

# GRUPO SANJOSE

## Construcción

# Rdos. 2022

**COMPRAR** (desde 17/12/21)

Ignacio Romero 91 782 9157/8  
Romerolgnacio@bancsabadell.com

**Cierre (03-03-23): 4,60 euros/acc.**

**P.O.: 9,65 euros/acc. (potencial +109,8%)**

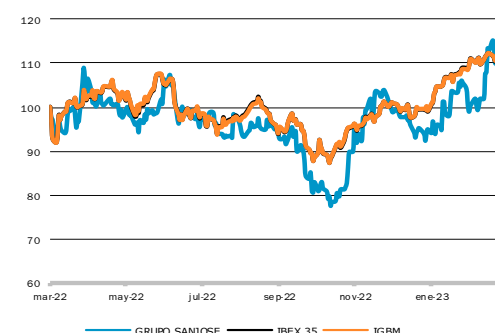
### INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	GSJ.MC/GSJ SM
Cap. Bursátil / EV	295 M / 81 M
# acciones:	65,0 M
12M Max/Min:	4,80/3,24
Perf. Rel. IBEX (1,3,6m):	7,8%/-1,8%/-5,6%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,1/0,024
Beta (5años)	0,97
Free-float:	33,6%
Rating(S&P, M, F)	NR / NR / NR
Accionistas Principales	
Familia Rey 48,3%, familia Sánchez Ávalos 16,1%.	

BS(e)	2022	2023e	2024e
Ventas Totales	1.092	1.096	1.113
Crec. %	17,7%	0,3%	1,6%
EBITDA	58	59	63
Crec. %	6,6%	1,4%	7,2%
Margen EBITDA	5,3%	5,4%	5,7%
EBIT	32	39	43
Crec. %	-5,1%	20,5%	10,8%
Margen EBIT	3,0%	3,6%	3,9%
BDI	15	26	27
Crec. %	11,1%	65,8%	4,7%
x ACC.	2022	2023e	2024e
BPA	0,24	0,39	0,41
Crec. %	11,1%	65,8%	4,7%
BPA Ajustado	0,29	0,41	0,43
Crec. %	-11,8%	40,8%	4,6%
DPA	0,10	0,10	0,10
Crec. %	0,0%	0,0%	0,0%
CFPA	0,38	0,53	0,54
Crec. %	9,9%	39,6%	3,5%
RATIOS	2022	2023e	2024e
PER	19,17x	11,56x	11,04x
PER Ajustado	15,66x	11,13x	10,64x
PCF	12,04x	8,62x	8,33x
PVC	1,69x	1,52x	1,38x
ROE	8,8%	13,2%	12,5%
Yield	2,2%	2,2%	2,2%
EV/Ventas	0,10x	0,09x	0,07x
EV/EBITDA	1,93x	1,68x	1,29x
EV/EBIT	3,45x	2,52x	1,88x
Deuda/EBITDA	-3,71x	-3,89x	-3,90x

