

### Visión de mercado tras los datos positivos de la vacuna de Pfizer ¿Dónde hay oportunidades?

Miércoles, 11 de noviembre de 2020

*Aun cuando es previsible que persistan noticias negativas en el corto plazo (evolución de la pandemia, datos macro afectados por confinamientos, incierto reparto de poder en EEUU y con ello dudas sobre mayor estímulo fiscal), es indudable que **los resultados de la vacuna de Pfizer son buenas noticias por cuanto permiten vislumbrar “luz al final del túnel”.***

*La efectividad de la vacuna, aunque aún pendiente de resultados definitivos y de conocer el momento preciso de disponibilidad a nivel global (retos en la distribución), **otorga visibilidad a la tan esperada recuperación económica.** Si bien las previsiones macro ya incluían el control de la pandemia a lo largo de 2021, no hay que olvidar que las más recientes medidas de restricción a la movilidad, especialmente en Europa, venían a poner en entredicho la recuperación, amenazando con nuevas revisiones a la baja en el crecimiento esperado que ahora podrían empezar a descartarse.*

*Es en este contexto en el que **hemos empezado a ver rotación sectorial desde valores más defensivos hacia otros más vinculados al ciclo y a la movilidad, que habían sido fuertemente castigados en bolsa (aerolíneas, turismo, autos, petróleo, inmobiliario...).** Consideramos **apropiado ir incorporando a nuestras recomendaciones de inversión un cierto sesgo a ciclo, aunque no indiscriminado, en tanto en cuanto la visibilidad en algunos sectores sigue estando limitada.** Sí creemos no obstante que existen **valores que se han quedado rezagados en el rebote de las bolsas, que presentan un elevado potencial de revalorización y que podrían resultar atractivas opciones de inversión a los precios actuales.***

*Esta **prudente y progresiva rotación hacia ciclo (vs giro radical de defensivas a ciclo) se basa en que la recuperación será lenta y no exenta de volatilidad, por lo que seguiríamos manteniendo en cartera también algunos valores de sesgo defensivo que aún presentan potencial interesante a precio objetivo.***

*Realizamos un stock picking recogiendo este escenario, en el que el Ibex bottom up por suma de precios objetivo arroja un potencial del 7% pero donde muchos valores ofrecen potenciales claramente superiores. En este sentido, **los valores que destacamos son: Applus, BBVA, Grifols, Inditex, Indra, Merlin, Repsol, Sonae, Talgo, Técnicas Reunidas, Tubacex.***

#### Valores destacados. Niveles actuales atractivos a pesar de la subida.

- ▶ **APPLUS:** impacto positivo especialmente por el lado de la división de Energy & Industry (aprox. 60% ingresos y 40% EBITA ajustado), en tanto que la vuelta a la normalidad debería suponer un catalizador para el conjunto de las industrias en general y de las de Oil&Gas (aprox. 58% de los ingresos de la división de Energy&Industry en 2019) y Automoción en particular. **MANTENER, P.O. En Revisión. Cotización: 7,73 eur/acción. Potencial: n.d. Rango 52 semanas 4,15-11,62 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -13,7% i.a., EBITA aj. -47,1% i.a., Bº Neto n.d.**
- ▶ **BBVA:** a pesar de la recuperación en cotización de los últimos días el valor continúa acumulando una caída superior al 30% en el año, recogiendo un peor escenario para la gestión del negocio bancario y la mejora de la rentabilidad

## Nota de Estrategia

derivado de la pandemia. El impacto en la cuenta de resultados ha sido elevado en términos de provisiones y ajuste de fondo de comercio de su negocio en Estados Unidos. Sin embargo, la mejora de perspectivas ha llevado a la entidad a cambiar su guía de coste de riesgo, y el impacto positivo de la vacuna en el plano macroeconómico debería apoyar para dar credibilidad a las nuevas guías de provisiones. De cara a 2021, en base a los escenarios macro actuales, la entidad espera ver crecimiento de los ingresos, control de costes de explotación que seguirá siendo una herramienta clave para la generación de resultados y menores provisiones con un coste de riesgo que apuntan será inferior en 2021 vs 2020. Asimismo, una mejora esperada de la evolución de las divisas también actuará de apoyo para la generación de resultados en 2021. Como catalizadores, el levantamiento de la prohibición del pago de dividendos por parte del BCE en enero y nuevos estímulos por parte del BCE. Como riesgo: alguna operación corporativa que el mercado pueda entender lleve aparejada una ampliación de capital. **Recomendación y P.O En Revisión (3,49 eur/acción anterior). Cotización: 3,09 eur/acción. Potencial: n.d. Rango 52 semanas: 2,12/5,33 eur/acción. Resultados 9M20: margen bruto -2% i.a., margen neto +4% i.a. y Bº Neto ajust. -44% i.a.**

- ▶ **Grifols:** la actividad de Grifols ha experimentado efectos negativos, sobre todo en lo referente a la recuperación de plasma de donantes y que ha provocado una provisión por sobrecoste de materia prima de 200 mln eur en el ejercicio, así como efectos positivos, que se han traducido en nuevas oportunidades de negocio como: a) kits de diagnóstico de COVID-19 y b) posibles tratamientos de la enfermedad con hiper-inmunoglobulinas y otras iniciativas. En global, el impacto de la pandemia ha sido negativo para la evolución de las actividades de la compañía y la vuelta a la normalidad debería beneficiar sus negocios, así como la evolución del precio de la acción, que en lo que llevamos del ejercicio ha tenido un comportamiento negativo, al contrario de la robustez que han mostrado sus negocios al margen de las dificultades de acceso a la materia prima cuya incertidumbre se reduciría con la aparición de vacunas eficaces. **SOBREPONDERAR, P.O. (clase A) 31,6 eur/acción. Cotización: 25,7 eur/acción. Potencial: +23,0%. Rango 52 semanas: 21,4/34,3 eur/acción. Resultados 9M20: ventas +7,8% i.a, EBITDA -7,7% i.a. y Bº Neto +14,7% i.a.**
- ▶ **Inditex:** la evolución del negocio de Inditex se ha visto muy mermada por el cierre de las tiendas, que aportan más del 80% de las ventas del grupo. La progresiva reapertura de las mismas ha permitido que la caída de ingresos y el deterioro operativo hayan comenzado a recuperar, tras haber registrado pérdidas en 2T 20 por primera vez en su historia. El negocio online ha mostrado un comportamiento excelente, habiendo registrado fuertes repuntes de ventas desde marzo que han compensado parte del deterioro sufrido en la evolución de las tiendas. Más importante si cabe, ha cumplido con éxito su papel cuando la compañía más lo ha necesitado y ha confirmado que la combinación de las ventas en tienda y por internet es el futuro. Con la vacuna esperamos que el tráfico a las tiendas aumente considerablemente, y con ello las ventas, y es un paso esencial para ir viendo que Inditex recupere progresivamente niveles de

## Nota de Estrategia

actividad previos a la pandemia. **SOBREPONDERAR, P.O. 29,5 eur/acción. Cotización: 27,3 eur/acción. Potencial: +8%. Rango 52 semanas: 18,50/32,28 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas -28% i.a., EBITDA rec. -40% i.a., Bº Neto rec. -75% i.a.**

