0%
EBIT (m)	64	154	169
EBIT margin	19.5%	26.9%	29.2%
Net Profit (adj.)(m)	7	77	89
ROCE	2.3%	5.5%	5.8%
Net debt/(cash) (m)	1,358	1,238	1,132
Net Debt/Equity	1.9	1.6	1.2
Debt/EBITDA	9.5	4.5	3.9
Int. cover(EBITDA/Fin. int)	2.7	6.5	7.5
EV/Sales	9.0	4.2	4.1
EV/EBITDA	20.7	8.7	8.1
EV/EBITDA (adj.)	20.7	8.7	8.1
EV/EBIT	46.2	15.7	13.9
P/E (adj.)	nm	13.9	12.1
P/BV	2.1	1.4	1.1
OpFCF yield	5.6%	8.0%	8.3%
Dividend yield	0.0%	0.0%	6.5%
EPS (adj.)	0.05	0.61	0.70
BVPS	5.56	6.16	7.39
DPS	0.00	0.00	0.55



Source: Factset — EUSKALTEL — Stoxx Telecommunications (Rebased)

Shareholders: Kutxabank 25%; Corp. Financ. Alba 10%;
JP Morgan Chase 4%;

Analyst(s):

Eduardo García Arguelles, GVC Gaesco Beka
eduardo.garciaarguelles@gvcgaesco.es
+34 914 367 810

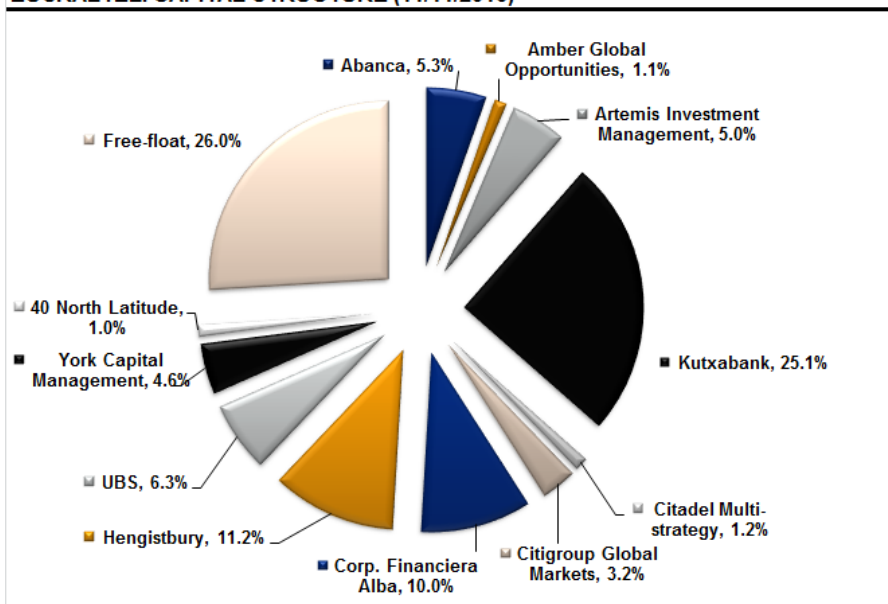
El flujo inversor se incrementa...

Los hechos: Algunos inversores y el nuevo CEO tomaron posiciones recientemente en la compañía.

Nuestro análisis: En concreto nos referimos a 40 North Latitude que adquirió el 1% del capital. También otros accionistas de relieve se posicionaron como Bestinver, UBS (c.9%) o Artemis (c.5%).

Por otro lado, F. Arteché adquirió 5.000 títulos de la operadora a un precio de 9,05EUR/acc. De este modo el CEO se convierte en el segundo miembro del management con una mayor posición en la compañía por detrás de Alberto García Erauzkin, que cuenta con el 0,235% del capital

EUSKALTEL. CAPITAL STRUCTURE (11/11/2016)



Source: Euskaltel, CNMV& GVC Gaesco Beka

Conclusión: La operadora salió a cotizar a un precio de 12EUR/acc. y su evolución en Bolsa es claramente negativa (-27,2% YTD) en parte empujada por el sector y también por la inestabilidad de management acaecida tras la marcha inesperada de su anterior CEO. Las posiciones cortas alcanzaron a finales del mes de octubre hasta el 3,43% del capital. Sin embargo, este escenario supone una CLARA oportunidad de compra de sus títulos a los precios actuales.

