

# Newsletter Semanal

## *Mejor la rentabilidad por dividendo frente al crédito*

*La bajísima correlación en el comportamiento de los valores de un mismo índice permite hacer una apuesta relativa a favor de la renta variable con dividendos altos*

La relativa calma en los mercados, impulsados por la mejores perspectivas macroeconómicas y la buena campaña de resultados del cuarto trimestre que acaba de finalizar, junto a la baja correlación en el comportamiento entre los diferentes valores de un mismo índice (en el caso del Euro STOXX 50 la correlación entre valores en los últimos 2 meses se sitúa en 0,3, mínimos desde junio de 2014) permite **hacer una apuesta relativa a favor de la inversión en compañías cotizadas en renta variable con elevada rentabilidad por dividendo frente a su deuda.**

**Por el lado de la renta fija y el crédito** cabe destacar que hasta hace unos días nos encontrábamos con niveles de rentabilidad en el tramo largo de la curva soberana alemana y estadounidense cerca de los mínimos del año y, a pesar del brusco repunte durante la semana, todavía habría margen de subida de tipos de interés hasta niveles cercanos al 0,6% y 2,6% respectivamente a lo largo del año. En este sentido, advertimos que los discursos recientes por parte de varios miembros de la Reserva Federal americana a favor de una subida de tipos de interés a más corto plazo han provocado que **el mercado adelante la posible subida de junio a marzo.** En cualquier caso el mercado **sigue sin descontar más de 2 subidas en 2017 y otras 2 en 2018** frente a unos riesgos al alza de que finalmente puedan terminar descontando hasta 3 veces este año y otras 3 el próximo como se derivan de las estimaciones de la Reserva Federal. A lo anterior hay que **agregar lo ajustado y el poco valor que vemos en la renta fija** con grado de inversión en la Eurozona.

**Por el lado de la renta variable,** aunque seguimos cautos a corto plazo debido sobre todo a la incertidumbre política y al exceso de optimismo recogido en las cotizaciones, **seguimos viendo valor en algunos sectores y compañías.**

### La rentabilidad por dividendo puede ser una buena herramienta para seleccionar

*El mayor diferencial a favor de la renta variable frente al crédito estaría en Seguros, Utilities, Alimentación, Bancos, Construcción y Tecnología o en valores cotizados como Axa, Allianz, Santander, Intesa, Vinci entre otros*

Según nuestros estudios, en los últimos años apostar por compañías con elevado dividendo daba lugar a una peor evolución frente a los índices de referencia, en cierta medida porque coincidían con compañías de estilo *value*, con muy mala evolución entre 2010 y mediados de 2016 frente al resto de estilos en renta variable y también frente al crédito con grado de inversión. En 2017 las perspectivas de que tendremos una menor decepción en el crecimiento global, una mayor inflación y las posibles subidas adicionales de tipos de interés **podrían beneficiar algo más las apuestas por el value aunque en cualquier caso deberemos seguir siendo selectivos.**

Así, de nuestro análisis de rentabilidad relativa encontramos que **el mayor diferencial a favor de la renta variable con alta rentabilidad por dividendo frente al crédito se encuentra en los sectores de Seguros, Utilities, Alimentación, Bancos, Construcción y Tecnología** que serían así los más atractivos para esta apuesta. Al realizar este mismo análisis por compañías **las que mejor salen posicionadas para “comprar su renta variable y vender su deuda” serían Axa, Allianz, Santander, Intesa, Vinci, Ferrovial, Daimler e Iberdrola.**

## La semana en Renta Variable. Rebote bancario

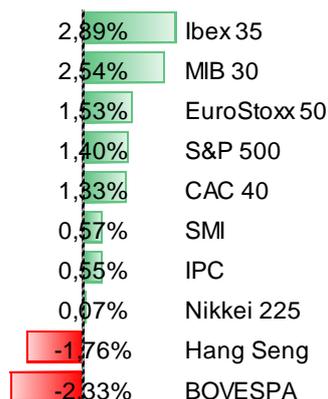
*La mejor noticia para el sector bancario sigue estando en la normalización de tipos de Estados Unidos*