- ▶ **Indra:** consideramos que el castigo sufrido por sus títulos ha sido desproporcionado teniendo en cuenta que el impacto del Covid-19, aunque elevado, no ha sido abrumador. Destacamos que la compañía cuenta con una cartera de pedidos en máximos históricos y que el plan de acción para recortar gastos y mejorar la generación de caja optimizará la compañía. Por otro lado, la llegada de la vacuna facilitará el reconocimiento de hitos, paso obligado para contabilizar ingresos de proyectos que se han visto muy mermados y costes que se han encarecido desde marzo por las dificultades de viajar y transportar. Los títulos han repuntado menos que el Ibex desde mínimos y cuentan con amplio potencial hasta nuestro precio objetivo. **SOBREPONDERAR, P.O. 9,4 eur/acción. Cotización: 6,4 eur/acción. Potencial: +47%. Rango 52 semanas: 5,03/11,38 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas -6% i.a., EBIT n.r., Bº Neto rec. n.r.**
- ▶ **Merlin:** esperamos un impacto positivo, especialmente sobre su exposición al sector retail (~25% rentas), donde los confinamientos han afectado de forma importante a sus inquilinos obligando a la Compañía a realizar bonificaciones con un impacto en rentas 2020 cercano a los 70 mln eur y unos 60 mln eur en FCF. Aunque es muy probable que tengan que llevar a cabo otro programa de bonificaciones, en ningún caso será de la misma magnitud y la vacuna acota más aún el impacto esperado tanto en rentas como el FCF, a la vez que ayudará a recuperar niveles de afluencia y compras en centros comerciales. A su vez también prevemos un apoyo en el segmento de oficinas (~47% rentas), donde postergar aún más la vuelta podría tener un impacto más duradero en la pérdida de ocupación. **SOBREPONDERAR, P.O. 9,9 eur/acción. Cotización: 7,265 eur / acción. Potencial: +36,3%. Rango 52 semanas: 5,54-13,43 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas -14%, EBITDA rec. -22%, Bº Neto rec. -30% i.a.**
- ▶ **Repsol:** tal y como se está reflejando en las últimas sesiones, es uno de los grandes beneficiados de una mejora del Covid tanto por el lado de materias primas, como por actividad e infravaloración. En las dos últimas sesiones ha recuperado un 33% aunque todavía se sitúa en 45% por debajo de los niveles de enero 2020 y 44% frente a nuestro precio objetivo. Una normalización del Covid debería traducirse en mejoras tanto del Brent, como del HH y del margen de refino que a 3T20 estaban en 42,9 USD, 2 USD y -0,1 USD respectivamente. Recordar que cada dólar de variación del crudo tiene un impacto de unos 75 mln eur en EBIT. Por otro lado, la compañía está implementando un plan de choque contra el Covid, que mediante ahorros de costes y menor capex está manteniendo a raya su situación financiera, a la vez que manteniendo una rentabilidad por dividendo que detallarán el día 26 cuando presenten su plan estratégico, pero que esperamos sea de las más atractivas del Ibex-35. **SOBREPONDERAR, PO 11€/acc. Cotización: 7,625 eur/acción.**

## Nota de Estrategia

Potencial: **+43,9%**. Rango 52 semanas 6,68/7,8 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -33,5%, EBIT n.d., Bº Neto n.d.

- ▶ **Sonae:** a pesar de ser un valor defensivo, creemos que noticias relacionadas con la vacuna contra Covid-19 puede beneficiar la cotización del valor al haber sido penalizada en exceso por sus negocios de centros comerciales y moda (Sonae Sierra y Sonae Fashion). **SOBREPONDERAR, P.O. 1,48 eur/acción. Cotización: 0,55 eur/acción. Potencial: +169,1%. Rango 52 semanas: 0,48-0,95 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas +4,9% i.a., EBITDA 9M20e -13,0% i.a., Bº Neto n.d.**
- ▶ **Talgo:** claramente positivo al esperarse un repunte en la frecuencia de los trenes y, por tanto, de los ingresos de mantenimiento al reducirse las necesidades de restricciones de la movilidad. A diferencia de otros valores que pudieran verse afectados de forma similar (IAG, Aena, Amadeus, Meliá), su revalorización desde mínimos es todavía muy inferior a la que han registrado estas compañías (25% vs. >50%). Con respecto a CAF, estimamos que el impacto positivo es mayor en Talgo al haberse visto su división de mantenimiento más afectada al estar centrada en trenes de media y larga distancia frente a CAF que está más focalizada en transporte urbano, sector que ha recuperado de una forma más rápida. **SOBREPONDERAR, P.O. 5,4 eur/acción. Cotización: 3,695 eur/acción. Potencial: +46,1%. Rango 52 semanas: 2,91-6,42 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas +17,5% i.a., EBITDA aj. -62,5% i.a., Bº Neto n.d.**
- ▶ **Técnicas Reunidas:** será uno de los grandes beneficiados por una mejora de los precios del Brent que reactive las inversiones en el sector petroquímico, así como por una reducción de los problemas logísticos para el transporte tanto de equipos como de personas para la ejecución de los proyectos. La compañía todavía se encuentra sólo un +18,6% sobre los mínimos del año, pero un -68,7% por debajo de máximos de 52 semanas. **SOBREPONDERAR, P.O. 18,6 eur/acción. Cotización: 7,685 eur/acción. Potencial: +142,0%. Rango 52 semanas: 6,48-24,58 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas -12,0% i.a., EBITDA +19,0% i.a., Bº Neto -12% i.a.**
- ▶ **Tubacex:** será uno de los grandes beneficiados por una mejora de los precios del Brent que reactive las inversiones en el sector petroquímico. De este modo, podríamos ver importantes adjudicaciones en los próximos meses. A pesar de esta circunstancia, la compañía todavía se encuentra sólo un +18,2% por encima de los mínimos del año y un -62,3% por debajo de máximos de 52 semanas. **SOBREPONDERAR, P.O. 2,5 eur / acción. Cotización: 1,122 eur / acción. Potencial: +122,8%. Rango 52 semanas: 0,95-2,98 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -18,1% i.a., EBITDA -43,0% i.a., Bº Neto n.d.**