Para afirmar esto nos basamos en los siguientes factores: (1) importante generación de caja de la compañía (c.8% FCF yield 2016e) y altos márgenes (M. EBITDA del 48,6% 2016e), materialización de sinergias tras la compra de R en período de ramp-up con especial incidencia en el 4T16/2017e, política de dividendos atractiva y positivas impresiones tras nuestra reunión con el nuevo CEO (claro enfoque a la generación de valor para los accionistas, el avance de la convergencia y potenciación de la venta de servicios n-play manteniendo el capex bajo control).



Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 9.82

closing price as of 11/11/2016

Target price: EUR 13.40

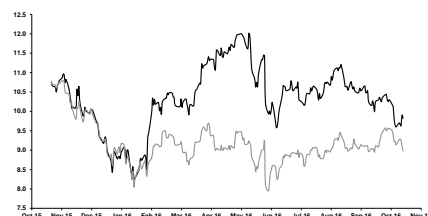
Target Price unchanged

Reuters/Bloomberg

TL5.MC/TL5 SM

Market capitalisation (EURm)	3,307
Current N° of shares (m)	337
Free float	50%
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	1,652
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	13,194
Price high 12 mth (EUR)	12.01
Price low 12 mth (EUR)	8.26
Abs. perf. 1 mth	-4.36%
Abs. perf. 3 mth	-7.43%
Abs. perf. 12 mth	-8.29%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Sales (m)	972	1,009	1,039
EBITDA (m)	223	248	268
EBITDA margin	22.9%	24.6%	25.8%
EBIT (m)	205	230	250
EBIT margin	21.1%	22.8%	24.0%
Net Profit (adj.)(m)	166	182	210
ROCE	20.2%	18.7%	20.1%
Net debt/(cash) (m)	(198)	(141)	(150)
Net Debt/Equity	-0.2	-0.1	-0.1
Debt/EBITDA	-0.9	-0.6	-0.6
Int. cover(EBITDA/Fin. int)	(211.1)	(150.4)	(108.6)
EV/Sales	3.4	3.0	2.9
EV/EBITDA	14.9	12.2	11.2
EV/EBITDA (adj.)	14.9	12.2	11.2
EV/EBIT	16.2	13.1	12.1
P/E (adj.)	21.0	18.2	15.7
P/BV	3.3	2.8	2.7
OpFCF yield	5.5%	6.0%	7.8%
Dividend yield	4.9%	4.9%	5.7%
EPS (adj.)	0.48	0.54	0.62
BVPS	3.06	3.55	3.68
DPS	0.48	0.49	0.56



Source: Factset

Shareholders: Mediaset S.p.A. 50%; Treasury Stocks 0.05%;

Analyst(s):

Eduardo Garcia Arguelles, GVC Gaesco Beka
 eduardo.garciaarguelles@gvcgaesco.es
 +34 914 367 810

Potencia su área digital con MTMAD

Los hechos: MSE anunció el lanzamiento de un nuevo canal de vídeos llamado MTMAD.

Nuestro análisis: En concreto, el canal tendrá 40 formatos diferentes para el desarrollo de nuevas formas de producción propia on-line. Estos contenidos estarán dirigidos a un amplio espectro de targets con especial atención a la **generación millennials**. Para ello, MSE potenciará la aparición de prescriptores de éxito en social networks, nuevos talentos desconocidos y figuras ya consolidadas de los canales de MSE.

