

Fecha y hora de producción: 27 de octubre de 2016 (08:14 CET)

## LAS NOTICIAS

**POST 3T** Aberits; BBVA; Ebro Foods; Ence; Europac; FCC; Ferrovial; Mediaset España;

**PRE 3T** Banco Sabadell; CaixaBank;

**Telefonica (Accumulate)** Reducción del dividendo. Resultados aceptables

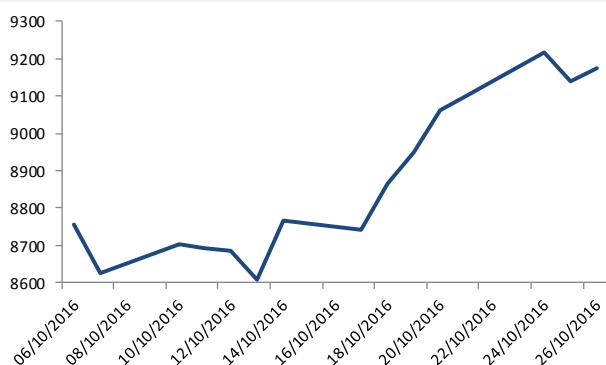
**Acerinox (Buy)** Comentarios de la presentación del 3T16

**Int. Airlines Group (Buy)** Principio de acuerdo sobre NAPS

**Repsol (Buy)** Acuerdo en Bolivia

**MEDIA** Citic estaría interesado en tomar el control de Imagina

## Ibex-35 Últimas 15 Sesiones



## Principales Mercados

	Last	1 Day	12 M	2016
France CAC 40	4534.59	-0.14%	-7.40%	-2.21%
Germany DAX	10709.68	-0.44%	-0.85%	-0.31%
Euro STOXX 50	3080.98	-0.21%	-9.77%	-5.71%
Spain IBEX 35	9173.3	0.37%	-12.45%	-3.89%
DJ Industrial Average	18199.33	0.17%	3.27%	4.44%
NASDAQ Comp Index	5250.27	-0.63%	4.28%	4.85%
Japan Nikkei 225*	17391.84	0.15%	-8.21%	-8.63%
FTSE 100 Fixed	6958.09	-0.85%	8.43%	11.47%
S&P 500 Index Fixed	2139.43	-0.17%	3.30%	4.67%
Spanish 10YB	1.14%	5.70	-49.30	b.p.
German 10YB	0.083%	5.50	-41.60	b.p.
Spread	1.05%	0.20	-7.70	b.p.
Euro/Dollar	1.09	0.53%	-1.19%	0.50%
Brent Oil \$	50.7	0.0%	8.9%	38.5%

Source: Factset \*Last Bonds: Bloomberg

## Mayores Subidas Ibx-35

Company	%
International Consolidated Airlines Group SA	6.13
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	2.03
Gas Natural SDG, S.A.	1.63
Bankinter SA	1.03
Melia Hotels International, S.A.	0.98

Source: Factset

## Mayores Bajadas Ibx-35

Company	%
Aena SA	-2.43
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	-2.33
Banco Popular Espanol SA	-2.25
Merlin Properties SOCIMI S.A	-1.69
ArcelorMittal SA	-1.46

Source: Factset

## Agenda GVC Gaesco Beka, ESN y Compañías

Date	Company / Sector	Description	Location
27-Oct	Technogym. Anlyst: A. Cadart		Amsterdam
27-Oct	BBVA; TEF; VIS; EKT;	3Q'16 Rslts	
28-Oct	CLNX; CABK; IAG;	3Q'16 Rslts	

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

Produced by:



Distributed by the Members of ESN  
(see last page of this report)

All ESN research is available  
on Bloomberg: "ESNR" <go>

- ✓ **La continuidad de la subida de las bolsas europeas depende de los resultados y ayer no acompañaron:** ya comentábamos ayer que **las resistencias sólo se romperán si los muchos resultados publicados esta semana eran positivos**. Si nos atenemos al Euro Stoxx amplio, con el 31% de las empresas ya reportadas, el BPA medio está un 10% por debajo de lo esperado, aunque el 59% de las empresas han reportado por encima de las expectativas. Aún es pronto para decir si la temporada de resultados termina con un saldo positivo o negativo, pero lo que sí parece claro es que no han sido tan fuertes como evitar la toma de beneficios. Tampoco ayudó ni el **repunte en la rentabilidad de la deuda (que subió alrededor de 5 puntos tanto en Europa como en EEUU)**, ni las dudas de los índices americanos que también se vieron afectados por dudas sobre los cuellos de botella en la producción de Apple. Sin embargo **el Ibex se desmarcó de la toma de beneficios gracias a que los resultados de Santander e Iberdrola** fueron descontados positivamente e IAG reflejó muy positivamente el acuerdo sobre su fondo de pensiones. **Lo que resta de la semana continuará centrada en los resultados y en el dato de PIB americano del 3T que se publica mañana.**

## Agenda Macroeconómica

Date	Country	Data	Month	Estimated	Prior
27-Oct	SP	Unemployment Rate	3Q	19.30%	20.00%
27-Oct	US	Durable Goods Orders	Sep P	0.1%	0.1%
27-Oct	US	Initial Jobless Claims	Oct-22	255k	260k
27-Oct	US	Continuing Claims	Oct-15	--	2057k
27-Oct	US	Bloomberg Consumer Comfort	Oct-23	--	41.3
27-Oct	US	Pending Home Sales NSA YoY	Sep	--	4.0%
28-Oct	SP	CPI MoM	Oct P	0.8%	0.0%
28-Oct	SP	CPI YoY	Oct P	0.3%	0.2%
28-Oct	SP	GDP QoQ	3Q P	0.7%	0.8%
28-Oct	SP	GDP YoY	3Q P	3.1%	3.2%
28-Oct	EC	Economic Confidence	Oct	104.9	104.9
28-Oct	EC	Business Climate Indicator	Oct	0.46	0.45
28-Oct	EC	Industrial Confidence	Oct	-1.6	-1.7
28-Oct	EC	Services Confidence	Oct	10.0	10.0
28-Oct	EC	Consumer Confidence	Oct F	-8.0	-8.0
28-Oct	GE	CPI MoM	Oct P	0.2%	0.1%
28-Oct	GE	CPI YoY	Oct P	0.8%	0.7%
28-Oct	US	GDP Annualized QoQ	3Q A	2.5%	1.4%
28-Oct	US	GDP Price Index	3Q A	1.4%	2.3%
28-Oct	US	U. of Mich. Sentiment	Oct F	88.2	87.9
28-Oct	US	U. of Mich. Current Conditions	Oct F	--	105.5
28-Oct	US	U. of Mich. Expectations	Oct F	--	76.6
31-Oct	SP	Retail Sales SA YoY	Sep	--	3.4%
31-Oct	SP	Current Account Balance	Aug	--	3.0b
31-Oct	EC	CPI Estimate YoY	Oct	--	--
31-Oct	EC	CPI Core YoY	Oct A	--	0.8%
31-Oct	EC	GDP SA QoQ	3Q A	--	0.3%
31-Oct	EC	GDP SA YoY	3Q A	--	1.6%
31-Oct	US	Chicago Purchasing Manager	Oct	54.0	54.2

Source: Bloomberg



## Accumulate

Recommendation unchanged

Share price: EUR 13.64

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 14.75

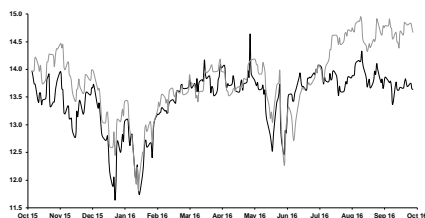
Target Price unchanged

Reuters/Bloomberg

ABE.MC/ABE.SM

Market capitalisation (EURm)	13,509
Current N° of shares (m)	990
Free float	58%
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	4,253
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	68,478
Price high 12 mth (EUR)	14.64
Price low 12 mth (EUR)	11.64
Abs. perf. 1 mth	-0.91%
Abs. perf. 3 mth	-1.91%
Abs. perf. 12 mth	-7.51%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Sales (m)	4,379	4,726	4,953
EBITDA (m)	2,692	3,055	3,225
EBITDA margin	61.5%	64.6%	65.1%
EBIT (m)	(65)	1,840	1,970
EBIT margin	nm	38.9%	39.8%
Net Profit (adj.)(m)	517	655	722
ROCE	-0.3%	7.1%	7.8%
Net debt/(cash) (m)	12,554	13,638	12,688
Net Debt/Equity	2.3	2.5	2.2
Debt/EBITDA	4.7	4.5	3.9
Int. cover(EBITDA/Fin. int)	3.6	4.2	4.2
EV/Sales	6.0	6.0	5.6
EV/EBITDA	9.7	9.3	8.6
EV/EBITDA (adj.)	9.7	9.3	8.6
EV/EBIT	nm	15.4	14.0
P/E (adj.)	25.0	20.6	18.7
P/BV	4.6	4.8	4.7
OpFCF yield	7.4%	13.7%	18.6%
Dividend yield	5.1%	5.3%	5.6%
EPS (adj.)	0.55	0.66	0.73
BVPS	3.00	2.87	2.90
DPS	0.69	0.72	0.76



Source: Factset

Shareholders: Caixa Bank 24%; Capital 10%; Treasury stock 8%;

## Analyst(s):

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

## Mejora de rentabilidad y buen crecimiento del tráfico

**Los hechos:** Abertis ha publicado los resultados de los 9M16, en línea con el consenso en términos de EBITDA y beneficio neto. Destacamos la buena evolución del tráfico y la mejora de márgenes.

**Nuestro análisis:** El tráfico se comporta de forma positiva en España (5,5%, 5,1% en 1H16, 6,1% en 2015), por encima del 4% objetivo de Abertis y por encima de nuestras estimaciones (3,5%/4,9%). Por su parte en Francia el tráfico crece de forma moderada (1,6% 1,2% en el 1S16, 1,8% 2015) por huelgas y otros acontecimientos extraordinarios. El objetivo de Abertis es del 1,5% y nuestra estimación es del 1,9%. Chile por su parte aumenta un 6,7% (3%/3,8% estimado, 3,5% ABE) y Brasil cede un 3,1% (-2,4%/-4,2% estimado vs -2,5% ABE). El **EBITDA** aumenta un 13% y en términos comparables un 7,6%. El **margen EBITDA** mejora del 64% al 66,6% y en el negocio de autopistas del 64,5% al 67,2%, en especial en Francia (del 65% al 67,3%) y en España (80,4% vs 82,4 %). Esta mejora en estos países es mejor de la esperada, aunque en Brasil aún no se percibe mejora de márgenes.

La **deuda** se incrementa en EUR 1.665m, un 13,2% (hasta EUR 14.219m) por la compra de Autopista Central (EUR 1.413m incluyendo la deuda), y otros conceptos (EUR 265m) y contando con un **cash flow libre** de EUR 358m. El **beneficio neto** se ve distorsionado por un factor no recurrente de EUR 248m proveniente de actualizar el valor en libros del 50% de Autopista Central que ya poseía. En términos comparables el aumento es del 10%. Abertis está analizando la compra de la M-6 en RU, unas autopistas en Méjico y otro activo. No planea amortizar la autocartera en el c/p y quizás en el futuro venda algo más del negocio en Chile

	9M15	9M16	%
Telecom	157.0	171.0	8.9%
Toll roads	3,170.0	3,439.0	8.5%
Holding	1.0	2.0	100.0%
<b>SALES</b>	<b>3,328.0</b>	<b>3,612.0</b>	<b>8.5%</b>
	9M15	9M16	%
Telecom	133.0	134.0	0.8%
Toll roads	2,044.0	2,311.0	13.1%
Holding	-48.0	-38.0	-20.8%
<b>EBITDA</b>	<b>2,129.0</b>	<b>2,407.0</b>	<b>13.1%</b>
	9M15	9M16	%
Amortisations/other	-2,487.0	-932.0	-62.5%
Financial result	-571.0	-548.0	-4.0%
Associates	-52.0	6.0	-111.5%
Other	-318.0	211.0	-166.4%
<b>Ordinary Result</b>	<b>-1,299.0</b>	<b>1,144.0</b>	<b>-188.1%</b>
Taxes/other	3,096.4	-426.0	-113.8%
<b>Net Income</b>	<b>1,797</b>	<b>718.0</b>	<b>-60.1%</b>

Source: Abertis

**Conclusión:** Se trata de unos buenos resultados en los que se ve los frutos de las mejoras en eficiencia. Mantenemos la visión positiva en el valor. El foco de atención está centrado en el litigio por el convenio de la AP7, cuyo desenlace no será en el corto plazo y en la capacidad de Abertis para encontrar inversiones atractivas.



## Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 6.43

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 6.70

Target Price unchanged

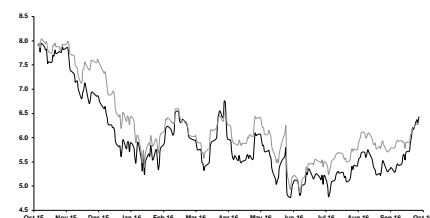
Reuters/Bloomberg

BBVA.MC/BBVA SM

Market capitalisation (EURm)	41,669
Current N° of shares (m)	6,480
Free float	96%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	47,963
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	206,247
Price high 12 mth (EUR)	8.19
Price low 12 mth (EUR)	4.76
Abs. perf. 1 mth	21.07%
Abs. perf. 3 mth	25.32%
Abs. perf. 12 mth	-21.04%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Total Revenue (m)	23,366	23,956	25,668
Pre-Provision Profit (PPP) (m)	13,283	11,386	12,236
Operating profit (OP)	8,944	7,063	7,846
Earnings Before Tax (m)	4,602	6,068	6,851
Net Profit (adj.) (m)	2,701	3,722	4,202
Shareholders Equity (m)	47,291	50,097	53,342
Tangible BV (m)	40,480	43,286	46,531
RWA (m)	401,346	456,729	487,698
ROTE	6.4%	8.9%	9.4%
Total Capital Ratio (B3)	15.0%	16.3%	16.4%
Cost/Income	43.2%	52.5%	52.3%
NPL ratio (gross)	7.0%	5.5%	4.6%
P/PPP	3.2	3.7	3.4
P/E (adj.)	15.9	11.2	9.9
P/BV	0.9	0.8	0.8
P/TBV	1.1	1.0	0.9
Dividend Yield	2.5%	2.9%	3.8%
PPPPS	2.09	1.76	1.89
EPS (adj.)	0.42	0.57	0.65
BVPS	7.43	7.73	8.23
TBVPS	6.36	6.68	7.18
DPS	0.16	0.19	0.24



Source: Reuters — BBVA — Stoxx Banks (Rebased)

Shareholders: BlackRock 4%;

## Analyst(s):

Javier Bernat, GVC Gaesco Beka

javier.bernat@gvcgaesco.es

+34 91 436 7816

## Resultado 9M16: EUR: EUR2.797m (-0,6% ajustado)

**Los hechos:** En 9m15, BBVA ha reportado un beneficio neto de EUR2.797bn, un 64,3% más que en igual periodo de 2015 y en línea con nuestra previsión y el consenso. Ajustando por el impacto de operaciones corporativas, el beneficio neto de BBVA sería similar al obtenido en 2015 (EUR2.815m).

**Nuestro análisis:** este resultado incluyen la incorporación de las cuentas de Catalunya Banc desde el 24.04.15 y la compra del 14,89% adicional en el banco turco Garanti desde el 3T15.

BBVA (EURm)	9M16	9M15	YY (m)	YY (%)
GOP	18,431	17,534	897	5.1%
NII	12,674	12,011	663	5.5%
Fees & Comm.	3,557	3,442	115	3.3%
Trading	1,753	1,558	195	12.5%
Op Expense	(9,549)	(9,024)	(525)	5.8%
Impairments	(3,114)	(3,283)	169	(5.1)%
% GOP	(16.9)%	(18.7)%	0	(9.8)%
PBT	5,107	4,335	772	17.8%
Net Inc. (reported)	2,797	1,702	1,095	64.3%
Net Inc. (adjust):	2,797	2,815	(18)	(0.6)%
Financial ratios:	Sep 2016	Dec 2015	YTDbp	YTD (%)
CET1-FL (%)	11.00	10.30	70.0	6.8%
Total capital ratio (%)	15.50	14.40	110.0	7.6%
C/I Ratio (%)	51.80	52.00	(20.0)	(0.4)%
NPL Coverage (%)	72.00	74.00	(200.0)	(2.7)%
NPL Ratio (%)	5.10	5.40	(30.0)	(5.6)%
CoR (%)	0.90	1.10	(20.0)	(18.2)%
RoRWA (%)	1.26	0.87	39.0	44.8%
RoTE (%)	9.00	6.40	260.0	40.6%

Source: Company

**Eficiencia:** en Sep16 (51,8%) mejora la referencia de Dic15 del 52% a pesar de las nuevas incorporaciones.

**Calidad Crediticia:** la tasa de mora el Grupo se sitúa en el 5,1%, lo que implica una ligera mejora respecto al 5,4% de Dic15. Por su parte la cobertura de dudosos es del 72% y el CoR mejora al 0,9% vs 1,1% de Dic15.

**Solvencia:** el ratio CET1 finaliza en el 11,0%, con lo que alcanza el objetivo de 2016 (incluye impacto de 15pbs por la bajada del rating soberano de Turquía). Por su parte el ratio de apalancamiento es del 6,1%, uno de los más elevados de la banca.

**México (41,2% s/beneficio):** registra tasas de crecimiento de doble dígito, tanto en inversión como en recursos. La mora se sitúa en el 2.5% y la cobertura es del 122%. El beneficio neto de 9m16 (EUR 1.441m) crece un 11,4% A/A:

**Conclusión:** Primera impresión positiva (CC @ 9:30), tras una recuperación del RoTE al 9,0% vs 6.4% en Dic15 y del RoRWA al 1,26%. Reiteramos Recomendación.


**Neutral**
*Recommendation unchanged*

Share price: EUR 20.67

*closing price as of 26/10/2016*

Target price: EUR 18.50

*Target Price unchanged*

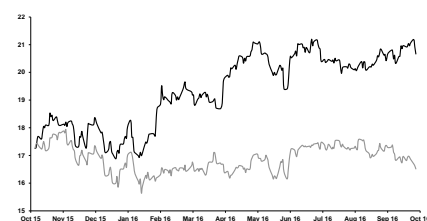
Reuters/Bloomberg

EBRO.MC/EBRO SM

Market capitalisation (EURm)	3,180
Current N° of shares (m)	154
Free float	52%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	365
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	5,127
Price high 12 mth (EUR)	21.20
Price low 12 mth (EUR)	16.88
Abs. perf. 1 mth	0.19%
Abs. perf. 3 mth	-1.69%
Abs. perf. 12 mth	13.14%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Sales (m)	2,462	2,488	2,542
EBITDA (m)	315	317	344
EBITDA margin	12.8%	12.8%	13.5%
EBIT (m)	241	248	273
EBIT margin	9.8%	10.0%	10.7%
Net Profit (adj.)(m)	145	165	183
ROCE	6.2%	6.5%	7.1%
Net debt/(cash) (m)	421	360	288
Net Debt/Equity	0.2	0.2	0.2
Debt/EBITDA	1.3	1.1	0.8
Int. cover(EBITDA/Fin. int)	54.7	58.5	77.1
EV/Sales	1.3	1.4	1.4
EV/EBITDA	10.4	11.3	10.2
EV/EBITDA (adj.)	10.4	11.3	10.2
EV/EBIT	13.6	14.4	12.8
P/E (adj.)	19.3	19.2	17.4
P/BV	1.4	1.8	1.7
OpFCF yield	3.5%	5.4%	5.9%
Dividend yield	3.3%	3.5%	3.7%
EPS (adj.)	0.94	1.07	1.19
BVPS	12.78	11.45	11.87
DPS	0.69	0.72	0.76



Source: Factset — Ebro Foods — Stoxx Food &amp; Beverage (Rebased)

Shareholders: Hernández family 16%; C.F.Alba 10%; SEPI 10%; DAMM 10%; Trenor family 7%;

**Analyst(s):**

Rafael Bonardell, GVC Gaesco Beka

rafael.bonardell@gvcgaesco.es

+34 91 436 78 171

Víctor Peiro Pérez GVC Gaesco Beka

victor.peiro@gvcgaesco.es

+34 91 436 7812

**Buenos resultados 9M16 y pre-cierre'16**

**Los hechos:** Ebro Foods publicó resultados 9M16 junto con su estimación de cierre del año.

**Nuestro análisis:** a nivel consolidado las ventas aumentan un +1.7% (orgánico -1.3%) apoyadas en el cambio de perímetro (54mEUR). En términos de EBITDA el incremento alcanza el +16.7% (orgánico +13.7%) a pesar del aumento del +12% de la publicidad. Por su parte el beneficio neto se incrementa un +25.3% Por divisiones:

Ebro Foods					
(EUR m)	9M15	9M16	Y/Y	2016e	EBRO 2016e
<b>Sales</b>	<b>1,789.8</b>	<b>1,820.3</b>	<b>1.7%</b>	<b>2,488.0</b>	<b>2,471.2</b>
Rice	951.7	958.5	0.7%		1,282.2
Pasta	877.7	907.3	3.4%		1,243.3
Adjust.	-39.6	-45.5			-54.3
Advertising	65.7	73.8	12.3%		104.0
<b>EBITDA</b>	<b>214.4</b>	<b>250.3</b>	<b>16.7%</b>	<b>317.0</b>	<b>340.7</b>
% margin	12.0%	13.7%	1.8 p.p.		13.8%
Rice	126.6	146.0	15.3%		193.4
% margin	13.3%	15.2%	1.9 p.p.		15.1%
Pasta	94.8	112.1	18.2%		157.9
% margin	10.8%	12.4%	1.5 p.p.		12.7%
<b>EBIT</b>	<b>165.1</b>	<b>193.9</b>	<b>17.5%</b>		<b>263.1</b>
% margin	9.2%	10.7%	1.4 p.p.		10.6%
<b>EBT</b>	<b>155.6</b>	<b>195.5</b>	<b>25.6%</b>		<b>259.9</b>
<b>Net profit</b>	<b>101.6</b>	<b>127.3</b>	<b>25.3%</b>	<b>154.0</b>	<b>167.6</b>

Source: Ebro Food &amp; GVC Gaesco Beka

- **Arroz:** a pesar de la desinversión en Puerto Rico las ventas aumentan +0.7% apoyadas en unas cosechas, tanto en Europa como en EEUU, con buenas cantidades permitiendo que los precios se mantuvieran estables en buenos niveles. El EBITDA de la división crece un +15.3%, elevando el margen EBITDA en +190pb hasta el 15.2% (niveles de 9M2010). De cara a la campaña 16/17 se espera precios estables en el arroz, por no verse perjudicada por el efecto climático de El Niño.
- **Pasta:** ventas +3.4% con el EBITDA creciendo un +18.2% hasta los 112mEUR. Mejora de márgenes en +150pb hasta 12.4%. Las cosechas de trigo estuvieron afectadas por las lluvias (Europa y EEUU) lo que redujo las cantidades aptas para la producción de pasta, posibilitando cierto repunte en precios (200EUR/tn vs. 250EUR/tn).
- **DN:** se reduce en 28mEUR vs. 9M15 (420mEUR).
- **Pre-cierre 2016:** la compañía esperar cerrar con unas ventas consolidadas planas apoyadas en el cambio de perímetro (orgánico -1.8%). El EBITDA aumentará un +8.3% con el margen mejorando en un +1p.p. (13.8% vs. 12.8%). Por último, la DN se situará en torno a 395mEUR, un -7.3% vs. cierre de 2015, a pesar de las diversas adquisición realizadas durante 2016 (Riso Scotti, Celnat, Harinas Santa Rita...).

**Conclusión:** Buenos resultados. Revisaremos nuestras estimaciones. Por el momento mantenemos nuestra recomendación de Neutral.





## Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 2.05

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 2.90

Target Price unchanged

Reuters/Bloomberg

ENC.MC/ENC SM

Market capitalisation (EURm) 512

Current N° of shares (m) 250

Free float 39%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth 1,174

Daily avg. trad. vol. 12 mth (m) 3,726

Price high 12 mth (EUR) 3.75

Price low 12 mth (EUR) 1.81

Abs. perf. 1 mth 0.99%

Abs. perf. 3 mth -7.88%

Abs. perf. 12 mth -38.96%

Key financials (EUR) 12/15 12/16e 12/17e

Sales (m) 664 602 597

EBITDA (m) 192 115 115

EBITDA margin 28.9% 19.1% 19.3%

EBIT (m) 133 49 48

EBIT margin 20.1% 8.1% 8.1%

Net Profit (adj.)(m) 79 21 22

ROCE 13.6% 5.4% 5.3%

Net debt/(cash) (m) 241 214 205

Net Debt/Equity 0.4 0.4 0.4

Debt/EBITDA 1.3 1.9 1.8

Int. cover(EBITDA/Fin. int) 3.6 5.7 6.0

EV/Sales 1.7 1.2 1.2

EV/EBITDA 5.9 6.3 6.2

EV/EBITDA (adj.) 5.9 6.3 6.2

EV/EBIT 8.4 14.7 14.7

P/E (adj.) 11.1 24.0 23.7

P/BV 1.5 0.9 0.9

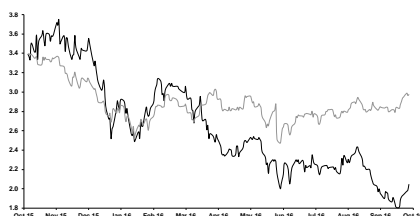
OpFCF yield 4.4% 7.6% 4.7%

Dividend yield 7.0% 2.9% 2.9%

EPS (adj.) 0.32 0.09 0.09

BVPS 2.27 2.21 2.24

DPS 0.14 0.06 0.06



Source: Reuters

—ENCE —IGBM (Rebased)

Shareholders: Retos Operativos XXI 26%; Alcor Holding 10%; Fuente Salada 5%;

## Analyst(s):

Iñigo Recio Pascual, GVC Gaesco Beka

inigo.recio@gvcgaesco.es

+34 91 436 7814

## Resultados de los 9M16

La noticia: Ence presentó los resultados al cierre de mercado.

Nuestro análisis: Los resultados han estado en línea con las estimaciones.

## ENCE: 9M16 RESULTS

	9M15	%sles	9M16	%sles	% y/y	9M16e	% dev
<b>Total sales</b>	<b>486,7</b>	100%	<b>429,7</b>	100%	-12%	<b>440,8</b>	-3%
<b>EBITDA</b>	<b>129,7</b>	27%	<b>83,4</b>	19%	-36%	<b>84,0</b>	-1%
Depreciation & provs	-46,0	-9%	-39,5	-9%	-14%	-41,7	-5%
<b>EBIT</b>	<b>83,7</b>	17%	<b>43,9</b>	10%	-48%	<b>42,3</b>	4%
Financial Results	-35,5	-7%	-12,0	-3%	-66%	-13,9	-14%
<b>EBT</b>	<b>48,1</b>	10%	<b>31,9</b>	7%	-34%	<b>28,4</b>	12%
Taxes	-13,1	-3%	-7,6	-2%	-42%	-7,5	2%
<b>Net Profit</b>	<b>35,0</b>	7%	<b>24,3</b>	6%	-31%	<b>20,9</b>	16%

Source: GVC Gaesco Beka estimates

El trimestre se ha caracterizado por unos precios medios de la pasta en USD, un -3,1% inferiores a los del 2T16, compensados con un USD/EUR ligeramente más favorable para Ence (1,116 USD/EUR vs. 1,129 en el 2T16). Las ventas de toneladas han sido más bajas de lo estimado, según Ence por la subida de precios anunciada para el 4T16, trimestre en el que la compañía prevé un mayor volumen de ventas.

El cash cost del 3T16 ha sido de 355 EUR/t, en línea con lo anticipado por la compañía, mejorando los 367 EUR/ton del 2T16 y los 363 del 3T15. Las plantas de biomasa han mejorado la actividad del 1S16 de forma notable y prácticamente duplican la generación del 2T16, optimizando el límite anual de 6.500 horas de operación y recogiendo la subida de precios del pool del 40,9%.

La deuda neta ha bajado en el 3T16 hasta los 233,5 m EUR, 7,7 m EUR menos que la de cierre de 2015. Las ventas de hectáreas en el año supondrán un ingreso de 38 m EUR, de los que se han cobrado ya 24,9 m EUR. Las plusvalías estimadas suman 16 m EUR, y se han contabilizado 9,5 m EUR, vs. 5 m EUR que incluimos en el preview del 3T16.

**Conclusión y recomendación:** Resultados en línea con lo estimado, con un mayor volumen de plusvalías por la venta de hectáreas. Ence anunció una subida de 10 USD/t a partir de octubre, y los precios de FOEX recogen ya una ligera subida hasta 656,69 USD/t, por lo que podríamos estar viendo el comienzo de la estabilización/repunte de precios, lo que sería una buena noticia. La conferencia se hará a las 16:00.



## Accumulate

Recommendation unchanged

Share price: EUR 4.90

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 5.90

Target Price unchanged

Reuters/Bloomberg

PYCE.MC/PAC.SM

Market capitalisation (EURm) 459

Current N° of shares (m) 94

Free float 38%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth 54

Daily avg. trad. vol. 12 mth (m) 318

Price high 12 mth (EUR) 5.60

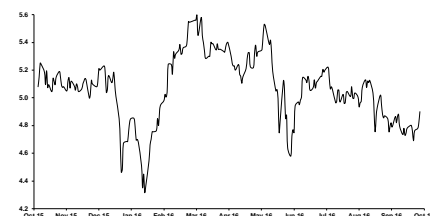
Price low 12 mth (EUR) 4.32

Abs. perf. 1 mth 1.14%

Abs. perf. 3 mth -4.95%

Abs. perf. 12 mth 1.31%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Sales (m)	806	831	849
EBITDA (m)	111	121	129
EBITDA margin	13.8%	14.5%	15.2%
EBIT (m)	62	72	80
EBIT margin	7.8%	8.7%	9.4%
Net Profit (adj.)(m)	32	39	47
ROCE	5.9%	7.1%	8.1%
Net debt/(cash) (m)	304	250	204
Net Debt/Equity	0.9	0.7	0.5
Debt/EBITDA	2.7	2.1	1.6
Int. cover(EBITDA/Fin. int)	6.6	6.8	8.4
EV/Sales	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.1	5.9	5.2
EV/EBITDA (adj.)	7.1	5.9	5.2
EV/EBIT	12.7	9.9	8.3
P/E (adj.)	15.0	11.8	9.9
P/BV	1.4	1.2	1.1
OpFCF yield	5.7%	15.2%	14.0%
Dividend yield	3.4%	4.1%	4.8%
EPS (adj.)	0.35	0.42	0.50
BVPS	3.81	4.06	4.35
DPS	0.16	0.20	0.23



Source: Factset

—EUROPAC

Shareholders: Harpalus 40%; Cartera  
REA 7%; Angel Fdez. 6%;

### Analyst(s):

Iñigo Recio Pascual, GVC Gaesco Beka

inigo.recio@gvcgaesco.es

+34 91 436 7814

## Resultados de los 9M16

**La noticia:** Europac presentó ayer los resultados del 3T16.

**Nuestro análisis:** Los resultados de la compañía han sido.

### EUROPAC: 9M16 RESULTS

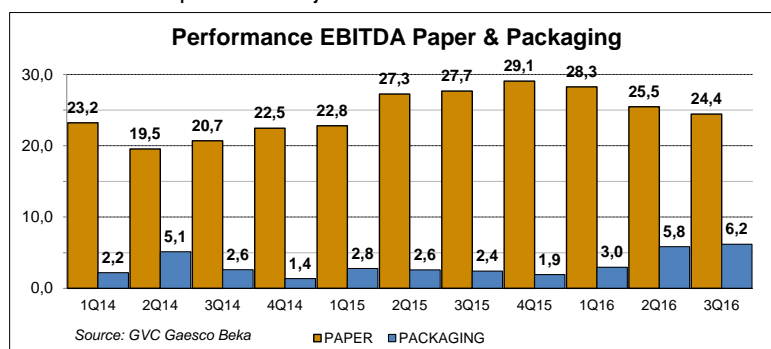
	9M15	% sles	9M16	% sles	%/y	2Q16	3Q16
Sales	603,9	100,0%	603,6	100,0%	0,0%	206,4	197,8
EBITDA	81,5	13,5%	89,9	14,9%	10%	30,2	29,6
Depreciation	-36,1	-6,0%	-36,0	-6,0%	0%	-12,2	-11,6
EBIT	45,5	7,5%	53,9	8,9%	19%	18,0	18,1
Financial Rst	-13,7	-2,3%	-10,5	-1,7%			
EBT	31,7	5,3%	43,5	7,2%	37%	14,6	14,9
Impuestos	-10,8	-1,8%	-11,4	-1,9%			
Net Profit	20,9	3,5%	32,0	5,3%	53%	10,7	11,1

Source: GVC Gaesco Beka estimates

En la anterior nota mencionábamos que los resultados del 3T16 podrían bajar un poco por la estacionalidad y por la inercia de precios a la baja del 1S16 y, al final, la bajada de EBITDA casi no se ha notado, a pesar del ligero descenso de los precios. Desde comienzos de año los precios del papel han bajado en torno a un 6,5% y en papel kraftliner parece que la tendencia ha cambiado desde finales de agosto y comienzan a mejorar ligeramente. En testliner parece que los precios también se empiezan a estabilizar, pero lo vemos menos claro, con unos inventarios superiores a los del año anterior. Según Europac los proyectos de gestión deberían compensar una situación de precios más bajos.

En este 3T16 se ha conseguido estabilizar el EBITDA gracias al aumento de los volúmenes de venta del +3,3 en papel kraftliner y del 5,1% en testliner, por las mejoras de productividad. También es destacable el crecimiento del EBITDA en Packaging, incluso superando el 2T16.

El EBITDA recurrente en papel ya solamente acumula un crecimiento del 0,6% en los 9M16 vs los 9M15, porque el 3T16 ha bajado un 4% vs. el 2T16, lo que se compensa por el buen comportamiento del negocio de cartón, que duplica prácticamente el EBTDA de los 9M15. Esto se debe a las subidas de precios, a las mejoras de gestión, al cambio de mix de clientes y a la prioridad en los proyectos de valor añadido. Según Europac esta mejoría es estructural y los proyectos de gestión van a continuar aportando mejoras en 2017-18.



Source: GVC Gaesco Beka

■ PAPER ■ PACKAGING

Europac ha anunciado que la ampliación de capital liberada 1x25 tendrá un período de negociación de los derechos desde el 31 de octubre al 14 de noviembre, ambos inclusive.

**Conclusión y recomendación:** Los resultados siguen siendo buenos y están en línea con las estimaciones, a pesar de que los precios del papel han bajado en el año. La corrección acumulada y la ampliación liberada son argumentos para comprar. Si los precios del testliner se estabilizan reforzarían nuestra opinión positiva.