## Nota de Estrategia

### Resto de valores.

- ▶ **Acciona:** positivo por recuperación en precios de electricidad en España (previsto antes de la vacuna, pero podrían incrementarse más de lo anticipado si se eleva con fuerza la demanda eléctrica). Construcción y Servicios también podrían verse beneficiados por menores restricciones a la movilidad. Sólo tiene dos concesiones vinculadas a volúmenes que mostrarían recuperación. **SOBREPONDERAR. P. O. 119,34 eur. Cotización 97,4 eur. Potencial +23%. Rango 52 semanas: 76,35-126,70 eur. Resultados 9M20: ventas -14% i.a., EBITDA -24% i.a., Bº neto -63% i.a.**
- ▶ **Acerinox:** impacto positivo al esperar una recuperación de la demanda del sector petroquímico, así como por una reactivación de la economía. La sobrecapacidad del sector y las elevadas importaciones en Europa siguen siendo el principal problema. **SOBREPONDERAR, P.O. 9,8 eur / acción. Cotización: 7,85 eur / acción. Potencial: +24,8%. Rango 52 semanas: 5,30-10,23 eur/acción. Resultados 9M20: ventas +7,0% i.a., EBITDA +0,0% i.a., Bº Neto n.d.**
- ▶ **ACS:** Construcción y Servicios podrían verse beneficiados por menores restricciones a la movilidad. Recuperación del tráfico en Abertis antes de lo previsto. Pendientes de la venta de Cobra. **MANTENER (consenso). P. O. (consenso) 31,89 eur. Cotización 25,78 eur. Potencial +24,0%. Rango 52 semanas 11,20-36,50 eur. Resultados 9M20: ventas -5,5% i.a., EBITDA -17% i.a., Bº neto -38% i.a.**
- ▶ **AENA:** recuperación del tráfico aéreo antes de lo previsto aunque todavía hay mucha incertidumbre. **INFRAPONDERAR. P. O. 108,3 eur. Cotización 148,2 eur. Potencial -27,0%. Rango 52 semanas: 89,50-177,15 eur. Resultados 9M20: ventas -50% i.a., EBITDA -76% i.a., Bº neto n.d.**
- ▶ **Almirall:** como en el resto de compañías farmacéuticas las restricciones a la movilidad han limitado el acceso del paciente al especialista médico lo que unido a las limitaciones para realizar acciones comerciales ha redundado en un menor número de prescripciones médicas, hecho que ha impactado en mayor medida en los nuevos lanzamientos dentro del portafolio de la compañía. Una progresiva vuelta a la normalidad de cara a la segunda mitad de 2021 sin duda ayudará en la recuperación del negocio de la compañía que también estará pendiente de noticias en el aspecto corporativo y regulatorio. **SOBREPONDERAR, P.O. 18,05 eur/acción. Cotización: 11,1 eur/acción. Potencial +62,6%. Rango 52 semanas: 8,8/19,5 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -9% i.a., EBITDA -19,8% i.a., Bº Neto -41,3% i.a.**
- ▶ **Amadeus:** la llegada de la vacuna es el principal catalizador para el sector aéreo. Hasta entonces, las compañías están condenadas a convivir con el peor entorno posible, con unos niveles de actividad muy reducidos que implican un consumo de caja insostenible que conduce a nuevas captaciones de capital. A

## Nota de Estrategia

pesar de los esfuerzos de la compañía para operar con fuertes caídas de tráfico y de contar con una situación financiera capaz de sostener el negocio durante un largo periodo de tiempo, la vacuna supondrá un punto de inflexión. A partir de entonces, esperaríamos que los niveles de actividad se activen con fuerza, aunque pasarán varios años hasta recuperar los niveles de 2019. El liderazgo mundial de la compañía, posicionamiento tecnológico en segmentos de negocio atractivos y fortaleza financiera le permitirán aprovechar la recuperación. Con un repunte de más del 50% desde mínimos y descontando un potencial reducido hasta nuestro precio objetivo preferimos ser cautos y esperar a entrar en el valor en caso de ajustar hasta niveles más atractivos. **SOBREPONDERAR, P.O. 56,2 eur / acción. Cotización: 58 eur / acción. Potencial: -3%. Rango 52 semanas: 34,9/78,82 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas -60% i.a., EBITDA -89% i.a., Bº Neto n.r.**

- ▶ **AmRest:** beneficiada ante noticias relacionadas con la vacuna contra Covid-19 ya que elimina cierta incertidumbre en el sector restauración en Europa Occidental y Central (más del 50% de ventas y EBITDA total del grupo), pero debemos estar atentos en el corto plazo a los niveles de deuda de la compañía. **Cotización: 4,89 eur/acc. Rango 52 semanas: 2,89-11,98 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -21% i.a., EBITDA -42% i.a., Bº Neto n.r.**
- ▶ **Arcelor Mittal:** los títulos han duplicado desde mínimos debido al inicio de la recuperación operativa apoyada por la subida de precios del acero, y por la gran evolución de la deuda, al haber cumplido con su objetivo de reducción hasta unos múltiplos conservadores que mantendrá durante “todo el ciclo”. La venta de activos del último año, además, ha permitido llevar a cabo una recompra de acciones de 500 mln USD, que ya estaría próxima a finalizar. Confiamos en que la compañía recupere el “grado de inversión”, si bien consideramos que ya está descontado. En nuestra opinión, debemos ver que la recuperación de la actividad se acentúa para justificar niveles de valoración significativamente más elevados. P.O. 12,4 eur. **SOBREPONDERAR, P.O. 12,4 eur/acción. Cotización: 13,4 eur/acción. Potencial: -7%. Rango 52 semanas: 5,98/17,24 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas -29% i.a., EBITDA -40% i.a., Bº Neto n.r.**
- ▶ **Árima Real Estate SOCIMI:** la cartera de la compañía está compuesta por 7 activos de oficinas (70% de ocupación a cierre de 1S20) y 1 activo logístico (100% ocupado). Actualmente el 62% de la cartera de Árima se encuentra en proyecto de rehabilitación. En este sentido, la introducción de esos activos al mercado al tiempo de la vuelta a la normalidad marcada por la distribución de la vacuna sería positivo para la comercialización de dicho espacio. **Cotización: 8,10 eur/acción. Rango 52 semanas: 7,6-13,2 eur/acción. Resultados 1S20: ventas +57% i.a., EBIT -79% i.a. y Bº Neto -83% i.a.**
- ▶ **Atrys:** la actividad de la compañía se ha visto impactada por el cierre de agendas hospitalarias que caracterizó la primera ola de Covid-19. Teniendo en cuenta que un objetivo prioritario a futuro pasa por evitar la saturación de los

## Nota de Estrategia

sistemas sanitarios, el efecto de nuevas oleadas debiera estar más acotado y el impacto de la aprobación de una vacuna, si bien positivo, sería más residual. En cualquier caso, esta crisis ha venido a reforzar la importancia en la adopción de la telemedicina y el telediagnóstico, segmentos en los que Atrys refuerza su posición con una combinación de crecimiento orgánico e inorgánico. **MANTENER, P.O. en revisión (anterior 7 eur/acción). Cotización: 8,5 eur/acción. Potencial n.a. Rango 52 semanas: 3,0/9,0 eur/acción. Resultados 1S20: ventas -19% EBITDA -50% Bº Neto n.d.**

- ▶ **Azkoyen:** impacto positivo al prever una recuperación del sector de *vending* y la recuperación del sector Horeca. **Cotización: 4,25 eur/acción. Rango 52 semanas: 4,00-6,98 eur/acción.**
- ▶ **CAF:** impacto positivo limitado al haber recuperado una normalidad gracias a una excelente gestión de la compañía y a pesar de no depender de vacuna alguna. Estimamos que esta buena evolución esperada no ha sido reflejada todavía en la cotización del valor y estas noticias puedan actuar de catalizador. En cualquier caso, en términos relativos con Talgo, estimamos que el impacto positivo en CAF es menor al estar más centrada su división de mantenimiento en transporte urbano, sector que inició su recuperación hace ya unos meses. **SOBREPONDERAR, P.O. 40,0 eur / acción. Cotización: 31,10 eur / acción. Potencial: +28,7%. Rango 52 semanas: 25,20-43,30 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas +0,5% i.a., EBITDA +1,9% i.a., Bº Neto n.d.**
- ▶ **Castellana Properties:** con una exposición de más del 95% de las rentas brutas generadas por activos *retail* (centros comerciales y parques de medianas), la llegada de la vacuna debería ser recogida de manera positiva en tanto que el *retail* es el segmento del sector inmobiliario más afectado por la pandemia (tras el hotelero). El éxito de la vacuna haría que el sector encontrara un balón de oxígeno y recuperación a medio plazo tras verse afectado por los cierres de negocio por las medidas de confinamiento, las restricciones al ocio y la restauración, la aceleración del comercio electrónico, el desplome del Índice de Confianza de los Consumidores y la fuerte caída del consumo privado. **Cotización (MAB): 5,55 eur/acción. Rango 52 semanas: 5,45-7,1 eur/acción.**
- ▶ **Cellnex:** sin impacto por vacuna, pendientes del cierre de alguna operación en corto plazo (Hutchinson, Polsat). **SOBREPONDERAR. P. O. 66,14 eur. Cotización 51,16 eur. Potencial +29,0%. Rango 52 semanas: 31,14-57,86 eur. Resultados 9M20: ventas +53% i.a., EBITDA +68% i.a., Bº neto n.r.**
- ▶ **CIE Automotive:** el sector se ha visto gravemente afectado por la pandemia, con paradas obligadas en las plantas de producción que han llevado a que se prevea que la producción global de vehículos baje en torno al 18% en el conjunto del ejercicio, en lo que supone la mayor caída interanual experimentada nunca antes. No obstante, la mejoría de los datos y previsiones a partir del levantamiento de los confinamientos en primavera (para el 4T20 se espera un -3% a nivel global), ha llevado las acciones de la compañía del sector a recuperar