La web de MTMAD (www.mtmad.es) estará disponible en la plataforma **Mitele (36m de navegadores únicos, 220m de vídeos vistos según Omniture y 52% de usuarios entre 15/3 años según datos de Comscore de Sept-15 a Ago-16)**. Ésta fue recientemente renovada, dotándose de mayor accesibilidad y sistema responsive para web desde PC y dispositivos móviles, app y Smart TV con **tecnología multibirate**. Ésta asegura la calidad del contenido en función del ancho de banda de cada usuario y hace posible la inclusión de listas personales de usuario, control parental y cross device resume.

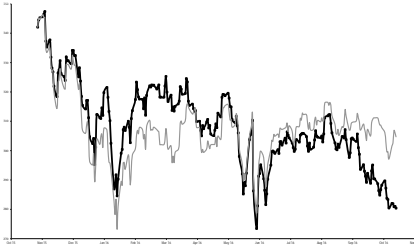
La directora multiplataforma de MSE, Ana Bueno, explicó que MTMAD es "el primer escaparate crossmedia de contenidos nativos digitales".

Conclusión: Con este movimiento MSE continúa apostando por su plataforma de visionado gratuito on-streaming MiTele. La compañía intenta dar respuesta al cambio de hábitos de consumo en las generaciones más jóvenes (entre ellos millenials) que consumen un menor número de minutos de TV tradicional optando por el visionado multiplataforma y en varios canales.

Recordar que por el momento entre un 2-2,5% de sus ingresos proviene de Internet.



La UE avala el modelo de financiación de RTVE



— Stoxx Media,
 - - - DJ Stoxx TMI rebased on sector

Analyst(s):

Eduardo Garcia Arguelles, GVC Gaesco Beka
 eduardo.garciaarguelles@gvcgaesco.es
 +34 914 367 810

Los hechos: El Tribunal de Justicia de la UE falló contra el recurso interpuesto por Canal+ DTS (2014) que cuestionaba el sistema de financiación de RTVE.

Nuestro análisis: Con esta sentencia, la UE respalda por tercera vez el actual sistema de financiación de RTVE por el cual se eliminó la publicidad de la TV pública cambio de la aportación de las TVs en abierto, de pago y grupos de telecomunicaciones. Adicionalmente, se menciona que en caso de que dichas aportaciones no sean suficientes para sufragar los costes de RTVE, deberá ser el Estado deberá cubrir la diferencia.

Recordar que en 2010 se aprobó el modelo de financiación de RTVE por el cual el gobierno estableció la tasa impuesta a los operadores de telecomunicaciones/audiovisuales (3% de sus ingresos para prestadores de servicio de TV en abierto, 1,5% para prestadores de TV de pago y 0,9% de los ingresos brutos de explotación en el caso de los operadores de telecomunicaciones) para financiar la actividad del ente público eliminando así su publicidad. Se optó por este modelo dejando de lado (de momento) el posible pago de un canon por parte de los ciudadanos, siendo España uno de los pocos países de la UE donde no se da este hecho.

En consecuencia, TVE no puede emitir publicidad limitándose a: autopromociones, comunicación institucional, campañas electorales, campañas divulgativas de carácter social y anuncios que formen parte indivisible de ciertos programas, por ejemplo patrocinadores de eventos deportivos entre otros, y en todo caso no puede cobrar por ello. Además se elimina la posibilidad de que TVE pueda tener canales temáticos de pago.

Conclusión: Continúan las noticias positivas en este ámbito para los operadores Free-to-air (A3M/MSE). Aunque la CNMC urgió a cambiar el modelo de financiación de la empresa pública por la baja predictibilidad de los ingresos; el organismo se basó en datos obsoletos de 2014 cuando el déficit era sensiblemente superior.

En nuestra opinión el problema de financiación de RTVE no viene por los ingresos sino por los costes.

Adicionalmente, prevemos que con el nuevo Mercado Único Digital, los OTTs adquieran las mismas obligaciones en este ámbito al tratarse de grupos audiovisuales y con sus aportaciones se aseguren ingresos adicionales para RTVE.