La semana ha venido marcada por el **discurso de la Nación de Donald Trump** (más contenido que de costrumbre) y por la apuesta de varios miembros “moderados” de la Reserva Federal por subir cuanto antes los tipos de interés. La presentación de unos presupuestos en Estados Unidos que previsiblemente se decante por políticas expansivas (rebajas de impuestos y el incrementos del gasto público en infraestructuras y defensa) ha tensionado las curvas core, impulsado a los **Bancos** (+3,4%) y al sector de la **Construcción** (+2,4%). Les han acompañado otros sectores más defensivos como **Utilities** (+2,0%) y **Farma** (+1,6%) que venían siendo castigados desde comienzos de año. Como en todo, la alegría va por barrios, y las mayores probabilidades de subidas de tipos de interés han impactado en el sector **Inmobiliario** (-0,4%) y los **Servicios Financieros** (-0,3%) que terminan en rojo junto con otros sectores más cíclicos como **Químicas** (-0,6%).

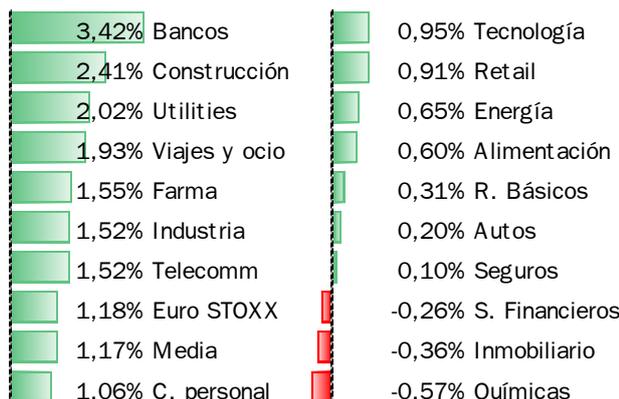
*Mientras que deja como perdedores a los selectivos emergentes*

Con todo, el mercado ha recibido con alegría los pasos en pos de normalizar las condiciones monetarias en Estados Unidos, y casi todos los selectivos terminaron con ganancias. A la cabeza encontramos a la periferia europea por su fuerte peso en el sector bancario (**España** +2,9% e **Italia** +2,5%) mientras que las bolsas estadounidenses volvieron a batir máximos históricos (**S&P500** +1,4%). En cambio, las ampliaciones del soberano estadounidense penalizaron en la semana a los índices emergentes por el efecto divisa, destacando **Brasil** (-2,3%) y **China** (-1,8%) mientras **México** (+0,6%) esta vez consiguió conservar las ganancias.

**Evolución semanal índices mundiales**



**Evolución semanal sectores EuroSTOXX**



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

### Lo mejor: Acerinox ve un 2017 muy positivo

**Presentó resultados del cuarto trimestre mejores de lo esperado en operativo** y además la compañía indicó que para **2017 las perspectivas siguen siendo positivas** y esperan que en el primer trimestre se mejoren ampliamente los resultados. Además **anunciaron una nueva subida de precio base en Estados Unidos del +5%/+7%** desde el 1 de abril. Creemos que esto es consecuencia de que **la demanda allí sigue muy fuerte y las medidas antidumping** están teniendo su efecto. **Nosotros no estábamos previendo subidas adicionales este año** y la anunciada podría tener un impacto de un +6% en nuestras estimaciones y ayudando a que el consenso siga revisando al alza.

### Lo peor: Deoleo profundiza en las pérdidas

**Publicó unos resultados del cuarto trimestre muy flojos** y aunque mostraron una mejora de márgenes operativos frente a trimestres anteriores, se quedaron por debajo de nuestras estimaciones. Adicionalmente, la compañía ha realizado fuertes provisiones por deterioro que junto a los gastos extraordinarios ya registrados a 9 meses han generado unas pérdidas contables de -179 millones euros. Aunque no tienen un impacto en la caja, la deuda sigue en niveles muy altos (multiplica por 11 el beneficio operativo) y una ampliación de capital podría ser necesaria.