## Nota de Estrategia

buena parte del terreno perdido (plan de recompra del 5%). En este sentido, las perspectivas ahora son elevadas y las posibilidades de que las cifras decepcionen en el 4T20 crecen a medida que vamos conociendo datos del trimestre en paralelo al empeoramiento de la pandemia en varios mercados, sobre todo en Europa Occidental. Dicho esto, no esperamos que las acciones de las compañías del sector automoción sean de las más beneficiadas por el anuncio de la vacuna ya que éstas sí que venían ya descontando una importante recuperación desde hacía semanas mientras que no esperamos que el impacto de la vuelta a la normalidad sea tan repentino en el sector que seguirá impactado por los efectos tardíos de esta pandemia en la economía. **Cotización: 18,97 eur/acción. Rango 52 semanas: 9,7/23,3 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -23,3% i.a., EBITDA -37,9% i.a. y Bº Neto -47,5% i.a.**

- ▶ **Clínica Baviera:** impacto limitado por vacuna, pendientes de si hay un segundo confinamiento pero la gran recuperación vista tras la reapertura es previsible que lleve a la compañía a batir la guía 2020e. **SOBREPONDERAR. P. O. 12,90 eur. Cotización 8,9 eur. Potencial +45%. Rango 52 semanas: 8-14,65 eur. Resultados 1S20: ventas -20% i.a., EBITDA -31% i.a., Bº neto -57% i.a.**
- ▶ **Corticeira Amorim:** compañía defensiva, no ha sido de las compañías más perjudicadas por Covid-19 ya que depende mucho de las cosechas extraídas cada 9 años y el precio de la materia prima (restricciones por Covid-19 no han afectado a las cosechas). Esperamos que no sea de las compañías que más se beneficie ante nuevas vacunas contra Covid-19, ya que ha sido poco penalizada al no estar tan vinculada al ciclo económico. **Cotización: 10,46 eur/acc. Rango 52 semanas: 7,48-11,78 eur/acción.**
- ▶ **DIA:** la compañía se ha visto beneficiada por el mayor consumo en los hogares. La aprobación de vacunas eficaces contra el Covid-19 que hagan más certera la recuperación de la actividad económica y limiten la imposición de nuevas medidas restrictivas debiera resultar en una moderación en la actividad de la compañía. Además, el foco de atención sigue en la ejecución de la nueva estrategia del equipo directivo. **P.O. y recomendación en revisión. Cotización: 0,132 eur/acción. Rango 52 semanas: 0,03/0,30 eur/acción. Resultados 1S20: ventas +2,1% EBITDA n.d. Bº Neto n.d.**
- ▶ **Dominion:** la pandemia ha tenido efectos adversos en el desarrollo de los negocios de la compañía, sobre todo en la actividad de servicios B2B por las paradas en la actividad de clientes industriales y B2C con el cierre de establecimientos. El control sobre los efectos de la pandemia, así como los fondos aprobados para la reconstrucción económica y en concreto los dirigidos a programas de digitalización, deberían impulsar la recuperación de su actividad. **Cotización: 3,33 eur/acción. Rango 52 semanas: 2,18/3,8 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -6% i.a., EBITDA -33% i.a. y Bº Neto -84% i.a.**



## Nota de Estrategia

- ▶ **Ebro Foods:** la compañía ha sido una de las grandes beneficiadas de la pandemia por un aumento de la demanda de arroz y pasta por el aumento del consumo en los hogares dadas las medidas de confinamiento, restricciones a la movilidad y limitaciones de horarios al sector Horeca en los principales países en donde opera la compañía. Sin embargo, la cotización del valor no ha reflejado este impacto positivo. **SOBREPONDERAR, P.O. 24,20 eur / acción. Cotización: 19,38 eur / acción. Potencial: +24,9%. Rango 52 semanas: 15,87-20,85 eur/acción. Resultados 9M20: ventas +19,2% i.a., EBITDA +38,1% i.a., Bº Neto +27,8% i.a.**
- ▶ **Energías Renovables:** compañías como Solaria, Greenalia, Solarpack, Grenergy acumulan revalorizaciones del 151%, 47%, 42% y 33% respectivamente por lo que no se han visto muy afectadas por Covid-19. El fuerte crecimiento de resultados y sobre todo de carteras de pedidos están detrás de estos comportamientos. No vemos por tanto que tengan que recuperar el terreno perdido, aunque seguirán beneficiándose de las descarbonización y apoyos políticos para seguir creciendo muy por encima de otros sectores.
- ▶ **Enagás:** impacto muy limitado por recuperación de la demanda de gas. **SOBREPONDERAR. P. O. 25,48 eur. Cotización 19,85 eur. Potencial +28,0%. Rango 52 semanas: 15,46-26,26 eur. Resultados 9M20: ventas -5% i.a., EBITDA -5% i.a., Bº neto +5% i.a.**
- ▶ **Ence:** aunque la declaración de actividad esencial y la acumulación de papel higiénico en los primeros compases del confinamiento amortiguó el impacto, el menor uso de papel de impresión y escritura sí ha podido suponer un lastre en la recuperación de los precios de la pulpa, que continúan en mínimos en su variedad de BHKP en Europa, mientras en China acumulan 9 semanas al alza con una subida del 3,4%. Aunque cabría esperar cierto repunte de los precios de la pulpa por una mayor demanda potencial y apoyo cíclico, no lo vemos probable en el más c/p por los elevados inventarios en BSKP y en puertos europeos. **SOBREPONDERAR, P.O. en revisión (anterior 4,0 eur / acción). Cotización: 2,254 eur / acción. Potencial: n.d. Rango 52 semanas: 1,79-4,05 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -10% i.a., EBITDA -61% i.a., Bº Neto nr, -41,9 mln eur.**
- ▶ **Endesa:** subida de precios de electricidad por encima de las previsiones podría resultar negativo debido a su posición corta de comercialización, podría ser compensado por mayores ventas de electricidad y de gas. **MANTENER. P. O. 22,60 eur. Cotización 24,13 eur. Potencial -6,0%. Rango 52 semanas: 14,77-26,26 eur. Resultados 9M20: ventas n.r., EBITDA rec. +3% i.a., Bº neto n.r.**
- ▶ **Ezentis:** impacto positivo al ser una empresa que realiza su actividad con alrededor de 11.500 empleados por lo que una mejora de las condiciones sanitarias se reflejaría directamente en la cuenta de resultados del

## Nota de Estrategia

grupo. **Cotización:** 0,248 eur/acción. **Rango 52 semanas:** 0,18-0,52 eur/acción.