FCC

Spain/Materials, Construction &amp; Infrastructure

Analysar



## Neutral

from Accumulate

Share price: EUR 7.89

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 7.00

Target Price unchanged

Reuters/Bloomberg

FCC.MC/FCC.SM

Market capitalisation (EURm) 2,987

Current N° of shares (m) 379

Free float 15%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth 2,299

Daily avg. trad. vol. 12 mth (m) 1,614

Price high 12 mth (EUR) 9.38

Price low 12 mth (EUR) 5.42

Abs. perf. 1 mth -7.78%

Abs. perf. 3 mth 12.19%

Abs. perf. 12 mth 16.52%

Key financials (EUR) 12/15 12/16e 12/17e

Sales (m) 6,476 6,485 6,738

EBITDA (m) 815 818 865

EBITDA margin 12.6% 12.6% 12.8%

EBIT (m) 324 376 413

EBIT margin 5.0% 5.8% 6.1%

Net Profit (adj.)(m) 51 49 66

ROCE 3.9% 5.8% 6.1%

Net debt/(cash) (m) 5,474 4,464 4,277

Net Debt/Equity nm 3.3 3.0

Debt/EBITDA 6.7 5.5 4.9

Int. cover(EBITDA/Fin. int) 2.3 2.4 2.5

EV/Sales 1.0 1.1 1.0

EV/EBITDA 8.3 8.5 7.8

EV/EBITDA (adj.) 8.3 8.5 7.8

EV/EBIT 20.9 18.5 16.4

P/E (adj.) nm nm 45.1

P/BV 9.2 2.6 2.4

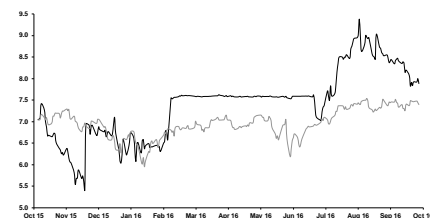
OpFCF yield 6.8% 8.4% 8.1%

Dividend yield 0.0% 0.0% 0.0%

EPS (adj.) 0.13 0.13 0.17

BVPS 0.74 3.04 3.22

DPS 0.00 0.00 0.00



Source: Factset

Shareholders: EK 20%; Carlos Slim 61%; Three Bays 4%;

## Analyst(s):

Rafael Fernández de Heredia, GVC Gaesco Beka

rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es

+34 91 436 78 08

## Recuperación del EBITDA y del circulante

**Los hechos:** FCC ha publicado un EBITDA que continua acelerándose (+3,4% vs 1,3% en 1H16) por menores costes corporativos y recuperación del cemento. El beneficio neto (EUR -179m) se ve impactado por EUR 345m de provisiones en cemento y construcción. Destacamos la reducción de deuda (EUR 1.296m) por la ampliación de capital (EUR 709m), las desinversiones (EUR 127m), el cobro de un anticipo en UK (EUR 219m), y el uso de factoring (EUR 200m).

**Nuestro análisis:** Destacamos: 1) **EBITDA.** EUR 613m (+3,4%), penalizado en especial por la menor actividad en construcción (EUR 34m EBITDA, -31%). Descenso en servicios (-1,1%) por menores ventas en UK (-14%). Agua se ralentiza (0,2% vs +1,3%) por menor obra en redes. Mejora de márgenes excepto en construcción. Cemento al alza por menores costes energéticos y US; 2) **WC.** Clara mejora (EUR 156m vs EUR 1,1 en 1H16) por uso de factoring (EUR 200m); 3) **Deuda.** Se ha cancelado EUR 417m del convertible (6,5% interés). De los EUR 502m de deuda del tramo B se han cancelado EUR 386m incluyendo una quita de EUR 58m. Quedan EUR 116m. Se han destinado EUR 270m a la reducción de deuda en CPV.

SALES	9M15	9M16	%
Construction	1,425.8	1,134.4	-20.4%
Services	2,137.0	2,047.7	-4.2%
Water	780.7	747.4	-4.3%
Cement	436.2	429.3	-1.6%
Adjustments	12.7	21.2	66.9%
<b>SALES</b>	<b>4,792.4</b>	<b>4,380.0</b>	<b>-8.6%</b>
EBITDA	9M15	9M16	%
Construction	49.4	34.0	-31.2%
Services	321.6	318.2	-1.1%
Water	170.4	170.8	0.2%
Cement	63.2	74.3	17.6%
Adjustments	-11.2	16.0	-242.9%
<b>EBITDA</b>	<b>593.4</b>	<b>613.3</b>	<b>3.4%</b>
	9M15	9M16	%
Amortisations/Other	-319.5	-657.7	105.9%
Financial result	-265.6	-206.0	-22.4%
Other results	0.9	4.4	388.9%
Associates	34.5	63.2	83.2%
<b>Ordinary Result</b>	<b>43.7</b>	<b>-182.8</b>	<b>-518.3%</b>
Taxes	24.1	-32.3	-234.0%
Minorities/Other	-81.4	35.7	-143.9%
<b>Net Income</b>	<b>-13.6</b>	<b>-179.4</b>	<b>-</b>

Source: FCC

**Conclusión:** Resultados neutros en un año de reestructuración y progresiva normalización de la marcha operativa del grupo. El próximo hito en la reestructuración financiera es la renegociación de la deuda del tramo A, que previsiblemente recoja la inclusión de la deuda del tramo B en este tramo. Vemos factible ajustar nuestro TP al alza, aunque no lo suficiente como para mantener una recomendación de Acumular, por lo que la revisamos a la baja hasta Neutral.



# Ferrovial

Spain/Materials, Construction &amp; Infrastructure

Analysar



## Accumulate

Recommendation unchanged

Share price: EUR 18.59

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 22.10

Target Price unchanged

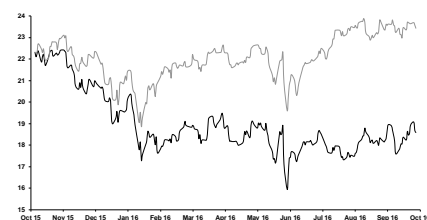
Reuters/Bloomberg

FER.MC/FER.SM

Market capitalisation (EURm)	13,615
Current N° of shares (m)	732
Free float	65%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	3,222
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	27,074
Price high 12 mth (EUR)	23.28
Price low 12 mth (EUR)	15.96
Abs. perf. 1 mth	2.40%
Abs. perf. 3 mth	0.22%
Abs. perf. 12 mth	-20.28%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Sales (m)	9,698	9,353	9,646
EBITDA (m)	1,024	980	973
EBITDA margin	10.6%	10.5%	10.1%
EBIT (m)	899	1,021	725
EBIT margin	9.3%	10.9%	7.5%
Net Profit (adj.)(m)	718	657	440
ROCE	8.0%	9.4%	6.5%
Net debt/(cash) (m)	4,542	4,574	4,746
Net Debt/Equity	0.7	0.7	0.7
Debt/EBITDA	4.4	4.7	4.9
Int. cover(EBITDA/Fin. int)	2.0	2.2	2.1
EV/Sales	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.4	10.2	10.4
EV/EBITDA (adj.)	11.4	10.2	10.4
EV/EBIT	13.0	9.8	13.9
P/E (adj.)	21.3	20.7	30.9
P/BV	2.5	2.2	2.2
OpFCF yield	3.3%	4.2%	5.3%
Dividend yield	3.8%	3.9%	4.0%
EPS (adj.)	0.98	0.90	0.60
BVPS	8.27	8.44	8.29
DPS	0.71	0.73	0.75



Source: Factset — FERROVIAL — Stoxx Construction &amp; Materials (Rebased)

Shareholders: Del Pino Family 36%;

## Analyst(s):

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

## Resultados Neutros

**Los hechos:** Ferrovial ha publicado los resultados de los 9M16. Destacamos la evolución de la 407 ETR/HR, la progresiva recuperación del tráfico y la marcha de las managed lines. En el negativo la mala evolución de los servicios en UK y la construcción.

**Nuestro análisis:** 1) **407 ETR.** El EBITDA creció un 14,9%, gracias al crecimiento de tarifas (+9,3%), con un tráfico que aumentó un 4,4%; 2) **HR.** Buen crecimiento del EBITDA (+4,4%), por un crecimiento del tráfico del 0,7%, del ingreso retail por pasajero del +7,7% y menores costes (-3,4%); 3) **Dividendos.** Crecimiento en la 407 ETR del 5,4% y plano en HR; 4) **Servicios.** Descenso del EBITDA (-25,1% l-f-l) por Amey (EUR 24m -61% l-f-l en EBITDA). El grueso procede de menor volumen (EUR 69m), Birmingham aporta unas pérdidas de GBP 7m (incluyendo la desdotación de GBP 10m) y hay costes de reestructuración por EUR 19m; 5) **Brexit.** El 7% del EBITDA del 1S16 procedía de UK. Cuenta con cobertura por importe de GBP 368m para hacer frente a los dividendos que recibe (GBP 105m) y la caja en libras. Un aumento de la inflación le beneficia al igual que menores tipos. El menor GDP puede impactar a HR (aunque es bastante resistente), a los aeropuertos no regulados, Amey, construcción (4% ventas) y a una autopista por disponibilidad (M8); 6) **Construcción.** (-23% l-f-l) por menor actividad en España y Webber; 7) **Cintra.** El EBITDA de la NTE alcanza los EUR 41m, +53% (76,7% margen). En la LBJ el EBITDA es de EUR 42m (vs EUR 4m en 9M15) con un margen en el 76,6%. Clara recuperación del tráfico en Cintra; 8) **WC.** Deterioro de EUR 475m; 9) **Caja en la holding** (EUR 300m vs EUR 1.514m Dic 15) por Broadpectrum (EUR 934m).

SALES	9M15	9M16	Var
Construction	3,233.0	3,033.0	-6.2%
Highways	389.0	361.0	-7.2%
Services	3,621.0	4,314.0	19.1%
Adjustments	-10.0	-12.0	20.0%
<b>TOTAL</b>	<b>7,233.0</b>	<b>7,696.0</b>	<b>6.4%</b>
EBITDA	9M15	9M16	Var
Construction	295.0	226.0	-23.4%
Highways	261.0	228.0	-12.6%
Services	264.0	209.0	-20.8%
Adjustments	-5.0	-13.0	160.0%
<b>TOTAL</b>	<b>815.0</b>	<b>650.0</b>	<b>-20.2%</b>
ACCOUNT	9M15	9M16	Var
Amortisation/Other	-166.0	34.0	-120.5%
<b>Operating result</b>	<b>648.0</b>	<b>684.0</b>	<b>5.6%</b>
Financial Result	-321.0	-284.0	-11.5%
Associates	204.0	56.0	-72.5%
<b>Ordinary Result</b>	<b>531.0</b>	<b>457.0</b>	<b>-13.9%</b>
Taxes	-71.0	-175.0	146.5%
Minorities/other	22.0	-3.0	-113.6%
<b>Net Income</b>	<b>483.0</b>	<b>279.0</b>	<b>-42.2%</b>

Source: Ferrovial

**Conclusión:** Resultados neutros. Buena evolución de HR/407/managed lines que se ve empañada por la débil evolución de la construcción y el circulante (que esperamos se recupere en el 2S). En cuanto a los servicios en UK la situación es peor de lo esperado, aunque el posible impacto en nuestro precio objetivo sería limitado (2%). Mantenemos la visión positiva en el valor.



## Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 10.30

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 14.10

Target Price unchanged

Reuters/Bloomberg TL5.MC/TL5.SM

Market capitalisation (EURm) 3,467

Current N° of shares (m) 337

Free float 50%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth 1,711

Daily avg. trad. vol. 12 mth (m) 10,704

Price high 12 mth (EUR) 12.01

Price low 12 mth (EUR) 8.26

Abs. perf. 1 mth -1.72%

Abs. perf. 3 mth -2.88%

Abs. perf. 12 mth -1.44%

Key financials (EUR) 12/15 12/16e 12/17e

Sales (m) 972 1,026 1,043

EBITDA (m) 223 244 262

EBITDA margin 22.9% 23.8% 25.1%

EBIT (m) 205 226 244

EBIT margin 21.1% 22.0% 23.4%

Net Profit (adj.)(m) 166 181 203

ROCE 20.2% 18.7% 19.6%

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) (147.7) (106.2)

EV/Sales 3.4 3.1 3.0

EV/EBITDA 14.9 13.0 12.1

EV/EBITDA (adj.) 14.9 13.0 12.1

EV/EBIT 16.2 14.1 13.0

P/E (adj.) 21.0 19.1 17.1

P/BV 3.3 2.9 2.8

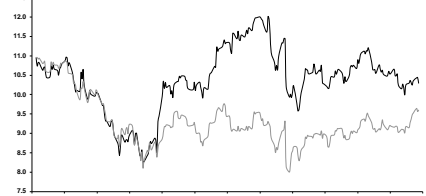
OpFCF yield 5.5% 5.8% 7.6%

Dividend yield 4.7% 4.7% 5.3%

EPS (adj.) 0.48 0.54 0.60

BVPS 3.06 3.55 3.66

DPS 0.48 0.48 0.54



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

## POST-3T16: flojos, aunque mejora el guidance de costes

**Los hechos:** MSE presentó resultados 9M/3T16 a cierre de mercado. C.C.18:00.

**Nuestro análisis:** Superiores a nuestras estimaciones y consenso en la línea de EBITDA y B. Neto. Flojos en el trimestre estanco y positivos en acumulado.