## La semana en Renta Fija, divisas y materias primas

### La Fed y Trump impulsa las rentabilidades core al alza

*Los estrechamientos periféricos con lo que iniciaba la semana, se desdibujaron tras el mensaje hawkish de algunos miembros de la Reserva Federal y el discurso de Trump*

Las **rentabilidades soberanas periféricas estrecharon** en un primer momento a medida que **mejoraba el flujo de noticias sobre los riesgos electorales en Francia**, para ampliar posteriormente tras nuevas declaraciones *hawkish* de varios miembros de la Reserva Federal y el discurso de Trump. Con todo, el **10 años español se mantuvo en el 1,67%**, mientras el **italiano encareció** desde el 2,20% hasta el 2,11% a pesar del fuerte volumen subastado durante la semana y a medida que se aleja la posibilidad de celebrar elecciones anticipadas. En **Grecia**, Alemania planteó la posibilidad de incluir la deuda helena en el programa de compras del BCE, propiciando **estrechamientos en el 2 años** desde el 8,04% hasta el 7,24%.

**En core**, el 10 años alemán se mantuvo en el 0,27% a la vez que el 2 años abandonaba mínimos históricos al ampliar desde el -0,95% hasta el -0,83%. Con todo, la **prima de riesgo española se mantuvo** en los 140 puntos básicos y la italiana estrechó hasta los 184 puntos básicos. En **Francia**, el 10 años **siguió recogiendo estrechamientos** desde el 1,00% hasta el 0,90%, tras incrementarse la intención de voto a E. Macron. En **Estados Unidos** el 10 años **registró ampliaciones** desde el 2,34% hasta el 2,47% en una semana marcada por el discurso de Trump y las **declaraciones** de Dudley, Kaplan y Williams. Con todo, las probabilidades de subidas a marzo pasaron del 42% de la semana anterior al 84%.

*En crédito, sigue la fuerte demanda por emisiones subordinadas e híbridas tanto en financieros como en corporativos*

En **crédito**, se detuvo el rally de semanas anteriores con **ampliaciones en todo el tramo senior financiero** de Santander, BBVA y Bankia, aunque **no así en la parte subordinada donde los híbridos domésticos estrecharon en torno a -80 puntos básicos** (fuerte apetito de los inversores en busca de diferenciales altos). En **bonos corporativos**, el BCE tan sólo registró adquisiciones por 1.700 millones euros frente a los 2.000 millones euros de semanas anteriores. Por nombres, **Telefónica, Repsol, Gas Natural e Iberdrola lideraron las correcciones** con ampliaciones **en el tramo senior**, al contrario que la parte híbrida de la operadora y la petrolera que registraron estrechamientos.

El **Tesoro español** emitió 4.400 millones de euros en bonos 2021, 2026 y 2027. En primario, **Iberdrola** colocó un Green Bond a 8 años, **Telefónica** 3.500 millones de dólares a 10 y 30 años y **Bankia** 500 millones de euros en un subordinado Tier 2 a 10 años al 3,49% con una demanda que superó en 10 veces lo emitido.

### En las divisas

Ida y vuelta durante la semana del **cruce euro/dólar** para volver a situarse en niveles de soporte clave próximos a 1,05 al final. La subida inicial del euro coincidió con cierto retroceso de las primas riesgo-país en Francia y la periferia después de la comentada mejora de Macron. La apreciación del dólar posterior vino apoyada por las comentadas declaraciones *hawkish* de varios miembros de la Reserva Federal americana que impulsaron al alza las rentabilidades de la deuda pública americana y el diferencial de tipos con la Eurozona.

Por otro lado, depreciación de la **libra**, que tras apoyarse en su directriz alcista de largo plazo, rebotó para situarse en niveles cercanos a 0,86. El principal catalizador se encontró en las primeras declaraciones como miembro del Banco de Inglaterra, Charlotte Hogg, que mostró un tono *dovish* al destacar que los riesgos a las previsiones económicas de la institución se encuentran sesgados a la baja.