- ▶ **Faes Farma:** la compañía ha visto su negocio impactado este año por la menor accesibilidad del paciente al médico especialista y sobre todo por la menor necesidad de uso de antihistamínicos derivado de los procesos de confinamiento. En este entorno, el negocio se ha mostrado muy resiliente con crecimientos relevantes en las distintas partidas de la cuenta de resultados, a pesar de lo cual la cotización de la acción se ha visto castigada durante el ejercicio en línea con el mercado español. **SOBREPONDERAR, P.O. 4,52 eur/acción. Cotización: 3,65 eur/acción. Potencial +23,8%. Rango 52 semanas: 2,97/5,48 eur/acción. Resultados 9M20: ventas +8,6% i.a., EBITDA +25,3% i.a y Bº Neto +20,7% i.a.**
  
- ▶ **Ferrovial:** positivo por recuperación del tráfico de sus principales activos antes de lo previsto. Construcción y Servicios beneficiados por menores restricciones de movilidad, aunque ya venían mostrando una significativa mejora frente a años precedentes. **MANTENER. P. O. 25,42 eur. Cotización 23,45 eur. Potencial +8,0%. Rango 52 semanas: 16,45-30,50 eur. Resultados 9M20: ventas +8% i.a., EBITDA n.r., Bº neto n.r.**
  
- ▶ **Financiero:** la buena evolución en el desarrollo de una vacuna debería llevar a una menor presión en cuanto a las expectativas de revisión a la baja de crecimiento económico y por tanto al riesgo de mayores dotaciones a provisiones, uno de los elementos que mayor incertidumbre genera en el sector. Creemos que el mercado estaba descontando un escenario excesivamente negativo. Si bien es cierto que las dificultades a las que se enfrenta el sector no cambian (Euribor en mínimos, renta fija en negativo, recuperación de la rentabilidad del negocio en entredicho, morosidad al alza, demanda débil), la idea de que la buena evolución en el desarrollo de una vacuna de pie a pensar que las expectativas no van a seguir empeorando a nivel macroeconómico es un elemento que juega a favor de la banca y que justifica una respuesta tan positiva como la que hemos visto. La falta de deterioro de expectativas a nivel macroeconómico para 2021 permite pensar en un 2021 menos exigente en términos de provisiones con unos escenarios en las estimaciones actuales que ya estarían teniéndolo en cuenta las entidades. Asimismo, el factor de consolidación en el sector continúa sin recogerse y debería actuar como catalizador.

2021e	Precio Objetivo	Potencial	Rango 52 semanas
Santander	2,32	9%	1,5 / 3,96 eur/acción
BBVA	En Revisión (3,49 eur/acción anterior)	--	2,12 / 5,33 eur/acción
Caixabank	En Revisión (1,8 eur/acción anterior)	--	1,5 / 2,94 eur/acción
Bankia	En Revisión (1,17 eur/acc anterior)	--	0,71 / 1,98 eur/acción
Sabadell	0,34	8%	0,25 / 1,11 eur/acción
Bankinter	4,99	28%	2,99 / 6,86 eur/acción
Liberbank	0,31	28%	0,11 / 0,35 eur/acción

## Nota de Estrategia

- ▶ **Fluidra:** es una de las compañías que han experimentado cierto impulso de su negocio derivado de los efectos de la pandemia “Stay at home businesses”, con aumentos de la inversión por parte del consumidor en ámbitos más privados como el hogar. El número de visados de obra para la construcción de nuevas piscinas ha alcanzado cifras récord en EE.UU. y la actividad muestra también su dinamismo en Europa. La cotización de la acción ha recogido esta tendencia y por lo tanto y a nivel relativo podría verse perjudicada toda vez que puedan revertirse las tendencias de consumo experimentadas durante el ejercicio 2020. **Cotización: 16,1 eur/acción. Rango 52 semanas: 7,7/17,5 eur/acción. Resultados 9M20: ventas +7,5% i.a, EBITDA +19,2% i.a y Bº Neto +42,5% i.a.**
  
- ▶ **Gestamp:** el sector se ha visto gravemente afectado por la irrupción de la pandemia por COVID-19, con paradas obligadas en las plantas de producción que han llevado a que se prevea que la producción global de vehículos descienda en torno al 18% interanual en 2020, en lo que supone la mayor caída anual de la historia. No obstante, la mejoría de los datos y previsiones a partir del levantamiento de los confinamientos en primavera, ha llevado las acciones de las compañías del sector a recuperar buena parte del terreno perdido. En este sentido, las perspectivas a día de hoy son moderadamente optimistas, se espera una caída de tan solo el 3% en el 4T20, y las posibilidades de que las cifras decepcionen crecen a medida que vamos conociendo datos del trimestre en paralelo al empeoramiento de la pandemia en varios mercados, sobre todo en Europa Occidental. Dicho esto, no esperamos que las acciones de las compañías del sector automoción sean de las más beneficiadas por el anuncio de la vacuna, ya que éstas sí que venían ya descontando una importante recuperación desde hacía semanas. Adicionalmente, el impacto en la evolución del negocio derivado de una supuesta vuelta a la normalidad a partir del 2S21 no debería ser tan repentino como en otros sectores afectados por la pandemia (*travel & leisure*) sino que estará más ligada al grado de recuperación de la economía. **Cotización: 2,98 eur/acción. Rango 52 semanas: 1,84/4,4 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -22,97% i.a., EBITDA -50,1% i.a. y Bº Neto n.d.**
  
- ▶ **IAG:** la vacuna salvará a algunas aerolíneas que están abocadas a desaparecer aunque creemos que antes de su llegada otras o dejarán de existir o se verán seriamente condicionadas. Esperamos que IAG continúe perdiendo cientos de millones de euros a nivel operativo y que se mantenga un consumo de caja elevado hasta la llegada de la vacuna. Sería importante que la vacuna estuviera disponible en 3T 21, el más importante del año para el sector. Creemos que el sector aéreo se verá profundamente transformado tras el Covid-19 y prevemos un comportamiento muy desigual de las compañías a la salida de la crisis. En nuestra opinión, IAG será una de las compañías que saldrá más reforzadas gracias a su estructura organizativa, liderazgo en los principales mercados a los que vuela, capacidad de gestión y posición financiera, una de las más desahogadas del sector. La fuerte subida desde mínimos, cercana al 50%, nos hace ser cautos a corto plazo. **SOBREPONDERAR, P.O. 2,15 eur / acción.**

## Nota de Estrategia

**Cotización: 1,54 eur / acción. Potencial: +40%. Rango 52 semanas: 0,98/5,49 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas -66% i.a., EBIT n.r., Bº Neto rec. n.r.**