Fuente: Análisis BS

### Compañía vs País e Índice IBEX:



Fuente: Bloomberg

- En el año 2022 hemos visto un **deterioro de los márgenes** en la cuenta de Rdos. asociado al aumento de los costes de construcción (y otros). En el lado positivo, la contratación de nueva cartera de pedidos ha sido fuerte (+17%) y creemos que, si el entorno macroeconómico lo permite, 2023 podría ser mejor.
- Los ingresos y el EBITDA consolidado** de 2022 subieron un +18% y un +7% respectivamente mientras que el EBIT cayó un -5% por un **aumento de las provisiones**. En 4T'22 estanco los ingresos subieron un +18% y el EBITDA un +21% (margen +17 pbs) pero las mayores provisiones este año (-4 M euros vs +2 M euros en 2021) provocan una caída del EBIT del -8%.
- Construcción** (90% de la cifra de negocio). Ha registrado un incremento del volumen de negocio del +16% con una caída del EBITDA del -6% (margen -85 pbs hasta el 3,7%). Creemos que el incremento de los costes de construcción, que la compañía no ha podido trasladar totalmente a clientes, está detrás del deterioro de márgenes en el año.
- Inmobiliario** (2% de la cifra de negocio). El año ha sido bueno para los márgenes de este negocio, con los ingresos creciendo un +35% y el EBITDA un +113% (margen +1.215 pbs hasta el 33%). Pero esto es debido a un no recurrente, por la venta de un activo en Portugal (7 M euros).
- Energía** (2% de la cifra de negocio). Ingresos +57% y EBITDA -6% (margen -832 pbs). El año ha sido complicado en esta división por los fuertes vaivenes en los precios energéticos y por cómo funcionan, en su planta principal, los mecanismos de precios contratados con clientes y proveedores: los precios de venta están indexados a referencias de mercado, pero con retraso, mientras que las compras de gas están más pegadas a precios *spot*. Por ese motivo el margen estrechó fuertemente en 2022. En condiciones normales, este efecto debería revertir en 2023.
- Concesiones** (6% de la cifra de negocio). Los ingresos y EBITDA crecen un +26% y un +4% respectivamente.
- El BDI crece un +11% respecto al año anterior.
- La cartera de construcción a diciembre'22** creció un +23% vs diciembre'21 hasta los 1.888 M euros. Creemos que según va pasando el tiempo, y a medida que entran en ejecución contratos con "nuevos precios" de 2022, la cuenta de resultados debería reflejar una mejora de márgenes.
- La posición de caja neta** a diciembre'22 era de 215 M euros (vs 200 M euros a diciembre'21). Ajustado por las provisiones en balance, la caja sería de 153 M euros (equivalente al 51% de su capitalización bursátil). La compañía ha anunciado el pago de un dividendo de 6,5 M euros (+0% vs 2021, yield 2,2%).