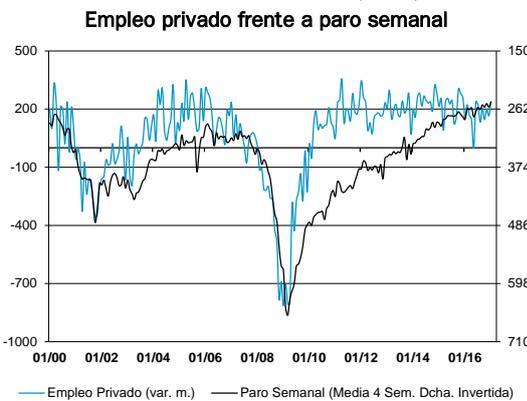
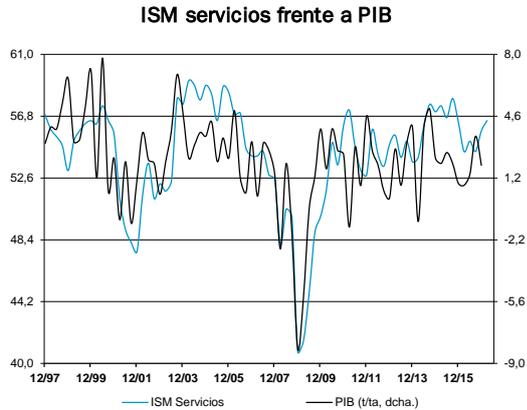
### En materias primas

El **Brent** se ha mantenido en un rango estrecho comprendido entre los 55 y 57 dólares por barril, mientras las posiciones largas especulativas volvieron a marcar máximos históricos. Sin grandes novedades, más allá de la reiteración del compromiso por parte de varios miembros de la OPEP por alcanzar el 100% del recorte comprometido en la reunión de Viena, la atención sigue estando en la industria petrolífera de Estados Unidos. Así, en la semana la producción en el país experimentó un nuevo repunte situándose por encima de los 9 millones de barriles al día con los inventarios nacionales en máximos de los últimos 30 años.

La semana en la macro y lo que viene

Estados Unidos

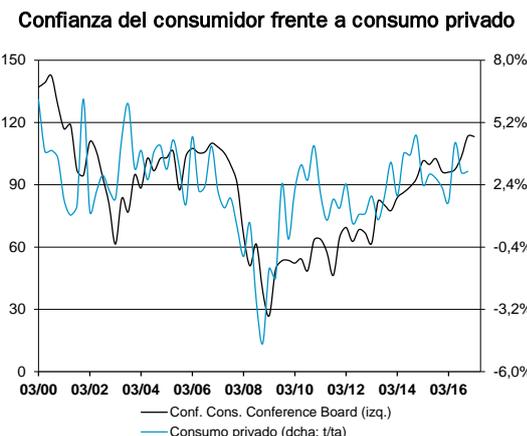
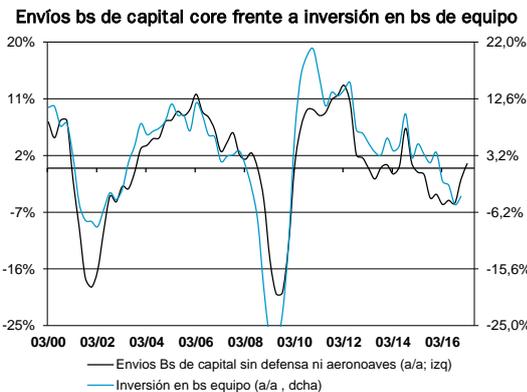
Próximas referencias



Fuente: Bloomberg y BS Análisis

- El **ISM de servicios** en febrero retendría el 56,5 de anterior, lo que dibuja un **PIB en el primer trimestre de 2017** creciendo en torno al **3,8% t/ta** frente al **2,1% esperado** y al **1,9% del cuarto trimestre 2017**.
- La **creación de empleo no agrícola** aumentaría en febrero en 174.000 puestos, por debajo de los 227.000 anteriores. La tasa de paro disminuiría hasta el 4,7% frente al 4,8% del mes anterior y las ganancias salariales avanzarían un 0,2% m/m. En conjunto un mercado laboral dinámico que respalda el sesgo alcista de la Fed en materia de tipos de interés. Antes, el **empleo privado de ADP** generaría 178.000 puestos de trabajo.
- La **bananza comercial** de enero se situaría en -45.700 millones de dólares. La menor fortaleza del dólar en enero podría beneficiar a las exportaciones.