Cuadro Bursátil Diario

Last Price 11/11/2016

Daily Ch Annual 2016

YIELD 15: 3.8 YIELD 16e: 4.0 YIELD 17e: 4.4

IBEX-35 8,639 -1.3% -9.5% Adj P/E 15: 16.6 Adj P/E 16e: 14.0 Adj P/E 17e: 13.1

	Last Price	Fair Value	Upside	Change Daily	Change Weekly	Change 2016	Adj. P/E 16e	17e	16e	17e	PCF*	EV/EBITDA 16e	17e	YIELD % 15e	16e	Recommendation
BANCO POPULAR	0.96	1.22	27.6%	-0.21	2.91	-64.98	40.17	9.17	0.40	0.39	nm	nm	nm	3.47	0.00	Reduce
BANCO SABADELL	1.31	1.85	41.4%	1.08	8.10	-19.04	9.22	9.03	0.55	0.52	nm	nm	nm	2.28	0.54	Buy
BANCO SANTANDER	4.25	5.35	25.9%	-4.04	-1.09	-6.76	10.04	9.04	0.60	0.57	nm	nm	nm	3.53	3.88	Buy
BANKIA	0.88	0.98	11.5%	3.66	11.69	-18.16	11.78	10.65	0.76	0.72	nm	nm	nm	2.99	2.55	Accumulate
BANKINTER	7.08	7.25	2.5%	-0.41	2.70	8.13	14.13	12.82	1.58	1.49	nm	nm	nm	2.96	3.54	Neutral
BBVA	5.91	7.50	26.9%	-2.28	-4.58	-12.27	10.43	9.24	0.75	0.69	nm	nm	nm	2.71	2.40	Buy
CAIXABANK	2.88	3.50	21.7%	-1.17	7.23	-10.52	13.09	10.91	0.77	0.63	nm	nm	nm	2.82	3.06	Neutral
BOLSAS Y MDOS ESP	28.12	30.00	6.7%	-1.68	3.67	-9.47	14.63	13.53	14.45	13.14	9.63	8.61	6.21	6.35	Neutral	
CORPORACION ALBA	39.70	60.90	53.4%	0.25	2.74	-0.38	nm	nm	0.67	nm	nm	nm	nm	2.51	2.52	Buy
MAPFRE SA	2.59	2.85	10.2%	-2.01	-1.60	11.85	11.02	9.26	0.87	0.83	nm	nm	nm	5.03	5.03	Neutral
A TRESMEDIA	9.40	13.20	40.4%	-0.95	4.33	-4.47	14.47	11.81	4.54	4.81	10.87	9.03	3.81	5.87	Accumulate	
CELLNEX TELECOM	12.77	19.60	53.5%	-2.00	-10.01	-25.93	34.62	25.08	5.48	4.50	14.20	11.78	0.68	1.38	Buy	
EUSKALTEL	8.43	12.00	42.3%	-2.16	-6.18	-27.17	13.91	12.05	1.37	1.14	8.72	8.09	0.00	0.00	Buy	
INDRA SISTEMAS	10.60	13.20	24.6%	0.00	-0.09	22.22	21.76	13.79	4.48	3.38	10.62	8.00	0.00	0.00	Neutral	
MASMOVIL	25.75	26.00	1.0%	0.04	-0.19	16.73	nm	31.54	1.73	2.00	60.83	9.38	0.00	0.00	Buy	
MEDIASET ESPANA	9.82	13.40	36.4%	-0.80	2.31	-2.07	18.21	15.75	2.77	2.67	12.15	11.24	4.92	4.94	Buy	