### MEDIASET ESPAÑA.POST 9M/3Q'16 RESULTS

EURm	9M'15	9M'16e	9M'16	Δ% yly	3Q'15	3Q'16e	3Q'16	Δ% yly
TV Net Income	634.5	667.4	667.1	5.1%	180.5	178.3	178.0	-1.4%
Others	40.2	46.1	44.6	10.9%	15.6	13.6	12.1	-22.5%
Net Revenues	674.7	713.5	711.7	5.5%	196.1	191.9	190.1	-3.0%
Op. Expenses *	530.3	534.3	527.2	-0.6%	171.3	172.7	165.6	-3.3%
Adj. EBITDA **	144.4	179.2	184.5	27.8%	24.8	19.2	24.5	-1.2%
% Adj. EBITDA M.	21.4%	25.1%	25.9%	+4.5 p.p.	12.6%	10.0%	12.9%	+0.3 p.p.
D & A*	13.0	14.3	13.8	6.6%	4.4	4.4	3.9	-10.7%
EBIT	131.4	164.9	170.7	29.9%	20.4	14.8	20.6	0.9%
% EBIT Margin	19.5%	23.1%	24.0%	+4.5 p.p.	10.4%	7.7%	10.8%	+0.4 p.p.
Financial + Assoc. + Others	15.7	-0.4	-2.4	-	-0.8	-1.0	-2.9	263.8%
EBT	147.2	164.5	168.4	14.4%	19.7	13.8	17.7	-10.3%
% EBT Margin	21.8%	23.1%	23.7%	+1.9 p.p.	10.0%	7.2%	9.3%	-0.7 p.p.
Taxes + Minorities	-33.6	-35.4	-36.5	8.7%	3.7	2.5	-3.5	-195.1%
Net Profit	113.8	129.1	131.9	15.9%	16.0	11.3	14.1	-11.6%
% Adj. Net Profit Margin	16.9%	18.1%	18.5%	+1.6 p.p.	8.2%	5.9%	7.4%	-0.8 p.p.
% Adv. Invest. TV (y/y)	8.0%	6.5%	6.4%	-1.6 p.p.	3.1%	3.0%	1.0%	-2.1 p.p.
M. Share Reported	43.4%	44.1%	43.8%	+0.4 p.p.	43.8%	43.9%	43.6%	-0.2 p.p.
TV Audience	31.3%	30.5%	30.5%	-0.8 p.p.	31.1%	30.4%	30.4%	-0.7 p.p.
Power ratio	1.387	1.446	1.436	3.6%	1.408	1.444	1.434	1.8%
EPS	0.311	0.383	0.392	26.0%	0.044	0.034	0.042	-3.8%
Net Cash Position	205.7	110.4	118.4	-42.4%				
ND/Adj. EBITDA	-0.92x	-0.31x	-0.32x					
Adj. EBITDA/Net Rev.	21.4%	25.1%	25.9%		12.6%	10.0%	12.9%	
Net Profit/Net Rev.	16.9%	18.1%	18.5%		8.2%	5.9%	7.4%	

Source: Mediaset España, GVC Gaesco Beka Estimates. \* General, TV Rights Amortisation & Administration Expenses  
\*\* Includes TV Rights Amortizations. Note: Around 2% of total revenues come from internet

- **Top-line, por debajo de expectativas.** Según Infoadex, el mercado publicitario de TV experimentó una evolución plana (+1% vs. -1,4% de MSE a/a) en el 3T16 (+6,4% en el 9M16). MSE no registró la evolución positiva esperada en materia de share (+0,4 p.p. en el trimestre, +44,2%) aún con la Eurocopa. Ello a pesar de que el precio pagado por los derechos fue atractivo y sus resultados satisfactorios **en términos de audiencias y targets** (30,4% 24h/ind. en 3T16, -0,7 p.p. a/a; +31% prime time/ind., +1,2 p.p.). **En el lado positivo, la compañía mantuvo el liderazgo en share** perdido en el 1T16. Buen dato de c/GRP +1,2% y GRPs +1% teniendo en cuenta que los inventarios subieron un +22,2%.
- **Opex marcado por la contención (como viene siendo habitual, -24,7% desde 9M2010 pro-forma) y los extraordinarios de la Eurocopa FTA (parcial entre 2/3T).** El 3T16 requirió de mayores esfuerzos en programación t/t fundamentalmente por realites y el pago estimado de c.20/25mEUR por la Eurocopa. Menores ingresos/costes por cine. El opex supuso (como siempre) la mayor desviación en nuestras estimaciones, produciéndose una contracción (-1,2% a/a) incluso contando con los derechos de la Eurocopa en el 3T16 y BeMad. **La sorpresa positiva vino de la revisión a la baja de la guía anual de costes desde los 780 a 770mEUR (guidance anterior a la Eurocopa).** Esperamos que el opex17e se reduzca al no contar con este evento premium.
- **Fuerte incremento de CF 9M16 (+21,3% a/a, CARG9M13/9M16 +214%).**

**Conclusión:** *En resumen, flojos resultados y poco representativos a nivel anual. El m.publicitario se encuentra de nuevo en deceleración en parte explicada por la incertidumbre política. En el caso concreto de MSE, el rendimiento de la Eurocopa no fue el esperado. Somos optimistas de cara al 4T16e (así se mostró también la propia MSE en la c.c. aunque sin cuantificar el m.publicitario a excepción de Octubre que comentó que será flat/ligeramente positivo) ya que observamos un efecto similar a cuando se atrasaron las campañas entre Dic-15 y Ene-16 (crecimiento de Feb-16 superior al 20%). A ello se une la formación final de Gobierno, la menos exigente base comparativa (el año pasado hubo Elecciones Generales en Dic-15 y el mercado publicitario de TV creció levemente +2,8% a/a) y las buenas perspectivas de cara a la campaña navideña.*



## Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 1.24

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 1.73

Target Price unchanged

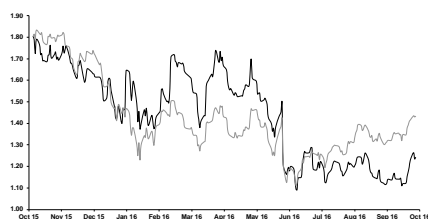
Reuters/Bloomberg

SABE.MC/SAB SM

Market capitalisation (EURm)	6,913
Current N° of shares (m)	5,566
Free float	85%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	28,379
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	19,608
Price high 12 mth (EUR)	1.80
Price low 12 mth (EUR)	1.09
Abs. perf. 1 mth	10.70%
Abs. perf. 3 mth	3.85%
Abs. perf. 12 mth	-32.46%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Total Revenue (m)	5,593	5,735	5,423
Pre-Provision Profit (PPP) (m)	2,978	2,612	2,408
Operating profit (OP)	1,939	1,473	1,406
Earnings Before Tax (m)	745	897	1,069
Net Profit (adj.) (m)	1,016	686	764
Shareholders Equity (m)	12,731	13,248	13,783
Tangible BV (m)	10,209	10,316	10,958
RWA (m)	88,769	86,000	90,000
ROTE	10.7%	6.7%	7.2%
Total Capital Ratio (B3)	12.9%	13.2%	13.6%
Cost/Income	46.8%	54.5%	55.6%
NPL ratio (gross)	9.8%	7.1%	5.6%
P/PPP	2.8	2.6	2.9
P/E (adj.)	8.1	10.1	9.0
P/BV	0.6	0.5	0.5
P/TBV	0.8	0.7	0.6
Dividend Yield	2.4%	3.5%	4.4%
PPPPS	0.58	0.47	0.43
EPS (adj.)	0.20	0.12	0.14
BVPS	2.49	2.38	2.48
TBPS	1.99	1.85	1.97
DPS	0.03	0.04	0.05



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

Shareholders: ITOS Holding 7%; Winthrop Securities Ltd. 5%; BlackRock 3%; BoD 1.13%;

### Analyst(s):

Javier Bernat, GVC Gaesco Beka

javier.bernat@gvcgaesco.es

+34 91 436 7816

## Previsión 3T16: EUR215m (-5,4% A/A)

**Los hechos:** Banco Sabadell hará público su resultado del 3T16 mañana viernes, antes de la apertura de mercado. Nuestra previsión apunta a que en este periodo el banco alcanzará un beneficio neto de EUR215m, un 5,4% menos que en 2015.

B SABADELL (EURm)	3Q'16E	3Q'15	2Q'16	Y/Y	Q/Q
NII	942	941	969	0.1%	(2.8)%
NIM	2.0%	2.0%	2.1%	(0.1)%	(1.9)%
Other Revenue	234	358	444	(34.7)%	(47.4)%
GOP	1,176	1,299	1,413	(9.5)%	(16.8)%
Ope expenses	(738)	(773)	(758)	(4.6)%	(2.7)%
C/I Ratio	62.7%	59.5%	53.6%	5.4%	17.0%
PPP	438	526	656	(16.6)%	(33.1)%
LIC	(337)	(120)	(351)	181%	(4.0)%
LIC/ GOP	28.7%	9.2%	24.8%	210%	15.4%
Other (net)	(195)	101	78	nm	nm
PBT	297	305	226	(2.8)%	31.2%
Net Income (reported)	215	228	173	(5.4)%	24.2%

Estimates GVC Gaesco Beka . TSB since 06.30.18

**Nuestro análisis:** La presentación a inversores está prevista para las 9:00 CET del mismo día. Se adjunta el consenso de analistas (Inquiry Financial).

EURm	3Q'16
NII	943
GOP	1,307
PPP	569
PBT	284
Net Profit	204

Source Inquiry Financial

**Conclusión:** Reiteramos recomendación.



## Neutral

Recommendation unchanged

Share price: EUR 2.71

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 3.50

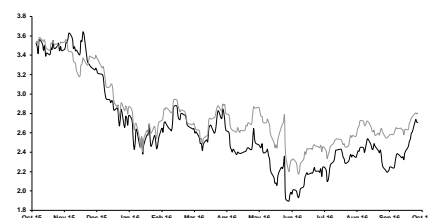
Target Price unchanged

Reuters/Bloomberg CABK.MC/CABK.SM

Market capitalisation (EURm)	16,011
Current N° of shares (m)	5,910
Free float	54%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	21,609
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	39,376
Price high 12 mth (EUR)	3.64
Price low 12 mth (EUR)	1.89
Abs. perf. 1 mth	22.47%
Abs. perf. 3 mth	23.53%
Abs. perf. 12 mth	-24.35%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Total Revenue (m)	7,726	7,867	7,215
Pre-Provision Profit (PPP) (m)	3,663	3,752	3,507
Operating profit (OP)	1,147	1,818	1,947
Earnings Before Tax (m)	638	1,243	1,947
Net Profit (adj.) (m)	1,182	1,298	1,558
Shareholders Equity (m)	23,688	21,938	26,990
Tangible BV (m)	18,485	16,764	16,657
RWA (m)	143,312	135,314	133,113
ROTE	6.7%	7.4%	9.3%
Total Capital Ratio (B3)	14.7%	14.8%	15.4%
Cost/Income	52.6%	52.3%	51.4%
NPL ratio (gross)	8.8%	8.0%	6.9%
P/PPP	5.1	4.3	4.6
P/E (adj.)	15.8	12.3	10.3
P/BV	0.8	0.7	0.6
P/TBV	1.0	1.0	1.0
Dividend Yield	3.0%	3.2%	3.9%
PPPPS	0.63	0.64	0.59
EPS (adj.)	0.20	0.22	0.26
BVPS	4.07	3.71	4.57
TBVPS	3.18	2.84	2.82
DPS	0.08	0.09	0.11



Source: Factset — CAIXABANK — Stoxx Banks (Rebased)

Shareholders: Criteria 46%;

## Analyst(s):

Javier Bernat, GVC Gaesco Beka

javier.bernat@gvcgaesco.es

+34 91 436 7816

## Previsión 9M16: EUR930m (-6,7% A/A)

**Los hechos:** CaixaBank hará público su resultado de 9m16 mañana viernes, antes de la apertura de mercado. Nuestra previsión apunta que en este periodo el banco alcanzará un beneficio neto de EUR930m, un 6,7% menos que en 2015.