A destacar de la semana anterior



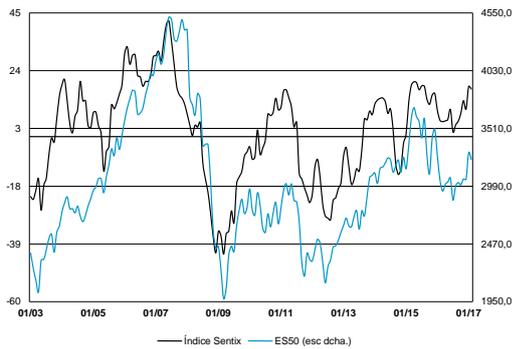
Fuente: Bloomberg y BS Análisis

- Los indicadores adelantados de actividad en febrero sorprendieron por su fortaleza. El **ISM de manufacturas** avanzó hasta 57,7. Antes el **PMI de Chicago** mejoró hasta 57,4 mientras que el **índice de la Fed de Richmond** escaló hasta 17. En conjunto, los indicadores adelantados **apuntarían un crecimiento para el primer trimestre 2017 muy por encima del 2,1% t/ta** esperado por el consenso.
- Los **pedidos de bienes duraderos** se recuperaron en enero un 1,8% m/m mientras que los **envíos de bienes de capital** sin defensa ni aeronaves registraron un -0,6%. Lo anterior dibuja un crecimiento de la inversión en los bienes de equipo del 2,8% a/a en el primer trimestre 2017. La segunda revisión del **PIB del cuarto trimestre 2016** repitió el 2,1% t/ta preliminar donde el mejor comportamiento del consumo se vio compensado por la caída de la inversión.
- En cuanto al **consumo**, la **confianza del consumidor de la Conference Board** de febrero despuntó hasta 114,8. Datos que contrastan con la contracción del **gasto personal real**, que en enero retrocedió un -0,3% m/m. Todo lo anterior dibuja un **consumo privado en el primer trimestre de 2017 creciendo al 2,0% t/ta**. En cuanto al **ingreso personal** avanzó un 0,4% m/m.
- El **libro beige de la Fed** rebajó el ritmo de crecimiento aunque ofreció unas perspectivas muy favorables para 2017, con un mercado laboral muy sólido.