TELEFONICA	8.35	14.20	70.1%	-2.70	-5.79	-18.43	12.91	12.62	2.36	2.41	6.59	6.39	8.98	8.98	Accumulate	
ACCIONA	64.99	90.00	38.5%	-0.69	-3.46	-17.82	20.10	15.87	5.27	5.15	8.25	7.84	3.85	4.48	Buy	
ACS	27.85	35.00	25.7%	-3.45	6.08	3.09	13.21	12.91	5.29	5.01	6.02	5.87	4.14	4.14	Accumulate	
AENA	124.50	133.80	7.5%	0.04	-3.41	18.12	19.32	18.07	10.86	10.52	11.77	11.03	2.18	2.59	Neutral	
EZENTIS	0.47	0.76	60.3%	2.16	-5.39	-5.39	nm	nm	11.22	6.63	6.31	5.41	0.00	0.00	Buy	
FCC	7.69	7.00	-9.0%	-0.39	0.39	12.79	nm	43.97	5.78	5.38	8.41	7.74	0.00	0.00	Neutral	
FERROVIAL	16.15	22.10	36.8%	-2.00	-3.47	-22.56	17.99	26.88	13.85	12.93	8.36	8.52	4.39	4.52	Accumulate	
OHL	3.28	4.00	22.0%	-2.61	-7.42	-37.76	8.58	8.42	nm	nm	6.77	7.07	1.42	2.92	Neutral	
SACYR	1.97	2.02	2.8%	-3.01	1.29	8.32	8.62	6.96	4.86	3.93	11.16	9.98	2.54	2.62	Buy	
ABERTIS	12.62	14.75	16.9%	-0.67	-3.37	-8.08	19.06	17.30	6.33	4.81	8.97	8.24	5.47	5.74	Accumulate	
HISPANIA	10.20	14.08	38.0%	-1.97	-3.45	-16.47	15.66	14.14	nm	nm	nm	nm	0.00	3.62	Buy	
LAR ESPAÑA	6.42	9.00	40.2%	-0.20	0.42	-24.22	16.45	26.70	nm	nm	nm	nm	3.13	4.55	Buy	
MERLIN PROPERTIES	9.16	12.51	36.6%	-0.78	-5.56	-20.65	21.45	17.13	nm	nm	nm	nm	2.03	4.04	Buy	
REALIA	0.85	1.05	23.5%	-0.58	-0.58	11.84	33.61	35.16	nm	nm	nm	nm	0.00	0.00	Buy	
ENAGAS	23.68	32.00	35.2%	-0.06	-5.75	-8.94	13.48	13.51	8.14	8.16	10.54	10.64	5.58	5.87	Buy	
ENDESA	18.07	22.80	26.2%	0.19	-3.24	-2.46	14.08	14.30	6.73	6.68	7.71	7.33	5.68	7.10	Buy	
GAS NATURAL	16.36	19.00	16.1%	-0.91	-4.88	-13.05	12.03	12.69	4.39	4.41	6.97	6.92	6.11	6.11	Neutral	
IBERDROLA	5.72	7.00	22.5%	-0.75	-5.07	-12.75	13.86	13.91	6.01	5.93	9.06	8.74	4.90	5.07	Accumulate	
RED ELECTRICA	17.09	22.40	31.1%	0.21	-5.21	-11.37	14.46	13.87	8.21	7.94	9.68	9.40	4.70	5.03	Accumulate	
DIA	4.62	6.90	49.4%	-0.35	-2.30	-15.14	11.91	10.84	6.77	6.08	6.95	6.19	4.33	4.55	Buy	