- ▶ **Iberdrola:** recuperación en precios de electricidad en España perjudica su negocio de comercialización pero podría ser compensado por mayores ventas. Sin impacto en renovables porque hacen PPA con su comercializadora. Resto de negocios sin impacto. **SOBREPONDERAR. P. O. En Revisión (9,2 anterior). Cotización 11,06 eur. Potencial n.d. Rango 52 semanas: 7,76-11,52 eur. Resultados 9M20: ventas n.r., EBITDA -2% i.a., Bº neto +5% i.a.**
- ▶ **Ibersol:** beneficiada ante noticias relacionadas con la vacuna contra Covid-19 ya que elimina cierta incertidumbre en el sector restauración en España y Portugal (principales áreas geográficas en las que opera), pero debemos estar atentos en el corto plazo a los niveles de deuda de la compañía. **MANTENER, P.O. 4,01 eur/acc. Cotización: 4,18 eur/acc. Potencial: -4,1%. Rango 52 semanas: 4,2-4,6 eur/acción.**
- ▶ **Inmobiliaria Colonial:** pese a que el impacto del virus sobre el negocio operativo hasta la fecha ha sido leve, el mercado lo ha maximizado por la percepción de una *cuasi* total adopción del teletrabajo, por lo que creemos que la vacuna ayudará a desmontar el mito, reduciendo la desocupación potencial y poniendo en valor una cartera envidiable con un 78% de la misma en zonas CBD de París, Madrid y Barcelona. **SOBREPONDERAR, P.O. en revisión (anterior 10,20eur / acción. Cotización: 8,04 eur / acción. Potencial: n.d. Rango 52 semanas: 5,79-13,23 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas -8% i.a., EBITDA rec. -8% i.a., Bº Neto rec. +5% i.a..**
- ▶ **Jerónimo Martins:** compañía defensiva, al dedicarse principalmente a la distribución de alimentos y su comercialización en centros comerciales. No se ha visto muy penalizada por Covid-19, por lo que creemos que actualmente se verá menos beneficiada a c/p ante noticias positivas en relación a la vacuna contra Covid-19 que otras compañías que han sufrido más los últimos meses. **Cotización: 14,24 eur/acc. Rango 52 semanas: 13,95-14,17 eur/acción.**
- ▶ **Lar España:** con una exposición del 100% a *retail* (centros comerciales y parques de medianas), la llegada de la vacuna debería ser recogida de manera positiva en tanto que el *retail* es el segmento del sector inmobiliario más afectado por la pandemia (tras el hotelero). El éxito de la vacuna haría que el sector encontrara un balón de oxígeno y recuperación a medio plazo tras verse afectado por los cierres de negocio por las medidas de confinamiento, las restricciones al ocio y la restauración, la aceleración del comercio electrónico, el desplome del Índice de Confianza de los Consumidores y la fuerte caída del consumo privado. **SOBREPONDERAR, P.O. 7,5 eur/acción. Cotización: 3,90 eur/acción. Potencial: +92,3%. Rango 52 semanas: 3,0-8,1 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas +24,5% i.a., EBITDA aj. +44,4% i.a., Bº Neto +61,0% i.a.**

## Nota de Estrategia

- ▶ **Logista:** impacto positivo al reducirse las medidas de restricción al movimiento y las limitaciones al canal Horeca. Mejoras esperadas en transporte, consumo de tabaco y de otros productos de conveniencia. Podría verse beneficiada adicionalmente por posibles contratos para la distribución de la vacuna en España, en donde dispone de una capilaridad muy superior a la del resto de competidores. **Cotización: 15,28 eur/acción. Rango 52 semanas: 12,94-21,90 eur/acción.**
- ▶ **Mapfre:** consideramos que la aseguradora seguirá viéndose menos afectada por el efecto de la pandemia en su cuenta de resultados, con menores provisiones realizadas por este motivo y con una evolución del Negocio de No Vida que continuará actuando como soporte, con una siniestralidad a la baja y unos gastos de explotación controlados que más que compensarán la caída en primas en el conjunto del Grupo. Una mejora de las perspectivas macroeconómicas y de cambios en la política monetaria derivado de la vacuna debería ayudar a una recuperación del negocio de Vida, cuyas primas se ven afectadas por el entorno actual con descensos del -30%. La estrategia del Grupo continúa su desarrollo, que ha supuesto reducir su presencia en Estados Unidos poniendo el foco en el negocio principal (Autos y Hogar). El desarrollo de la plataforma digital y nuevas alianzas estratégicas (Correos) actúan como palancas para alcanzar objetivos. Por áreas geográficas, Iberia seguirá mostrando resistencia en primas gracias a la estabilidad esperada en Autos y el buen comportamiento en Seguros Generales y Salud y Accidentes, segmentos que deberían compensar un negocio de Vida Ahorro que continuará deprimido. Niveles de solvencia adecuados para el contexto actual y política de dividendos enteramente en efectivo y riesgo reducido de cancelación. **MANTENER. P.O. en revisión (2,5 eur/acción anterior). Cotización: 1,61 eur/acción. Potencial: n.d. Rango 52 semanas: 1,23/2,61 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -12% i.a., BAI -13% i.a.**
- ▶ **Medios TV:** la crisis del Covid-19 ha tenido un fuerte impacto en los presupuestos publicitarios de los anunciantes, erosionando los ingresos de TL5 y A3M. Además las previsiones para 4T20 y la recuperación en 2021 estaban muy condicionadas a la imposición de nuevas medidas restrictivas por lo que la mayor visibilidad que ofrece la aparición de una vacuna debiera reflejarse en una mejora en las perspectivas. En cualquier caso, consideramos que la crisis del coronavirus ha acelerado tendencias de cambio de hábitos y consumo que advertíamos como dinámicas de más largo plazo y que se suman a un mercado publicitario para TV y radio que ya venía deteriorándose.
- ▶ **Meliá:** el sector hotelero se está viendo especialmente castigado por el Covid-19 al haber tenido que operar en un entorno en el que prácticamente todos los hoteles han estado cerrados. Meliá se ha podido adaptar mejor al haber rotado en los últimos años hacia una estructura “con menos activos” y haber logrado reducir ampliamente la salida de caja. La llegada de la vacuna permitirá reactivar la ocupación hotelera, que seguirá en niveles insostenibles en los próximos

## Nota de Estrategia

trimestres. Además, su mayor componente vacacional debería permitirle recuperar antes que las compañías con mayor exposición al segmento urbano. El buen mantenimiento de los precios de los hoteles le permite, en caso de ser necesario, monetizar activos, reduciendo deuda y desahogando su situación financiera. Meliá es una de las compañías que más ha recuperado desde mínimos y actualmente el potencial a nuestro precio objetivo es reducido. Esperaríamos a entrar en caso de corrección. **SOBREPONDERAR, P.O. 4,7 eur/acción. Cotización: 4,5 eur/acción. Potencial: +4%. Rango 52 semanas: 2,51/8,40 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas -69% i.a., EBITDA n.r., Bº Neto n.r.**

- ▶ **Millenium Hotel Real Estate:** la noticia del éxito de la vacuna sería claramente positiva para una SOCIMI cuya cartera está formada en la actualidad por 9 activos hoteleros de los cuales únicamente 3 se encuentran en operación y por lo tanto se han visto afectados por los cierres, confinamientos y las restricciones a la movilidad y al turismo en general. En este sentido, consideramos muy positivo el hecho de que los activos en reconversión y desarrollo de la compañía (2T21 la primera apertura prevista) entraran en operación con una mayor visibilidad para el sector turístico. **Cotización (MAB): 4,54 eur/acción. Rango 52 semanas: 4,44-5,50 eur/acción. Resultados 1S20: ventas +100% i.a., EBITDA -66% i.a., Bº Neto n.d.**
- ▶ **Naturgy:** recuperación de la demanda de gas podría llevar a una mejora de márgenes pero todavía es demasiado pronto para afirmarlo. Subida de precios de electricidad perjudica comercialización pero puede ser compensado por mayores volúmenes. **MANTENER. P. O. 16,31 eur. Cotización 18,37 eur. Potencial -11%. Rango 52 semanas: 13,80-24,76 eur. Resultados 9M20: ventas n.r., EBITDA -17% i.a., Bº neto -46% i.a..**
- ▶ **Naturhouse:** consideramos que el éxito de la vacuna y la vuelta a la normalidad tendría claramente un efecto positivo en una compañía que se ha visto negativamente afectada por el cierre de sus tiendas físicas. Igualmente, la recuperación de la vida social por parte de la población podría suponer un catalizador para el sector de la pérdida y control de peso. **Cotización: 1,36 eur / acción. Rango 52 semanas: 1,15-2,50 eur/acción. Resultados 1S20: ventas -38,8% i.a., EBITDA -43,1% i.a. y Bº Neto -56,0% i.a.**
- ▶ **OHL:** podrían verse beneficiados por menores restricciones a la movilidad. **AL MARGEN. P. O. en revisión (consenso 0,72 eur). Cotización 0,73 eur. Potencial -1%. Rango 52 semanas: 0,45-1,60 eur. Resultados 1S20: ventas -1% i.a., EBITDA -12% i.a., Bº neto n.r.**
- ▶ **Proeduca:** siendo uno de los grandes beneficiados de la pandemia por su posicionamiento líder en educación superior *online*, la vacuna puede ralentizar su crecimiento a c/p por la vuelta de la presencialidad y la recuperación de sus competidores. No obstante, en el l/p creemos que la tendencia del *online* es estructural por lo que esperamos que continúen los vientos de cola tanto en