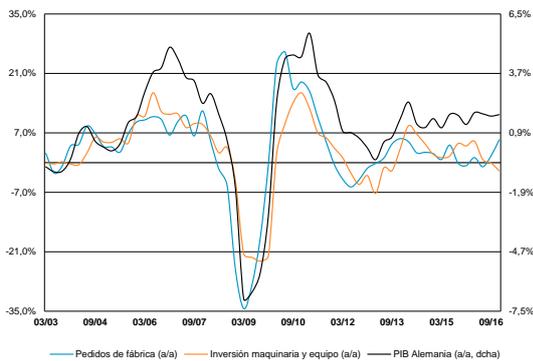
Europa

Próximas referencias

Zona Euro: índice Sentix frente a Euro STOXX 50



Alemania: pedidos fábrica frente a PIB

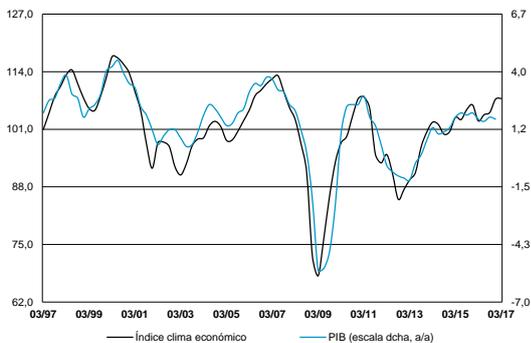


Fuente: Bloomberg y BS Análisis

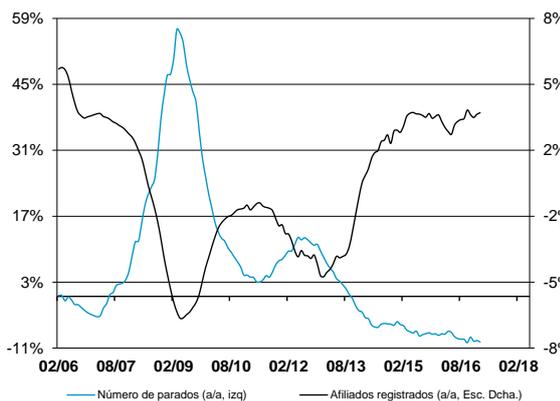
- En la **Zona Euro**, no esperamos cambios en la reunión del **BCE**, con mantenimiento de las compras mensuales de activos por 80.000 millones de euros y el tipo de interés de depósito en el -0,4%. Por otro lado, conoceremos el  **desglose del PIB cuarto trimestre 2016** , donde lo relevante será la posible recuperación de la inversión (. Por su parte, el **índice Sentix de confianza del inversor** de marzo repuntaría ante la subida de la bolsa en las últimas semanas. En cuanto al consumo, el consenso espera que el ritmo de crecimiento de las **ventas al por menor** de enero se acelere hasta el 1,5% interanual.
- En **Alemania**, destacan los **pedidos de fábrica** de enero y la **producción industrial** tras el comportamiento mixto de ambas variables del mes anterior, cuando los primeros sorprendieron positivamente y la segunda decepcionó. Por último, el consenso estima una recuperación de las **ventas al por menor** de enero hasta el 0,7% interanual.
- En **España**, el consenso espera que tanto el **PMI Manufacturero** de febrero como el **PMI de Servicios** repunten hasta 55,2 y 55,0 respectivamente. Por otro lado, estaremos atentos a la **producción industrial** de enero después de la moderación en el mes anterior hasta el 1,9% interanual. Por último, las **ventas al por menor** mantendrían su dinamismo.
- En **Reino Unido**, el consenso espera que el **PMI de Servicios** de febrero retroceda hasta 54,0.

A destacar de la semana anterior

Zona Euro: índice clima económico frente a PIB



España: número desempleados frente a afiliados registrados



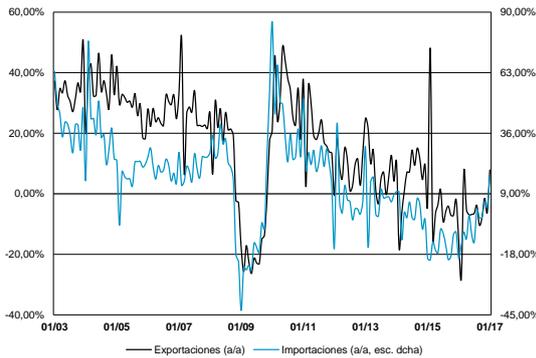
Fuente: Bloomberg y BS Análisis

- En la **Zona Euro**, el **índice de clima económico** de febrero repuntó una décima hasta 108,0 destacando la mejora en la industria y en los servicios. Estos niveles apuntan a un PIB primer trimestre 2017 por encima del 1,6% esperado. En cuanto a precios, la **inflación** de febrero repuntó hasta el 2,0% interanual sobre todo por el encarecimiento de la energía.
- En **España**, el  **desglose del PIB cuarto trimestre 2016** mostró una ligera moderación de la inversión con una mayor contribución positiva del sector exterior. El **número de desempleados** de febrero sorprendió positivamente al descender en -9.300 personas con una aceleración de la caída interanual hasta el -9,68% interanual al tiempo que el ritmo de creación de empleo se incrementa hasta el 3,38% interanual. **Estos datos apuntan a una tasa de paro para el cuarto trimestre 2017 del 17,4%**. Por último, en relación al comercio exterior, el saldo de la **balanza por cuenta corriente** de 2016 se situó en 22.300 millones de euros.
- En **Reino Unido**, el **PMI Manufacturero** de febrero decepcionó al retroceder hasta el 54,6 mientras que el **PMI de Construcción** sorprendió al alza al repuntar hasta el 52,5.