## RESULTADOS 2022

M euros	1T21	2T21	1S21	3T21	9M21	4T21	2021	1T22	2T22	1S22	3T22	9M22	4T22	2022
Construcción	187,9	215,7	403,6	206,9	610,5	227,0	837,6	224,8	243,5	468,3	238,3	706,7	262,4	969,1
Var %							0%	19,7%	12,9%	16,0%	15,2%	15,7%	15,6%	15,7%
Inmob.	4,5	3,8	8,3	5,0	13,3	3,9	17,2	3,7	1,4	5,1	8,5	13,6	9,7	23,2
Var %							0%	-18,6%	-62,9%	-38,8%	69,8%	2,0%	148,0%	35,1%
Energía	2,4	2,5	5,0	2,9	7,8	3,7	11,5	5,6	4,8	10,4	4,6	15,0	3,0	18,0
Var %							0%	127,4%	93,2%	110,1%	60,0%	91,8%	-17,4%	56,8%
Concesiones	15,9	14,2	30,1	7,9	38,0	14,2	52,2	15,9	15,9	31,8	16,2	48,0	17,7	65,8
Var %							0%	0,2%	12,2%	5,9%	104,4%	26,4%	25,1%	26,1%
Ajustes	2,7	4,9	7,6	0,7	8,3	1,0	9,3	1,5	7,8	9,3	4,5	13,8	2,3	16,2
<b>INGRESOS</b>	<b>213,4</b>	<b>241,1</b>	<b>454,5</b>	<b>223,5</b>	<b>677,9</b>	<b>249,8</b>	<b>927,7</b>	<b>251,5</b>	<b>273,4</b>	<b>524,9</b>	<b>272,2</b>	<b>797,1</b>	<b>295,2</b>	<b>1.092,2</b>
Var %							0%	17,9%	13,4%	15,5%	21,8%	17,6%	18,2%	17,7%
Construcción	6,6	10,9	17,5	7,9	25,4	12,4	37,8	7,4	11,1	18,5	4,6	23,1	12,4	35,5
Margen %	3,5%	5,0%	4,3%	3,8%	4,2%	5,5%	4,5%	3,3%	4,6%	4,0%	1,9%	3,3%	4,7%	3,7%
Inmob.	1,3	0,2	1,5	1,2	2,7	0,9	3,6	0,7	0,0	0,8	2,6	3,4	4,4	7,7
Margen %	28,7%	5,6%	18,2%	24,8%	20,7%	22,9%	21,2%	20,0%	1,1%	14,8%	30,7%	24,7%	45,4%	33,3%
Energía	0,5	0,5	1,0	0,7	1,7	0,7	2,4	1,2	1,2	2,4	0,1	2,5	-0,3	2,2
Margen %	22,4%	19,1%	20,7%	24,2%	22,0%	18,3%	20,8%	21,5%	24,3%	22,8%	2,9%	16,7%	-8,3%	12,5%
Concesiones	1,2	1,4	2,6	-0,5	2,1	0,8	2,9	1,4	0,4	1,8	-0,1	1,8	1,2	3,0
Margen %	7,6%	9,7%	8,6%	-5,8%	5,6%	5,4%	5,5%	9,1%	2,4%	5,7%	-0,4%	3,7%	6,9%	4,6%
Ajustes	1,8	2,2	3,9	2,8	6,8	0,9	7,7	2	2	4	4	8	1	9
<b>EBITDA</b>	<b>11,5</b>	<b>15,1</b>	<b>26,5</b>	<b>12,3</b>	<b>38,8</b>	<b>15,6</b>	<b>54,4</b>	<b>12,7</b>	<b>14,7</b>	<b>27,5</b>	<b>11,6</b>	<b>39,0</b>	<b>18,9</b>	<b>58,0</b>
Var %							-27,3%	11,1%	-2,4%	3,4%	-5,5%	0,6%	21,4%	6,6%
Margen %	5,4%	6,3%	5,8%	5,5%	5,7%	6,2%	5,9%	5,06%	5,39%	5,23%	4,25%	4,90%	6,41%	5,31%
Amortiz.	-1,7	-2,3	-4,0	-2,1	-6,1	-2,3	-8,5	-1,9	-2,1	-4,0	-2,4	-6,5	-2,7	-9,1
Deterioro Exist.	0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-3,0	-3,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2
Var. Provisiones	-2,1	-4,2	-6,3	-4,7	-11,1	2,4	-8,6	-1,1	-7,2	-8,4	-3,5	-11,8	-4,3	-16,2
<b>EBIT</b>	<b>7,7</b>	<b>8,4</b>	<b>16,1</b>	<b>5,4</b>	<b>21,5</b>	<b>12,7</b>	<b>34,2</b>	<b>9,8</b>	<b>5,4</b>	<b>15,1</b>	<b>5,7</b>	<b>20,8</b>	<b>11,6</b>	<b>32,4</b>
Var %							-19%	27%	-36%	-6%	4%	-3%	-8%	-5%
Margen %	3,6%	3,5%	3,5%	2,4%	3,2%	5,1%	3,7%	3,9%	2,0%	2,9%	2,1%	2,6%	3,9%	3,0%
Ingr/Gtos. Financieros	-0,6	-1,2	-1,8	-0,1	-1,9	-1,9	-3,8	-0,8	-0,9	-1,7	-0,6	-2,3	-0,5	-2,8
Dif. Cambios y otros	0,6	0,0	0,6	0,0	0,6	-0,8	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	-0,9	-0,6
Enaj. Inst. Fin.	0,2	-2,7	-2,5	0,7	-1,8	-2,6	-4,4	-0,5	-0,4	-0,9	-1,0	-1,9	-1,3	-3,2
<b>Rdo. Financiero</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,1</b>	<b>-5,3</b>	<b>-8,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-6,6</b>
Método Particip.	-0,1	-0,8	-0,9	-2,7	-3,6	0,7	-2,8	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-0,6	0,0	-0,6
<b>BAI</b>	<b>7,8</b>	<b>3,7</b>	<b>11,6</b>	<b>3,3</b>	<b>14,9</b>	<b>8,1</b>	<b>23,0</b>	<b>8,3</b>	<b>4,3</b>	<b>12,6</b>	<b>3,7</b>	<b>16,3</b>	<b>9,0</b>	<b>25,3</b>
Tipo. Imp.	-31%	-43%	-35%	-54%	-39%	-41%	39,7%	-26,7%	-59,9%	-38,0%	-38,8%	-38,2%	-41,0%	39,2%
Impuestos	-2,4	-1,6	-4,0	-1,8	-5,8	-3,3	-9,1	-2,2	-2,6	-4,8	-1,4	-6,2	-3,7	-9,9
<b>BDI</b>	<b>5,4</b>	<b>2,1</b>	<b>7,6</b>	<b>1,5</b>	<b>9,1</b>	<b>4,8</b>	<b>13,9</b>	<b>6,1</b>	<b>1,7</b>	<b>7,8</b>	<b>2,3</b>	<b>10,1</b>	<b>5,3</b>	<b>15,4</b>
Var %								12%	-19%	4%	50%	11%	11%	11%

Fuente: GSI, BS Análisis

En la tabla anterior podemos ver el desglose de ingresos y EBITDA por divisiones. Nuestras estimaciones para 2023 apenas varían tras estos resultados salvo por la cifra de financieros, que pensamos que puede contribuir de manera más positiva en 2023.