## Nota de Estrategia

España como en Latinoamérica. **Recomendación y P.O.: en revisión (anterior 9,0 eur / acción). Cotización: 15,20 eur / acción. Potencial: n.d. Rango 52 semanas: 7,5-17 eur/acción. Resultados 2020e: ventas +21% i.a., EBITDA +23% i.a. Bº Neto rec. +35,6% i.a.**

- ▶ **Prosegur:** el negocio de la compañía se ha visto claramente perjudicado con la irrupción de la pandemia, sobre todo en lo referente a la actividad de gestión de efectivo “Cash Management” debido a las restricciones a la movilidad, al consumo fuera del hogar y la cada vez mayor reticencia a utilizar dinero metálico. El negocio de la compañía debería verse forzadamente beneficiado si a medio plazo se reducen las necesidades de restringir la movilidad y por lo tanto el consumo fuera del hogar. **Cotización: 2,3 eur/acción. Rango 52 semanas: 1,78/3,92 eur/acción. Resultados 9M20: ventas aj. -15,4% i.a., EBITDA aj. -22,7% i.a., Bº Neto -45,6% i.a.**
- ▶ **Prosegur Cash:** la filial de Prosegur es la que dentro del grupo ha visto su negocio perjudicado en mayor medida por los efectos de la pandemia, ya que las restricciones a la movilidad de las personas y por lo tanto a la evolución del consumo fuera del hogar, así como las mayores reticencias al uso del efectivo por parte del consumidor, son todos efectos negativos para su negocio. Además, su exposición a los mercados latinoamericanos ha sido doblemente negativa por la virulencia de la pandemia en estos países, así como por la negativa evolución de los tipos de cambio de estos mercados con respecto al euro. La vuelta a la normalidad de las actividades económicas debería impulsar la recuperación de los resultados de CASH. No obstante, estos nuevos hábitos del consumidor podrían mantener su efecto negativo en la evolución del negocio a largo plazo. **Cotización: 0,768 eur/acción. Rango 52 semanas: 0,62/1,61 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -14,8% i.a, EBITDA -31,3% i.a., Bº Neto -67% i.a.**
- ▶ **REE:** impacto muy limitado por recuperación de demanda de electricidad. **SOBREPONDERAR. P. O. 18,45 eur. Cotización 16,22 eur. Potencial +14.0%. Rango 52 semanas: 13,11-19,74 eur. Resultados 9M20: ventas -1% i.a., EBITDA +0% i.a., Bº neto -4% i.a.**
- ▶ **Renta Corporación:** tanto el negocio transaccional como el patrimonial han sufrido un fuerte impacto, con un parón casi absoluto en los proyectos de construcción/remodelación y a la espera de encontrar oportunidades para engordar la cartera de Vivenio Socimi. Esperamos que la vacuna reactive el sector, aunque no esperamos que sea en el muy corto plazo, dinamizando la obtención de proyectos y la generación de comisiones por la gestión de la socimi. Adicionalmente, creemos que podría devolver cierto apetito inversor ante la mayor visibilidad esperada, muy necesario para la refinanciación de la Compañía en el c/p. **Recomendación y P.O.: en revisión (anterior 5,10 eur / acción). Cotización: 1,74 eur / acción. Potencial: n.d. Rango 52 semanas: 1,4-3,59 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -65% i.a., EBITDA nr, -2,1 mIn eur, Bº Neto rec. nr, -2,4 mIn eur.**

- ▶ **Rovi:** se ha visto perjudicada por la supresión de operaciones quirúrgicas y las menores prescripciones derivadas de las dificultades de acceso de la población a los especialistas médicos, así como la imposibilidad de realizar acciones de promoción, a pesar de lo cual los resultados de la compañía han evolucionado de manera muy satisfactoria en 2020. Adicionalmente, Rovi ha aprovechado su posicionamiento en la producción de inyectables para cerrar acuerdos de producción con Moderna y que le podrían llevar a impulsar su negocio en el corto plazo. Los buenos datos de la vacuna de Pfizer tienen una lectura cruzada positiva para Moderna y consecuentemente para Rovi, ya que ambas vacunas utilizan la misma tecnología de ANR mensajero y la misma diana, por lo que aumentan las posibilidades de que la vacuna de Moderna sea también efectiva. La compañía cuenta con numerosos catalizadores, lo que le ha llevado su acción a comportarse de manera muy positiva en 2020 por lo que en términos relativos tampoco esperamos que sea de las que experimenten un mayor “re-rating”. **MANTENER, P.O. 29,37 eur/acción. Cotización: 34,9 eur/acción. Potencial -15,8%. Rango 52 semanas: 20/37,5 eur/acción. Resultados 9M20: ventas +12% i.a, EBITDA +47% i.a. y B° Neto +53% i.a.**
  
- ▶ **Siemens Gamesa:** sin impacto por vacuna. **INFRAPONDERAR. P. O. 17,5 eur. Cotización 25,83 eur. Potencial -32%. Rango 52 semanas: 10,68-27,29 eur. Resultados 2020: ventas -7% i.a., EBIT n.r., B° neto n.r.**
  
- ▶ **Telefónica:** a pesar de ofrecer un servicio considerado “esencial”, la operadora ha sufrido un gran impacto del Covid-19 en sus cuentas, magnificado por la gran debilidad de las divisas LatAm, en parte también provocada por la pandemia. No obstante, consideramos que los títulos de Telefónica han caído hasta unos niveles excesivamente bajos y muy inferiores a lo que consideramos un valor razonable de sus activos. Esperamos que la expectativa de una vacuna sea un apoyo para la recuperación de las divisas LatAm y que permita, en un horizonte quizá no muy lejano, llevar las valoraciones de los negocios de la región a niveles razonables para que Telefónica los monetice. Potencial muy elevado s precio objetivo. **SOBREPONDERAR, P.O. 5,7 eur/acción. Cotización: 3,38 eur/acción. Potencial: +69%. Rango 52 semanas: 2,71/7,09 eur/acción. Resultados 9M20e: ventas -11% i.a., EBITDA -15% i.a., B° Neto -52% i.a.**
  
- ▶ **Tubos Reunidos:** impacto positivo al prever una recuperación de las inversiones en el sector petroquímico. **Cotización: 0,24 eur / acción. Rango 52 semanas: 0,10-0,29 eur/acción.**
  