EBRO FOODS	18.85	18.50	-1.9%	0.94	-1.77	3.83	17.56	15.89	12.61	11.68	10.40	9.37	3.66	3.84	Neutral	
INDITEX	30.49	36.10	18.4%	0.02	-0.88	-3.79	27.06	24.31	22.13	20.12	16.95	15.19	1.97	2.34	Accumulate	
VISCOFAN	42.50	53.40	25.6%	-0.47	-0.34	-23.62	15.46	14.42	11.21	10.57	9.00	8.36	3.18	3.42	Accumulate	
REPSOL	12.16	15.50	27.5%	-2.68	-2.02	20.11	10.37	9.18	3.21	3.05	4.67	3.67	6.58	6.58	Buy	
A CERINOX	11.85	14.00	18.2%	0.00	11.01	25.78	35.26	18.20	13.30	9.73	11.37	8.14	3.80	3.80	Buy	
ARCELORMITTAL	6.37	6.00	-5.8%	-2.72	7.49	110.83	12.74	20.51	5.73	5.44	6.35	6.56	0.00	0.00	Neutral	
CAF	344.80	390.00	13.1%	-2.20	0.94	34.95	28.59	14.05	14.56	9.90	9.84	7.38	1.52	1.52	Accumulate	
DURO FELGUERA	1.09	1.40	28.4%	0.93	0.00	-17.42	22.95	8.56	11.51	6.16	11.41	7.38	1.83	0.00	Neutral	
ENCE	1.93	2.90	50.3%	-0.77	0.52	-44.78	22.68	22.39	5.25	5.15	6.01	5.93	7.46	3.11	Buy	
EUROPAC	4.20	5.90	40.5%	0.00	-3.56	-16.00	10.07	8.45	4.47	4.11	5.34	4.64	3.92	4.83	Accumulate	
GAMESA	18.65	20.20	8.3%	6.00	-4.29	17.86	18.68	17.28	12.30	11.67	6.29	5.94	0.82	1.29	Neutral	
TECNICAS REUNIDAS	32.11	36.00	12.1%	-4.87	-2.10	-7.88	13.71	12.98	11.83	11.32	6.31	6.47	4.35	4.35	Accumulate	
TUBACEX	2.52	2.70	7.4%	-0.40	-1.95	43.71	nm	33.90	8.88	7.71	13.56	10.43	1.74	1.04	Neutral	
VIDRALA	49.99	45.50	-9.0%	-1.98	-1.01	7.39	18.70	19.19	8.06	8.82	9.44	9.43	1.44	1.56	Reduce	
ZARDOYA OTIS	7.29	6.73	-7.7%	-1.49	-1.49	-29.67	22.88	22.16	19.54	18.93	14.66	14.25	4.20	4.29	Reduce	
AMADEUS	40.31	50.70	25.8%	0.04	-3.04	-0.93	19.72	18.64	13.50	12.46	11.66	10.74	1.92	2.32	Buy	
IAG	5.09	5.80	14.0%	1.82	4.13	-38.51	10.97	5.92	5.53	3.43	3.26	3.33	3.00	3.93	Buy	
MELIA HOTELES INT	10.64	14.70	38.2%	-2.16	-2.56	-12.64	24.54	19.16	11.57	10.10	10.45	8.81	0.38	0.81	Accumulate	
NH HOTEL GROUP	3.90	6.80	74.4%	-1.76	-1.39	-22.62	nm	38.29	9.74	9.44	8.99	9.44	0.00	0.00	Buy	