CaixaBank (EURm)	9m16E	YY	3Q'16E	YY	Q/Q	3Q'15
NII	3,092	(6.5)%	1,051	1.3%	3.0%	1,038
NII / ATA (%)	2.62%	(11.5)%	2.67%	(5.8)%	(11.1)%	2.84%
Fees & Comm (net)	1,536	0.8%	526	5.8%	0.7%	497
Trading	821	9.7%	228	nm	(30.0)%	52
Other (net)	542	(26.4)%	137	(17.0)%	(47.1)%	165
GOP	5,991	(5.2)%	1,942	10.8%	(8.7)%	1,752
Ope. Expenses	(2,990)	(17.2)%	(988)	(2.7)%	(1.1)%	(1,015)
C/I ratio (%)	49.9%	(12.7)%	50.9%	(12.2)%	8.3%	57.9%
PPP	3,001	10.9%	954	29.4%	(15.4)%	737
LIC	(1,392)	(21.0)%	(480)	48.7%	(4.3)%	(323)
LIC/GOP (%)	(23.2)%	(16.7)%	(24.7)%	34.2%	4.8%	(18.4)%
Other (net)	(310)	nm	(63)	nm	nm	(66)
PBT	1,299	43.5%	411	18.0%	(19.8)%	348
Net income	930	(6.7)%	292	1.3%	(20.1)%	288
EPS	0.159	(12.2)%	0.050	(3.4)%	(20.1)%	0.052

**Nuestro análisis:** A nivel de trimestre estanco esperamos un resultado neto de EUR292m, un 1,1% más que en el mismo periodo de 2015. La presentación a inversores está prevista para el mismo día a las 11:00 CET y en la que el foco estará en los estará en el desarrollo de la oferta amistosa sobre BPI.

**Conclusión:** Reiteramos recomendación.



## Accumulate

Recommendation unchanged

Share price: EUR 9.25

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 14.20

Target Price unchanged

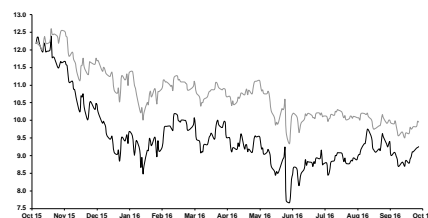
Reuters/Bloomberg

TEF.MC/TEF.SM

Market capitalisation (EURm)	45,604
Current N° of shares (m)	4,928
Free float	88%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	26,602
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	148,025
Price high 12 mth (EUR)	12.40
Price low 12 mth (EUR)	7.66
Abs. perf. 1 mth	-0.83%
Abs. perf. 3 mth	3.59%
Abs. perf. 12 mth	-23.01%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Sales (m)	47,219	52,442	53,138
EBITDA (m)	11,414	15,831	16,112
EBITDA margin	24.2%	30.2%	30.3%
EBIT (m)	2,897	6,467	6,813
EBIT margin	6.1%	12.3%	12.8%
Net Profit (adj.)(m)	2,745	3,187	3,260
ROCE	6.8%	7.8%	8.5%
Net debt/(cash) (m)	49,921	52,387	50,873
Net Debt/Equity	1.8	1.9	1.9
Debt/EBITDA	4.4	3.3	3.2
Int. cover(EBITDA/Fin. int)	4.4	6.1	6.2
EV/Sales	2.4	2.1	2.0
EV/EBITDA	9.7	6.9	6.7
EV/EBITDA (adj.)	7.8	6.9	6.7
EV/EBIT	38.3	16.8	15.8
P/E (adj.)	18.4	14.3	14.0
P/BV	2.8	2.6	2.7
OpFCF yield	-2.6%	11.3%	11.3%
Dividend yield	8.1%	8.1%	8.1%
EPS (adj.)	0.56	0.65	0.66
BVPS	3.63	3.54	3.46
DPS	0.75	0.75	0.75



Source: Factset —TEFONICA —Stoxx Telecommunications (Rebased)

Shareholders: BBVA 6%; Caixa 5%;

## Analyst(s):

Victor Peiro Pérez, GVC Gaesco Beka

victor.peiro@gvcgaesco.es

+34 91 436 7812

## Reducción del dividendo. Resultados aceptables

**Los hechos:** Telefónica ha anunciado que recorta el dividendo de 2016 desde 0,75 EUR/ACC a 0,55EUR/ACC ( se mantiene el a cuenta de 0,35 EUR en Scrip en Noviembre pero el complementario de verano se recorta de 0,40 EUR a 0,20 EUR en caja). El dividendo de 2017 será de 0,40 EUR/ACC en dos pagos sólo en caja. Por su parte ha presentado los resultados del 3T16.

**Nuestro análisis:** Los resultados han estado en la parte media baja del consenso en términos de ventas, pero con un mejor margen Ebitda.

## Telefónica 3Q2016 Figures: Growth and Consensus

	3Q16	Var	Var Org	Consens
Revenues	13,080	-5.9%	-0.2%	12.900-13.600
OIBDA	4,175	-1.0%	3.1%	3.880-4.220
Margin Ebitda	31.9%	+1.6	+1.0	30.1%-32.7%
EBIT	1,718	-5.5%	-0.4%	1.570-2.050
Net Income	983	38.5%		460-1000
EPS	0.19	44.8%		
Capex	2,362	5.3%	-3.8%	

Telefonica and BEKA Finance

Lo más importante es la decisión esperada por el mercado de recortar dividendo. Esta medida le ahorrara en 2017 unos 980 mEUR (0,20EUR por 4900m de acciones) pero en 2018 no será tanto porque se pagara 0,4EUR/ACC en caja, frente a 0,2EUR.

**Conclusión:** Nos parece una decisión positiva la de recortar dividendo, ya que en estos momentos el mercado estaba cuestionando la necesidad de dar un div yield del 8% mientras se necesita reducir deuda.





## Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 11.66

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 14.00

Target Price unchanged

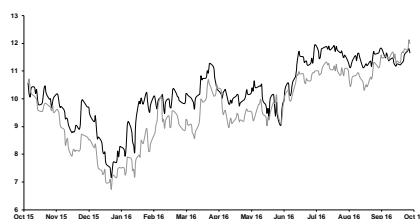
Reuters/Bloomberg

ACX.MC/ACX.SM

Market capitalisation (EURm)	3,219
Current N° of shares (m)	276
Free float	40%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	1,933
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	22,273
Price high 12 mth (EUR)	11.96
Price low 12 mth (EUR)	7.15
Abs. perf. 1 mth	0.13%
Abs. perf. 3 mth	1.70%
Abs. perf. 12 mth	10.68%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Sales (m)	4,221	4,016	4,750
EBITDA (m)	286	340	482
EBITDA margin	6.8%	8.5%	10.1%
EBIT (m)	121	175	316
EBIT margin	2.9%	4.4%	6.6%
Net Profit (adj.)(m)	43	93	180
ROCE	3.1%	4.5%	7.8%
Net debt/(cash) (m)	711	715	778
Net Debt/Equity	0.4	0.4	0.4
Debt/EBITDA	2.5	2.1	1.6
Int. cover(EBITDA/Fin. int)	6.1	9.4	12.9
EV/Sales	0.7	1.0	0.8
EV/EBITDA	10.9	11.2	8.0
EV/EBITDA (adj.)	10.9	11.2	8.0
EV/EBIT	25.9	21.8	12.3
P/E (adj.)	nm	34.7	17.9
P/BV	1.3	1.7	1.6
OpFCF yield	-7.3%	3.6%	1.9%
Dividend yield	3.9%	3.9%	3.9%
EPS (adj.)	0.16	0.34	0.65
BVPS	7.23	6.90	7.10
DPS	0.45	0.45	0.45



Source: Factset — ACERINOX — Stoxx Basic Resources (Rebased)

Shareholders: CF Alba 20%; Omega Capital 12%;  
Nisshin Steel 15%;

## Analyst(s):

Iñigo Recio Pascual, GVC Gaesco Beka

inigo.recio@gvcgaesco.es

+34 91 436 7814

## Comentarios de la presentación del 3T16

**La noticia:** Acerinox realizó una presentación del 3T16.**Nuestro análisis:** Los aspectos más relevantes de la presentación fueron:

- Acerinox espera que **el 4T16** sea inferior en resultados al 3T16 (103 m EUR) pero el EBITDA del 4T16 permitirá que el EBITDA anual crezca a doble dígito. Esto supone obtener entre 92 y 102 m EUR de EBITDA en el 4T16. Con ello, el EBITDA anual podría situarse entre 315 m EUR y 325 m EUR, prácticamente en línea con el EBITDA del consenso para 2016 de 321 m EUR. Nuestras estimaciones actuales son superiores en un 6%. La evolución de la deuda neta es mejor de lo estimado.
- **Volúmenes:** van a bajar en el 4T16 con respecto al 3T16, pero se espera que sean más altos que el 4T15. En EEUU puede haber cierta desaceleración por las elecciones y porque en el 4T tradicionalmente se reducen los inventarios. En Europa puede haber menos desaceleración que en EEUU.
- En opinión del *management* de Acerinox, **el níquel** sólo puede subir. Solamente la estabilidad del níquel ya sería positiva. La tendencia alcista del níquel, siempre que sea progresiva, también es buena para el sector.
- Se ha producido un **cierre de una planta de Allegheny** en EEUU que también ayudará al resto de productores estadounidenses.
- **Precios en Europa:** Acerinox ha anunciado una subida de 50 EUR/t en España y Portugal, que es donde Acerinox tiene una cuota de mercado del 60%. Esta subida de precios se verá en el 1T17. Vemos probable que se vayan produciendo subidas de precios base en otros países europeos, ya que se ven menos tensiones, y las condiciones demanda e inventarios acompañan. **Precios en EEUU:** están estables, después de las tres subidas del 1S16. Se han realizado nuevas subidas para algunas calidades concretas y hay hueco para subir los precios, pero lo quieren hacer en el momento oportuno, no en el 4T16, podría ser en el 1T17.
- **Las importaciones** en EEUU han bajado un 23% y parte de los volúmenes procedentes de China se han sustituido por importaciones de otras compañías asiáticas en las que la rentabilidad es importante, de ahí que el principal peligro existente con las importaciones chinas se va disipando. **El peso de las importaciones en EEUU y en Europa se mantiene estable.**
- **Sobrecapacidad.** Son optimistas con la absorción progresiva del excedente de capacidad en Asia. El crecimiento del consumo y el cierre de algunas capacidades, equilibrará en unos años la oferta y demanda.
- **Nisshin Steel:** Nippon Steel & Sumitomo Metal Corp. anunció la compra de Nisshin Steel, acuerdo que se materializará a finales del 1T17. Según Acerinox, la intención es que el nuevo grupo mantenga el 15% en Acerinox. Esta integración en acero carbono pensamos que también se llevará a cabo en el acero inoxidable (aunque todavía no hay anuncios en este sentido) surgiendo un grupo con una capacidad *upstream* cercana a los dos millones de toneladas. Pueden surgir oportunidades.

**Conclusión y recomendación:** Somos positivos con la evolución de los resultados de Acerinox que van a mejorar pero a un ritmo algo más lento de lo estimado.



## Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 4.74

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 5.80

Target Price unchanged

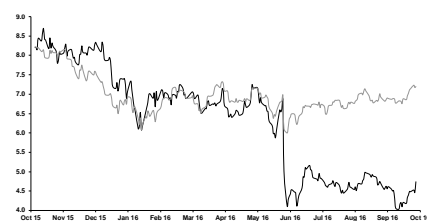
Reuters/Bloomberg

ICAG/MC/IAG SM

Market capitalisation (EURm)	10,112
Current N° of shares (m)	2,133
Free float	48%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	6,398
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	34,348
Price high 12 mth (EUR)	8.69
Price low 12 mth (EUR)	4.03
Abs. perf. 1 mth	4.24%
Abs. perf. 3 mth	-0.65%
Abs. perf. 12 mth	-43.99%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Sales (m)	22,858	23,154	23,166
EBITDA (m)	3,642	3,894	4,043
EBITDA margin	15.9%	16.8%	17.5%
EBIT (m)	2,335	2,582	2,702
EBIT margin	10.2%	11.2%	11.7%
Net Profit (adj.)(m)	1,539	1,833	1,963
ROCE	12.2%	13.3%	13.7%
Net debt/(cash) (m)	2,774	1,784	925
Net Debt/Equity	0.5	0.3	0.1
Debt/EBITDA	0.8	0.5	0.2
Int. cover(EBITDA/Fin. int)	14.5	15.0	18.0
EV/Sales	0.9	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.5	3.1	2.8
EV/EBITDA (adj.)	5.5	3.1	2.8
EV/EBIT	8.6	4.7	4.2
P/E (adj.)	11.0	5.5	5.2
P/BV	3.2	1.5	1.2
OpFCF yield	1.8%	16.9%	16.6%
Dividend yield	4.2%	4.5%	5.0%
EPS (adj.)	0.75	0.86	0.92
BVPS	2.56	3.13	3.84
DPS	0.20	0.21	0.24



Shareholders: Qatar Airways 20%; Lansdowne 7%; Standard Life Investment 6%;

## Analyst(s):

Sonia Ruiz De Garibay, GVC Gaesco Beka  
sonia.ruizdegaribay@gvcgaesco.es  
+34 91 436 7841

## Principio de acuerdo sobre NAPS

**Los hechos:** British Airways ha firmado un principio de acuerdo con los administradores del plan de pensiones de prestación definida NAPS sobre su valoración actuarial trienal correspondiente a la revisión iniciada en marzo de 2015 vs. la anterior de marzo de 2012. Los principales términos del acuerdo son:

- Un déficit técnico de GBP 2.8bn (vs. GBP 2.7bn en la última valoración a marzo de 2012). El ligero aumento responde a la reducción de los tipos de interés para descontar el pasivo del plan, efecto que se ha visto parcialmente contrarrestado por las aportaciones y las rentabilidades de las inversiones.
- British Airways realizará aportaciones fijas al pago del déficit del NAPS por importe de GBP 300m/año hasta 2027.
- El acuerdo otorga a British Airways flexibilidad para abonar dividendos a IAG; y establece un límite en las aportaciones adicionales en GBP 150m/año basadas en la posición de efectivo a 31 de marzo en cualquier año (siendo el umbral anterior un efectivo > GBP 2bn).

Las conversaciones sobre la valoración actuarial del otro plan de pensiones de prestación definida de British Airways (APS) se retomarán cuando se haya resuelto el proceso judicial actualmente en curso.

**Nuestro análisis:** Aunque el principio de acuerdo se ha saldado con el reconocimiento de un mayor déficit, lo cierto es que se trata de un aumento modesto, por lo que valoramos positivamente la noticia y se aclara una incertidumbre que recaía sobre el valor. La subida de GBP 100m en el déficit, contrastado con una estimada generación de caja operativa (post WCR) de EUR 18bn entre 2016-20 no supone un impacto sustancial.

Cash Flow Analysis	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Total 2016-20
Op CF	2,823	3,166	3,325	3,424	3,526	3,785	17,226
WCR	-482	289	155	117	111	109	780
Investments	-2,040	-1,750	-1,800	-1,800	-1,800	-1,800	-8,950
Acquisitions	-438	0	0	0	0	0	0
Disposals	0	0	0	0	0	0	0
Pension Deficit payments	-321	-341	-363	-386	-410	-437	-1,937
Dividends	-163	-374	-458	-510	-549	-593	-2,485
Others	-480	0	0	0	0	0	0
<b>Remaining cash flow</b>	<b>-1,101</b>	<b>990</b>	<b>859</b>	<b>844</b>	<b>878</b>	<b>1,064</b>	<b>4,634</b>
<b>ROIC (%)</b>	<b>12.6%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.1%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.6%</b>	<b>13.1%</b>	<b>12.9%</b>

Source: GVC Gaesco Beka estimates

No obstante ello queda pendiente la revisión del APS que conforme a la última valoración de marzo de 2012 ascendía a GBP 600m (el combinado a marzo de 2013 fue de GBP 3.300m). Conforme nuestras estimaciones para el periodo 2016-20 prevemos una suma del total de aportaciones al déficit ligeramente superior a la actual (EUR 1.9bn ver cuadro superior si incluimos tanto APS como NAPS y que podría superar los EUR 400m/año) y en cualquier caso compatible con los dos objetivos principales de IAG relativos a la generación de caja: dividendos sostenibles y desapalancamiento para situarse en posición de lograr investment grade. A ello añadimos el esperado recorte de capex recurrente que podría anunciarse con ocasión del CMD (4 noviembre en Londres).

**Conclusión:** IAG desde que iniciamos la cobertura ha recogido un +12% pero sigue siendo una opción de value muy interesante dado que aún muestra ratios de cotización (EV/EBITDA <3 para 2017) vs. el sector próximo a 5x. Mañana publica resultados y el próximo 4 de noviembre celebra su CMD:


**Buy**

Recommendation unchanged

Share price: EUR 12.91

closing price as of 26/10/2016

Target price: EUR 15.50

Target Price unchanged

Reuters/Bloomberg

REP.MC/REP.SM

Market capitalisation (EURm) 18,921

Current N° of shares (m) 1,466

Free float 73%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth 11,203

Daily avg. trad. vol. 12 mth (m) 64,898

Price high 12 mth (EUR) 13.07

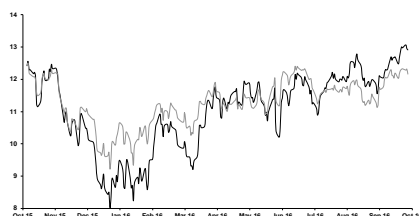
Price low 12 mth (EUR) 8.02

Abs. perf. 1 mth 9.04%

Abs. perf. 3 mth 11.82%

Abs. perf. 12 mth 11.97%

Key financials (EUR)	12/15	12/16e	12/17e
Sales (m)	41,460	36,990	44,262
EBITDA (m)	5,013	5,014	5,861
EBITDA margin	12.1%	13.6%	13.2%
EBIT (m)	1,806	2,044	2,650
EBIT margin	4.4%	5.5%	6.0%
Net Profit (adj.)(m)	1,860	1,717	1,940
ROCE	3.0%	3.6%	4.7%
Net debt/(cash) (m)	11,934	8,403	6,471
Net Debt/Equity	0.4	0.3	0.2
Debt/EBITDA	2.4	1.7	1.1
Int. cover(EBITDA/Fin. int)	(21.5)	11.1	13.8
EV/Sales	0.6	0.7	0.5
EV/EBITDA	4.6	4.9	3.9
EV/EBITDA (adj.)	4.6	4.9	3.9
EV/EBIT	12.9	12.0	8.5
P/E (adj.)	7.6	11.0	9.8
P/BV	0.5	0.6	0.6
OpFCF yield	11.0%	3.8%	5.9%
Dividend yield	6.2%	6.2%	7.7%
EPS (adj.)	1.33	1.17	1.32
BVPS	20.32	20.45	21.49
DPS	0.80	0.80	1.00



Source: Factset

—REPSOL — Stoxx Oil &amp; Gas (Rebased)

Shareholders: CaixaBank 10%; Sacyr Vallehermoso 8%; Temasek 5%;

**Analyst(s):**

Sonia Ruiz De Garibay, GVC Gaesco Beka

sonia.ruizdegaribay@gvcgaesco.es

+34 91 436 7841

**Acuerdo en Bolivia**

**Los hechos:** Los presidentes de Repsol y de Bolivia han acordado la firma de la ampliación del contrato de explotación del área de Caipipendi, en el sur de Bolivia. El nuevo contrato de operaciones se extiende 15 años, desde 2031 hasta 2046. El consorcio Caipipendi está integrado por Repsol (37.5% y operador), Shell (37.5%) y PAE (25%), en el marco del contrato de operación suscrito con Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB).

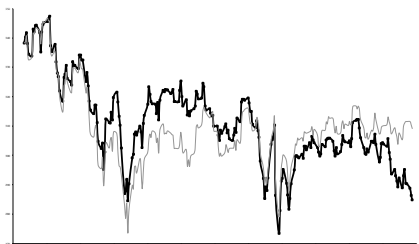
**Nuestro análisis:** Se trata de una noticia positiva (Bolivia aporta ahora c. 6% de la producción y c. 6% de las reservas del grupo). Con este acuerdo Repsol y sus socios se comprometen a realizar inversiones por \$0.5bn durante los próximos cinco años, destinadas a confirmar la presencia de gas y acelerar la producción de hidrocarburos en prospectos exploratorios que ya se han identificado en la zona (en concreto en Boyuy y Boicobo Sur, al sur y norte de Caipipendi). En caso de éxito exploratorio, será posible sumar a c/p este gas a la oferta del país a través de su procesamiento en instalaciones ya existentes que hoy cuentan con capacidad disponible. Los estudios realizados por Repsol han identificado recursos en esas áreas que podrían alcanzar 3 Tcf tras los trabajos sísmicos realizados.

En definitiva se trata de prolongar una concesión relevante en Bolivia y sin exigir un compromiso de inversión muy elevado (neto para Repsol serían c. \$40m/año) lo cual es muy compatible con la fase poco intensiva en capex del grupo. Más aún no se trata de una inversión de alto riesgo dado que se realiza dentro de una zona ya en explotación y conocida por Repsol y donde se han identificado recursos por 3 Tcf y que tampoco requiere de inversión adicional en activos de midstream para el empleo del gas que potencialmente que se vaya a extraer.

**Conclusión:** Buena noticia para el valor y ejemplo de aumento en inversión contenido y de bajo perfil de riesgo, compatible por tanto con las prioridades del grupo de cuidar al generación de caja para proteger su investment grade.



### Citic estaría interesado en tomar el control de Imagina



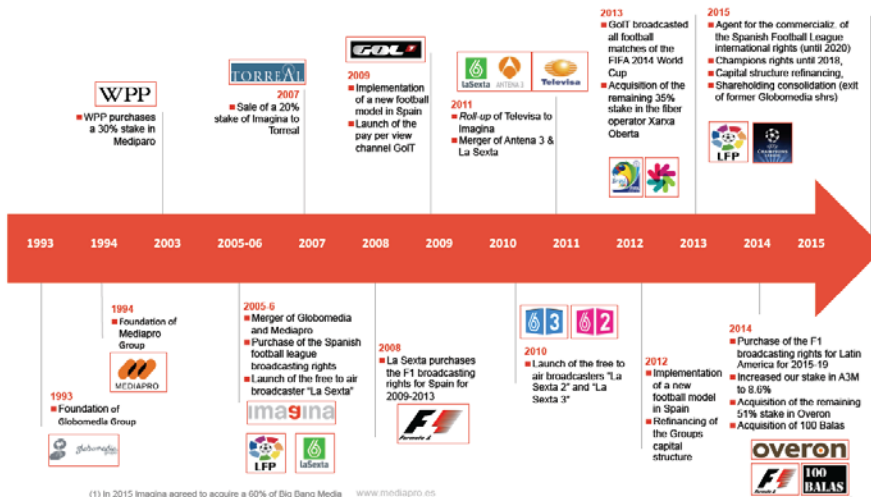
— Stoxx Media,  
DJ Stoxx TMI rebased on sector

**Analyst(s):**

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

**Los hechos:** Según prensa, el private equity chino Citic estaría interesado en comprar una mayoría de control en el holding audiovisual Imagina.

**Nuestro análisis:** Imagina se creó tras la fusión de las productoras Mediapro y Globomedia en 2006. Se dedica a la producción de contenidos para TV/cine, diseño de espacios para exposiciones y publicidad. La empresa es propietaria de los derechos internacionales de La Liga de fútbol española y los nacionales del Campeonato de Fórmula 1, principales ligas de fútbol y otros.