- ▶ **Vidrala:** la compañía opera en un sector defensivo vinculado a la alimentación y, por lo tanto, aunque su negocio se ha visto perjudicado por el entorno de mercado, sobre todo en lo referido al consumo en el canal HORECA, el impacto en su actividad y por lo tanto en sus resultados es limitado. Si bien es cierto que la vuelta a la normalidad será positiva para la compañía en el medio/largo plazo no será de las empresas que se vean más beneficiadas en términos relativos. Adicionalmente, entendemos que la campaña de Navidad seguirá



## Nota de Estrategia

negativamente impactada lo que afectará los resultados del 4T20 irremediablemente. **Cotización: 87,1 eur/acción. Rango 52 semanas: 65,4/95,2 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -1,6% i.a., EBITDA -1,3% i.a y Bº Neto +3% i.a.**

- ▶ **Viscofan:** la actividad se ha visto beneficiada gracias al mayor consumo en los hogares, tendencia que prevemos se modere próximamente y con mayor motivo bajo un escenario de vuelta a la normalidad con la aparición de vacunas eficaces. Además, la elevada visibilidad del negocio, recurrencia de ingresos y generación de caja, ya han sido recogidos por la cotización por lo que no esperamos revalorizaciones sustanciales adicionales a causa de la vacuna. **MANTENER, P.O. en revisión (anterior 48,60 eur/acción). Cotización: 57,65 eur/acción. Potencial n.d. Rango 52 semanas: 43,28/64,35 eur/acción. Resultados 9M20: ventas +7,4% EBITDA +16,1% Bº Neto +20,9%.**
- ▶ **Vistalegre:** compañía vinculada al ciclo económico y por tanto penalizada por Covid-19. Esperamos que se vea beneficiada ante noticias relacionadas con la vacuna contra Covid-19 pero con subidas no muy significativas debido a su escasa liquidez. **Cotización: 0,88 eur/acc. Rango 52 semanas: 0,80-1,44 eur/acción.**
- ▶ **ZARDOYA OTIS:** consideramos que dado el perfil defensivo de la compañía con el 66% de los ingresos provenientes de la recurrencia de resultados de la división Servicios, la noticia del éxito de la vacuna contra el Covid-19 no supondrá para Zardoya un catalizador de magnitudes similares a otras compañías más cíclicas. No obstante, la vuelta a la normalidad debería tener un efecto positivo sobre la demanda de nuevos equipos e impulsar igualmente las exportaciones de la mano de la recuperación económica y la aceleración del ritmo del sector construcción. **SOBREPONDERAR, P.O. 7,0 eur / acción. Cotización: 5,46 eur / acción. Potencial: +28,5%. Rango 52 semanas: 4,98-7,28 eur/acción. Resultados 9M20: ventas -2,8% i.a., EBITDA +4,9% i.a., Bº Neto -1,1% i.a..**

	Último precio	Precio Objetivo R4	Potencial	mín 2020	actual vs mín 2020
Sonae SGPS SA	0,58	1,48	153%	0,5	25%
Tecnicas Reunidas SA	8,16	18,60	128%	6,5	25%
Tubacex, S.A.	1,12	2,50	123%	1,0	14%
Lar Espana Real Estate SOCIMI SA	3,90	7,50	92%	3,1	26%
Telefonica SA	3,39	5,70	68%	2,9	19%
Almirall SA	11,08	18,05	63%	8,6	28%
Renta Corporacion Real Estate, S.A.	1,74	2,75	58%	1,4	24%
Mapfre SA	1,61	2,50	56%	1,2	30%
ENCE Energia y Celulosa SA	2,25	3,50	55%	1,8	26%
Indra Sistemas, S.A. Class A	6,41	9,40	47%	5,4	20%
Repsol SA	7,65	11,09	45%	5,2	48%
CLINICA BAVIERA, S.A.	8,90	12,90	45%	8,0	11%
Talgo SA	3,76	5,40	44%	2,9	29%
International Consolidated Airlines Group SA	1,54	2,15	40%	1,0	58%
MERLIN Properties SOCIMI, S.A.	7,27	9,90	36%	5,7	29%
Mediaset Espana Comunicacion SA	3,30	4,39	33%	2,6	26%
Cellnex Telecom S.A.	51,16	66,14	29%	31,1	64%
Ebro Foods SA	18,76	24,20	29%	15,4	22%
Enagas SA	19,85	25,48	28%	14,8	34%
Inmobiliaria Colonial SOCIMI SA	8,04	10,20	27%	5,9	37%
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A.	31,80	40,00	26%	25,2	26%
Acerinox SA	7,80	9,80	26%	5,3	47%
Faes Farma, S.A.	3,65	4,52	24%	2,9	24%
* Actividades de Construccion y Servicios SA	25,78	31,89	24%	10,5	146%
Acciona SA	97,40	119,34	23%	74,7	30%
APPLUS SERVICIOS S.A.	7,78	9,50	22%	4,2	87%
Gestamp Automocion S.A.	2,95	3,60	22%	1,8	60%
Liberbank SA	0,26	0,31	21%	0,1	121%
Bankinter SA	4,13	4,99	21%	2,9	42%
Grifols, S.A. Class A	26,18	31,60	21%	21,3	23%
* Pharma Mar SA	105,20	123,33	17%	29,9	252%
Red Electrica Corp. SA	16,22	18,45	14%	12,5	30%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	3,09	3,49	13%	2,1	45%
Ferrovial, S.A.	23,45	25,42	8%	16,1	46%
Industria de Diseno Textil, S.A.	27,27	29,50	8%	18,2	50%
<b>Ibex</b>	<b>7711,40</b>	<b>8223,00</b>	<b>7%</b>	<b>5814,5</b>	<b>33%</b>
CIE Automotive, S.A.	18,60	19,50	5%	9,5	96%
Melia Hotels International, S.A.	4,50	4,70	5%	2,5	79%
Banco de Sabadell SA	0,33	0,34	2%	0,3	33%
Atresmedia Corporacion de Medios de Comunicacion SA	2,57	2,58	0%	2,1	25%
Banco Santander S.A.	2,31	2,32	0%	1,5	54%
Bolsas y Mercados Espanoles	32,94	32,98	0%	27,1	21%
Amadeus IT Group SA Class A	58,02	56,20	-3%	34,9	66%
* Solaria Energia y Medio Ambiente, S.A.	17,15	16,06	-6%	5,6	209%
Endesa S.A.	24,13	22,60	-6%	14,3	69%
ArcelorMittal SA	13,42	12,40	-8%	6,0	124%
Ibersol, SGPS S.A.	4,35	4,01	-8%	3,6	21%
Naturgy Energy Group, S.A.	18,37	16,31	-11%	12,7	45%
CaixaBank SA	2,04	1,80	-12%	1,5	36%
Bankia, S.A.	1,37	1,17	-15%	0,7	90%
Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.	34,60	29,37	-15%	20,0	73%
Iberdrola SA	11,06	9,20	-17%	7,6	46%
Atrys Health SA	8,50	7,00	-18%	3,0	183%
Aena SME SA	148,20	108,30	-27%	89,5	66%
Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.	25,83	17,50	-32%	10,7	142%

\* precio objetivo consenso

## Nota de Estrategia

### DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios. Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento. Renta 4 Banco es la entidad proveedora de liquidez de Liberbank, S.A.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante. El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV. Grupo Renta 4. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid. Departamento de Análisis Renta 4 Banco. Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: [online@renta4.es](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Grupo Renta 4, S.A.: 55% Sobreponderar, 34% Mantener y 11% Infraponderar.