Prices adjusted by splits, capital increases & dividends

P/E adj by extraordinary items & goodwill amortisation

*P/BV for Banks

Recommendations: Buy, Accumulate, Neutral, Reduce, Sell, Rat. Suspended

Disclaimer GVC Gaesco Beka

Información relativa a Abuso de Mercado y Conflictos de Interés e histórico de recomendaciones disponibles en www.valores.gvcgaesco.es y en nuestras oficinas.

Toda la información contenida en este informe ha sido recopilada y elaborada de buena fe por GVC Gaesco Beka S.V., S.A., de fuentes que consideramos fiables (incluyendo las cuentas y auditorías públicas). Las opiniones expresadas en el mismo son exclusivas de nuestro departamento de análisis. Este documento no constituye una invitación a comprar o vender títulos. GVC Gaesco Beka S.V., S.A., no acepta ninguna responsabilidad del uso de este informe. GVC Gaesco Beka S.V., S.A., puede tener puntualmente ciertas posiciones en algunos de los valores mencionados en este informe, a través de su cartera de trading o negociación. Adicionalmente puede existir alguna relación de tipo comercial entre GVC Gaesco Beka S.V., S.A., y dichas sociedades.

A la fecha del presente Informe, GVC Gaesco Beka S.V., S.A.

- Actúa como asesor registrado, agente o proveedor de liquidez de las siguientes empresas: AB Biotics; Bioorganic Research Services; Carbures Eu-ropa SA; Euroespes, S.A., Facephi Biometría SA., Griñó Ecologic SA, Lleidanetworks Serveis Telematics SA., NBI Bearings Europe S.A. Trajano Iberia Socimi, SA; Obsido Socimi SA; Eurona Telecom SA; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Catenon SA; Mercal Inmuebles Socimi SA; Neuron Bio SA; Neol Biosolutions SA.
- En el transcurso de los últimos doce meses, ha participado como entidad agente o colocadora en operaciones corporativas con las siguientes empresas: Dogi International Fabrics SA; Lleidanetworks Serveis Telematics SA, MasMovil Ibercom; Globasol (Solaria)
- En el transcurso del último año, ha mantenido un nivel de negocio significativo con: Bankia, Ferrovial S.A., Codere
- Tiene suscrito un contrato de intermediación, mediante el cual ejecuta órdenes de autocartera de las siguientes empresas: Caixa-Bank S.A., Grupo Ezentis S.A
- Tiene suscrito un contrato de liquidez con arreglo a la circular 3/2007 CNMV con: FCC; Indra Sistemas; Sacyr.

Sistema de Recomendación

En GVC Gaesco Beka S.V., S.A., (y ESN) utilizamos un sistema de recomendación absoluto. Es decir que cada uno de los valores analizados se valora según la rentabilidad total, medidos por el potencial (incluyendo dividendos) en un periodo de 6 a 12 meses

Nuestro sistema se basa en 5 recomendaciones: **Comprar, Acumular, Neutral, Reducir y Vender.**

En casos excepcionales habrá valores sin recomendación o bajo revisión.

- **Comprar:** Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa **por encima del 15%** para los próximos 6/12 meses.
- **Acumular:** Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa **entre el 5% al 15%** para los próximos 6/12 meses
- **Neutral:** Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa **entre el -5% al 5%** para los próximos 6/12 meses
- **Reducir:** Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa **entre el -5% y el -15%** para los próximos 6/12 meses
- **Vender:** Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa **por debajo del -15%** para los próximos 6/12 meses

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ('ESN'). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ('related investments'). These reports are prepared for the clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. Only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document.

For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members and on each "company recommendation history", please visit the ESN website (www.esnpartnership.eu) or refer to the ESN Members website. Additional information is always available upon request. **For additional information and individual disclaimer please refer to www.esnpartnership.eu and to each ESN Member websites:**

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cmcioms.com regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.equinet-ag.de regulated by the BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

www.libg.gr regulated by the HCMC - Hellenic Capital Market Commission

www.nibcmarkets.com regulated by the AFM - Autoriteit Financiële Markten

www.op.fi regulated by the Financial Supervision Authority

www.valores.gvcgaesco.es regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)



Banca Akros S.p.A.
Viale Eginardo, 29
20149 MILANO
Italy
Phone: +39 02 43 444 389
Fax: +39 02 43 444 302



Caixa-Banco de Investimento
Rua Barata Salgueiro, nº 33
1269-057 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 313 73 00
Fax: +351 21 389 68 98



CM - CIC Market Solutions
6, avenue de Provence
75441 Paris
Cedex 09
France
Phone: +33 1 53 48 80 78
Fax: +33 1 53 48 82 25



equinet Bank AG
Gräfstraße 97
60487 Frankfurt am Main
Germany
Phone: +49 69 - 58997 - 212
Fax: +49 69 - 58997 - 299



GVC Gaesco Beka, SV, SA
C/ Marques de Villamagna 3
28001 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813



Investment Bank of Greece
32 Aigialeias Str & Paradissou,
151 25 Maroussi,
Greece
Tel: +30 210 81 73 383



NIBC Markets N.V.
Nieuwezijds Voorburgwal 162
P.O.Box 235
1000 AE Amsterdam
The Netherlands
Phone: +31 20 550 8500
Fax: +31 20 626 8064



OP Corporate Bank plc
P.O.Box 308
Teollisuuskatu 1, 00013 Helsinki
Finland
Phone: +358 10 252 011
Fax: +358 10 252 2703