El Grupo Torreal ya mostró su intención de desinvertir en Imagina, valorada en c.3bnEUR. En este caso, según algunos medios, **Citic estaría negociando la compra del 51% de Imagina por 2bnEUR.**

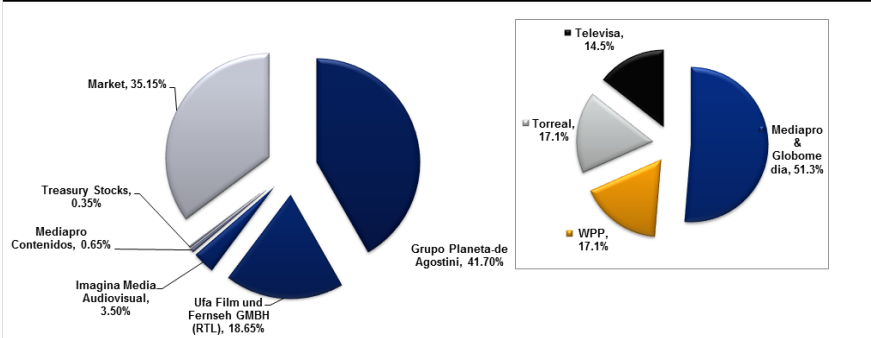
**Conclusión: El timing de la desinversión es el adecuado para capturar la revalorización de este tipo de derechos, especialmente el fútbol.**

*Este rumor no es una sorpresa ya que desde hace tiempo se especula con la desinversión tanto de Torreal como de Televisa. Podrían ser posible que Mediapro&Globomedia aumentaran su participación.*

*En concreto Mediapro obtuvo unos ingresos de 1,5bnEUR y EBITDA aj. de 129mEUR (+40% a/a) recogiendo el buen momentum del sector.*

**No vemos riesgo significativo de overhang en el capital de Atresmedia y en caso de que Imagina (3,5%) decidiera desinvertir sería incluso favorable por el bajo free-float actual de la compañía (c.35%).**

ATRESMEDIA. CAPITAL STRUCTURE (2015) IMAGINA SHAREHOLDERS (as of 15/09/2016)



Source: Atresmedia & GVC Gaesco Beka



Last Price 26/10/2016

Daily Ch Annual 2016

YIELD 15: 3.6

YIELD 16e: 3.8

YIELD 17e: 4.2

IBEX-35

9,173

0.4%

-3.9%

Adj P/E 15:

16.5

Adj P/E 16e:

14.7

Adj P/E 17e:

13.7

	Last Price	Fair Value	Upside	Change Daily	Change 2016	Adj. P/E 16e	Adj. P/E 17e	PCF* 16e	PCF* 17e	EV/EBITDA 16e	EV/EBITDA 17e	YIELD % 15e	YIELD % 16e	Recommendation
BANCO POPULAR	1.09	1.22	12.4%	-2.25	-60.25	45.59	10.40	0.46	0.44	nm	nm	3.06	0.00	Reduce
BANCO SABADELL	1.24	1.73	39.3%	0.57	-23.12	10.07	9.04	0.52	0.50	nm	nm	2.40	3.48	Buy
BANCO SANTANDER	4.46	5.35	20.0%	0.38	-2.19	10.53	9.49	0.70	0.67	nm	nm	3.36	3.70	Buy
BANKIA	0.79	0.91	14.3%	-1.12	-26.16	9.37	9.22	0.68	0.65	nm	nm	3.31	3.20	Accumulate
BANKINTER	6.97	7.25	4.0%	1.03	6.48	13.91	12.62	1.56	1.47	nm	nm	3.00	3.59	Neutral
BBVA	6.43	6.70	4.2%	2.03	-4.59	11.20	9.92	0.83	0.78	nm	nm	2.49	2.90	Buy
CAIXABANK	2.71	3.50	29.2%	-0.04	-15.71	12.33	10.28	0.73	0.59	nm	nm	3.00	3.24	Neutral
BOLSAS Y MDOS ESP	26.32	31.00	17.8%	-0.53	-15.26	13.01	12.01	12.84	11.75	8.43	7.59	6.21	7.15	Neutral
CORPORACION ALBA	40.88	60.90	49.0%	1.26	2.58	nm	nm	0.69	nm	nm	nm	2.51	2.45	Buy
MAPFRE SA	2.65	2.85	7.8%	-0.19	14.40	11.27	9.47	0.92	0.88	nm	nm	4.91	5.32	Neutral
ATRESMEDIA	9.51	13.20	38.8%	-2.06	-3.35	14.64	11.94	4.59	4.86	10.99	9.13	3.77	5.80	Accumulate
CELLNEX TELECOM	15.38	19.60	27.5%	-0.55	-10.82	40.74	29.18	6.57	5.37	15.42	12.83	0.57	1.16	Buy
EUSKAL TEL	9.40	12.00	27.7%	0.32	-18.83	15.50	13.43	1.53	1.27	9.25	8.60	0.00	0.00	Buy
INDRA SISTEMAS	11.48	13.20	15.0%	-0.69	32.43	23.57	14.95	4.85	3.66	11.24	8.50	0.00	0.00	Neutral
MASMOVIL	26.15	26.00	-0.6%	-0.15	18.54	nm	32.03	1.75	2.03	61.23	9.44	0.00	0.00	Buy
MEDIA SET ESPANA	10.30	14.10	37.0%	-1.39	2.64	19.12	17.06	2.90	2.82	13.03	12.09	4.69	4.71	Buy
TELEFONICA	9.25	14.20	53.4%	0.27	-9.58	14.31	13.99	2.62	2.67	6.87	6.67	8.10	8.10	Accumulate
ACCIONA	70.09	90.00	28.4%	0.85	-11.37	23.56	17.50	7.71	5.62	8.51	8.06	3.57	3.82	Buy
ACS	27.42	35.00	27.7%	0.62	1.48	13.01	12.70	5.21	4.93	5.96	5.81	4.21	4.21	Accumulate
AENA	132.65	133.80	0.9%	-2.43	25.85	20.59	19.26	11.57	11.20	12.32	11.56	2.04	2.43	Neutral
EZENTIS	0.54	0.76	42.1%	-1.83	6.79	nm	nm	12.66	7.49	6.76	5.75	0.00	0.00	Buy
FCC	7.89	7.00	-11.2%	-1.44	15.65	nm	45.09	5.92	5.51	8.50	7.83	0.00	0.00	Accumulate
FERROVIAL	18.59	22.10	18.9%	-0.48	-10.86	20.71	30.94	15.94	14.88	10.18	10.36	3.81	3.93	Accumulate
OHL	3.73	4.00	7.1%	0.11	-29.15	9.76	9.59	nm	nm	6.91	7.20	1.25	2.56	Neutral
SACYR	2.11	2.02	-4.3%	0.00	16.37	9.26	7.48	5.22	4.22	11.38	10.17	2.37	2.44	Buy
ABERTIS	13.64	14.75	8.1%	-0.07	-0.61	20.20	18.35	6.79	5.17	9.24	8.50	5.06	5.31	Accumulate
HISPANIA	11.51	14.08	22.3%	-1.62	-5.74	17.67	15.96	nm	nm	nm	nm	0.00	3.21	Buy
LAR ESPAÑA	6.77	9.00	32.9%	0.39	-20.09	17.34	28.16	nm	nm	nm	nm	2.97	4.31	Buy
REALIA	0.85	1.05	23.5%	-3.95	11.84	33.61	35.16	nm	nm	nm	nm	0.00	0.00	Buy
ENAGAS	26.00	32.00	23.1%	0.62	0.00	14.80	14.83	8.94	8.96	11.17	11.28	5.08	5.35	Buy
ENDESA	19.17	21.00	9.5%	0.39	3.48	17.13	16.35	7.79	7.57	8.42	8.20	5.35	5.84	Buy
GAS NATURAL	18.03	19.00	5.4%	1.63	-4.17	13.05	13.51	4.83	4.85	7.25	7.21	5.55	5.63	Neutral
IBERDROLA	6.23	7.00	12.4%	0.83	-4.93	15.10	15.15	6.55	6.46	9.48	9.14	4.50	4.66	Accumulate
RED ELECTRICA	19.11	22.40	17.2%	0.05	-0.89	16.16	15.51	9.18	8.88	10.42	10.12	4.20	4.49	Accumulate
DIA	4.99	6.90	38.2%	-2.33	-8.30	10.43	9.60	6.57	6.03	7.10	6.47	4.01	4.63	Buy
EBRO FOODS	20.67	18.50	-10.5%	-1.22	13.83	19.25	17.41	13.83	12.81	11.28	10.18	3.34	3.51	Neutral
INDITEX	32.74	36.10	10.3%	0.51	3.30	29.05	26.10	23.76	21.60	18.28	16.39	1.83	2.18	Accumulate
VISCOFAN	47.02	53.40	13.6%	-0.57	-15.49	17.10	15.95	12.41	11.69	9.98	9.29	2.87	3.09	Accumulate
REPSOL	12.91	15.50	20.1%	-0.31	27.57	10.55	9.65	3.36	3.23	4.85	3.83	6.20	6.20	Buy
ACERINOX	11.66	14.00	20.1%	-1.31	23.82	34.71	17.92	13.09	9.58	11.22	8.04	3.86	3.86	Buy
ARCELORMITTAL	6.19	6.40	3.4%	-1.57	104.77	10.98	15.62	5.35	5.00	6.00	6.04	0.00	0.00	Buy
CAF	350.50	390.00	11.3%	0.67	37.18	29.06	14.28	14.80	10.07	9.97	7.47	1.50	1.50	Accumulate
DURO FELGUERA	1.11	1.40	26.1%	-0.89	-15.91	23.37	8.72	11.72	6.27	11.50	7.44	1.80	0.00	Neutral
ENCE	2.05	2.90	41.8%	3.02	-41.49	24.04	23.72	5.56	5.45	6.26	6.18	7.04	2.93	Buy
EUROPAC	4.90	5.90	20.4%	1.66	-5.77	11.75	9.86	5.21	4.79	5.88	5.15	3.36	4.14	Accumulate
GAMESA	21.42	20.20	-5.7%	-0.51	35.40	21.91	19.70	14.62	13.51	7.68	7.01	0.71	1.12	Neutral
TECNICAS REUNIDAS	35.35	36.00	1.8%	-0.17	1.43	15.10	14.30	13.03	12.46	7.20	7.33	3.95	3.95	Accumulate
TUBACEX	2.71	2.70	-0.4%	0.18	54.86	47.11	37.28	9.68	8.44	12.51	10.74	1.62	0.97	Neutral
VIDRALA	50.50	45.50	-9.9%	-1.94	8.49	18.89	19.39	8.14	8.91	9.52	9.51	1.43	1.54	Reduce
ZARDOYA OTIS	7.78	6.73	-13.5%	-0.13	-24.94	24.42	23.65	20.85	20.20	15.63	15.19	3.94	4.02	Reduce
AMADEUS	43.00	49.20	14.4%	-0.52	5.69	21.37	20.34	14.83	13.75	12.50	11.68	1.80	2.14	Buy
IAG	4.74	5.80	22.3%	6.13	-42.71	10.97	5.52	5.15	3.19	3.04	3.14	2.82	4.22	Buy
MELIA HOTELES INT	11.35	14.70	29.6%	0.98	-6.86	28.10	20.72	12.75	10.85	11.04	9.33	0.35	0.71	Accumulate
NH HOTEL GROUP	4.05	6.80	67.9%	-0.49	-19.64	38.07	39.76	10.12	9.80	9.22	9.68	0.00	0.00	Buy

Prices adjusted by splits, capital increases & dividends  
P/E adj by extraordinary items & goodwill amortisation

\*P/BV for Banks





Información relativa a Abuso de Mercado y Conflictos de Interés e histórico de recomendaciones disponibles en [www.valores.gvcgaesco.es](http://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; Carbores 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 (Sociedad)
- 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; Hispania Activos Inmobiliarios, S.A., 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](http://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](http://www.esnpartnership.eu) and to each ESN Member websites:**

[www.bancaakros.it](http://www.bancaakros.it) regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

[www.caixabi.pt](http://www.caixabi.pt) regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

[www.cmcioms.com](http://www.cmcioms.com) regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

[www.equinet-ag.de](http://www.equinet-ag.de) regulated by the BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

[www.libg.gr](http://www.libg.gr) regulated by the HCMC - Hellenic Capital Market Commission

[www.nibcmarkets.com](http://www.nibcmarkets.com) regulated by the AFM - Autoriteit Financiële Markten

[www.op.fi](http://www.op.fi) regulated by the Financial Supervision Authority

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