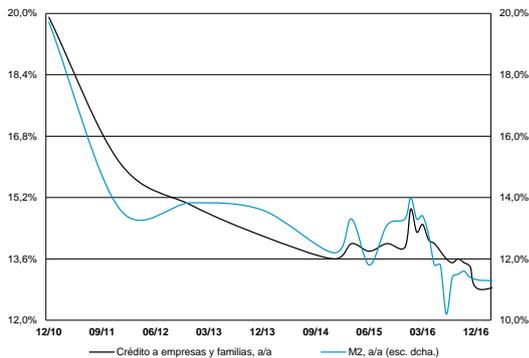
Otras Economías

Próximas referencias

China: exportaciones frente a importaciones



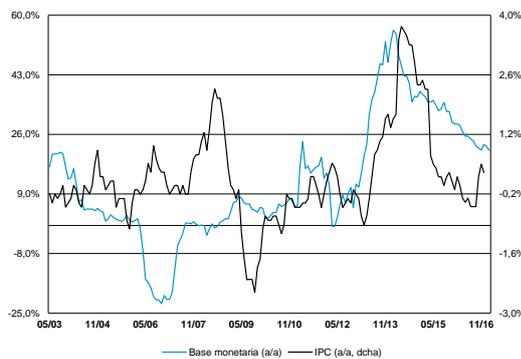
China: M2 frente a crédito



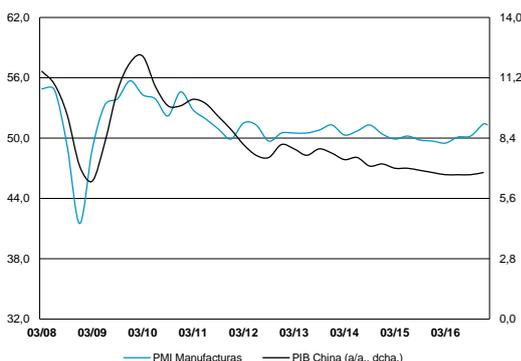
Fuente: Bloomberg y BS Análisis

- En **Japón**, el consenso espera que el **PIB cuarto trimestre 2016 final** se revise al alza 0,4% t/t y 1,7% t/ta por la mejora de la inversión hasta el 1,7% t/t. Por otro lado, la atención estará centrada en los **pedidos de maquinaria** preliminares de febrero. En el ámbito de los precios, el consenso espera que la **inflación** de enero repunte una décima hasta el 0,4% interanual y que también lo haga la **subyacente** hasta el 0,2% interanual.
- En **China**, positiva evolución prevista de los datos de comercio exterior de febrero. Así, el consenso espera una aceleración del ritmo de crecimiento tanto de las **exportaciones** como de las **importaciones** hasta el 13,0% interanual y 19,0% respectivamente. En cuanto a precios, el consenso espera una moderación de la **inflación** de febrero hasta 1,7% interanual. Por el lado de los agregados monetarios, destaca la **M2** de febrero que, tras haberse estabilizado en el 11,3% interanual en los dos últimos meses, apuntaría a una moderación del **crédito a empresas y familias** desde el 12,8% interanual de enero.
- En **México**, el consenso espera que el ritmo de crecimiento de la **inflación** de febrero se acelere hasta el 4,81% interanual por el impacto de la subida de las gasolinas.
- En **Brasil**, el consenso espera que el ritmo de contracción del **PIB cuarto trimestre 2016** se modere hasta el -2,6% interanual. En relación a los precios, el consenso espera que la **inflación** de febrero se relaje hasta el 4,94% interanual.

México: índice actividad económica IGAE frente a PIB



China: PMI Manufacturero frente a PIB



Fuentes: Bloomberg y BS Análisis

A destacar de la semana anterior

- En **Japón**, el ritmo de crecimiento de la **base monetaria** de febrero se moderó hasta el 21,4% interanual.
- En **China**, el **PMI Manufacturero oficial** de febrero repuntó hasta 51,6 y el **PMI Manufacturero Caixin** mostró un comportamiento similar. Por el contrario, el **PMI de Servicios** retrocedió hasta 54,2. **Mantenemos nuestras previsiones de PIB'17/18 en 6,3%/6,0%**, por debajo del consenso.
- En **México**, las **actas** del BC correspondientes a la reunión del 9 de febrero reconocieron que la inflación se mantendrá en 2017 por encima del objetivo del 3,0% y que hasta finales de 2018 no convergerá a ese nivel. Las presiones inflacionistas al alza estarían relacionadas con la depreciación del peso y la liberalización de los precios de las gasolinas pero no con la demanda agregada cuya evolución durante 2017 está sujeta a un elevado grado de incertidumbre. En este sentido, en el **informe trimestral de inflación** el BC destacó que los riesgos se han incrementado, en especial los relacionados con las variaciones del tipo de cambio y con la política monetaria de Estados Unidos..

**Dirección Análisis**

**Assistants**

Ana Torrente: [TorrenteA@bancsabadell.com](mailto:TorrenteA@bancsabadell.com)  
Eamon Donoghue: [DonoghueE@bancsabadell.com](mailto:DonoghueE@bancsabadell.com)  
Concha Galán: [GalanC@bancsabadell.com](mailto:GalanC@bancsabadell.com)

**Director Análisis**

Nicolás Fernández: [FernandezNi@bancsabadell.com](mailto:FernandezNi@bancsabadell.com)

**Financieras**

Mario Lodos: [LodosM@bancsabadell.com](mailto:LodosM@bancsabadell.com)  
Esther Castro: [CastroEs@bancsabadell.com](mailto:CastroEs@bancsabadell.com)

**Utilities, gas y energía**

Javier Esteban: [EstebanJ@bancsabadell.com](mailto:EstebanJ@bancsabadell.com)  
Felipe Echevarría, CFA: [EchevarriaF@bancsabadell.com](mailto:EchevarriaF@bancsabadell.com)  
Álvaro del Pozo: [Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com](mailto:Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com)

**TMTs**

Andrés Bolumburu: [BolumburuA@bancsabadell.com](mailto:BolumburuA@bancsabadell.com)  
Álvaro del Pozo: [Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com](mailto:Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com)

**Industriales**

Francisco Rodríguez: [RodriguezFra@bancsabadell.com](mailto:RodriguezFra@bancsabadell.com)  
Óscar Rodríguez: [RodriguezOsc@bancsabadell.com](mailto:RodriguezOsc@bancsabadell.com)

**Farmacia, química y  
papeleras**

Felipe Echevarría, CFA: [EchevarriaF@bancsabadell.com](mailto:EchevarriaF@bancsabadell.com)

**Construcción, materiales  
de construcción,  
inmobiliarias y REITs**

Ignacio Romero: [Romerolgnacio@bancsabadell.com](mailto:Romerolgnacio@bancsabadell.com)

**Distribución, retail,  
logística, alimentación y  
bebidas**

Ignacio Romero: [Romerolgnacio@bancsabadell.com](mailto:Romerolgnacio@bancsabadell.com)  
Arancha Piñeiro: [PineiroA@bancsabadell.com](mailto:PineiroA@bancsabadell.com)

**Hoteles, transportes y  
autopistas**

Francisco Rodríguez: [RodriguezFra@bancsabadell.com](mailto:RodriguezFra@bancsabadell.com)

**Derivados, Técnico y Cuantitativo**

Diego Ferrer: [FerrerDiego@bancsabadell.com](mailto:FerrerDiego@bancsabadell.com)

**Equipo Small&Medium**

Javier Esteban: [EstebanJ@bancsabadell.com](mailto:EstebanJ@bancsabadell.com)  
Ignacio Romero: [Romerolgnacio@bancsabadell.com](mailto:Romerolgnacio@bancsabadell.com)  
Felipe Echevarría, CFA: [EchevarriaF@bancsabadell.com](mailto:EchevarriaF@bancsabadell.com)

**Equipo Eurostoxx50**

Francisco Rodríguez: [RodriguezFra@bancsabadell.com](mailto:RodriguezFra@bancsabadell.com)  
Arancha Piñeiro: [PineiroA@bancsabadell.com](mailto:PineiroA@bancsabadell.com)  
Óscar Rodríguez: [RodriguezOsc@bancsabadell.com](mailto:RodriguezOsc@bancsabadell.com)  
Álvaro del Pozo: [Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com](mailto:Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com)

**Estrategia de Renta Variable y Estrategia  
de Crédito**

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

**Disclaimer sin asesoramiento de inversión****Sistema de recomendaciones:**

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

Las recomendaciones de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. son COMPRAR (SOBREPONDERAR en índices y sectores de renta variable y emisores de renta fija), VENDER (INFRAPONDERAR) y BAJO REVISIÓN. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución mejor a la del mercado (referencia Ibx35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para las compañías españolas cotizadas; referencia Eurostoxx50 para las compañías de la zona Euro; en índices y sectores de renta variable el benchmark es la cesta de índices y sectores en cobertura; en emisores de renta fija es el índice BERC IG €) mientras que las de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución peor a la del mercado de referencia. La recomendación de BAJO REVISIÓN se emite para aquellas compañías cotizadas en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. está analizando posibles cambios en las estimaciones o valoración tras algún hecho relevante que haga posible ese análisis detallado.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

A 13 de diciembre de 2016, Banco de Sabadell, S.A. es titular, directa o indirectamente de al menos un 3% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: FLUIDRA, S.A. y GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, S.A. Adicionalmente, Banco de Sabadell, S.A. o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

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

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