## DATOS FINANCIEROS

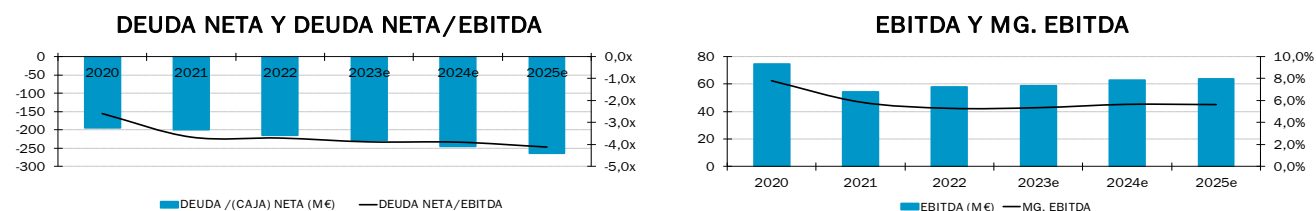
PERDIDAS Y GANANCIAS	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 21/25
<b>Ventas</b>	962	928	1.092	1.096	1.113	1.133	<b>5,1%</b>
<i>Crec%</i>	0,4%	-3,6%	17,7%	0,3%	1,6%	1,8%	
<b>EBITDA</b>	74,8	54,4	58,0	58,8	63,0	63,9	<b>4,1%</b>
<i>Crec%</i>	43,3%	-27,3%	6,6%	1,4%	7,2%	1,4%	
<i>Margen EBITDA</i>	7,8%	5,9%	5,3%	5,4%	5,7%	5,6%	
<b>EBIT</b>	42,4	34,2	32,4	39,1	43,3	43,7	<b>6,3%</b>
<i>Crec%</i>	82,5%	-19,3%	-5,1%	20,5%	10,8%	0,9%	
<i>Margen EBIT</i>	4,4%	3,7%	3,0%	3,6%	3,9%	3,9%	
<b>Gastos financieros netos</b>	1,4	-8,4	-6,6	1,8	-0,5	-1,5	<b>-35,0%</b>
<i>Crec%</i>	-94,0%	-700,9%	-21,8%	-126,7%	-128,6%	200,0%	
<b>Impuestos</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	<b>n.a.</b>
Tasa Impositiva (%)	38,6%	39,7%	39,2%	39,0%	39,0%	39,0%	
<b>Minoritarios s/ BAI (%)</b>	-20,9%	-39,1%	-26,1%	-26,8%	-26,7%	-26,9%	
<b>BDI</b>	22,1	13,9	15,4	25,5	26,7	26,4	<b>17,5%</b>
Nº Accs medio	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	
<b>BPA</b>	0,34 €	0,21 €	0,24 €	0,39 €	0,41 €	0,41 €	<b>17,5%</b>
<i>Crec%</i>	-86,5%	-37,2%	11,1%	65,8%	4,7%	-1,4%	
<b>BPA Ajust.</b>	0,47 €	0,33 €	0,29 €	0,41 €	0,43 €	0,42 €	<b>6,4%</b>
<i>Crec%</i>	15,6%	-30,5%	-11,8%	40,8%	4,6%	-1,3%	
<b>DPA</b>	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €	<b>0,0%</b>
<i>Payout (%)</i>	4,0%	29,5%	46,9%	42,2%	25,5%	24,3%	
<i>Yield (%)</i>	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
<b>Capex</b>	26,1	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	<b>0,0%</b>

FLUJOS DE TESORERIA (M euros)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 21/25
<b>BDI</b>	22,1	13,9	15,4	25,5	26,7	26,4	<b>17,5%</b>
+Amortizaciones	32,4	20,2	25,5	19,7	19,7	20,2	<b>0,0%</b>
-Variación Circulante Neto	-25,8	-4,2	1,2	-0,6	-3,2	-3,8	<b>-2,6%</b>
-Total Inversiones brutas	-26,1	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0	<b>0,0%</b>
+/- Desinversiones y otros Ajustes	0,0	-56,8	-58,2	-62,1	-67,2	-68,5	<b>5,6%</b>
<b>Cash Flow Libre Operativo</b>	106,4	6,5	6,5	8,8	7,4	6,8	<b>1,2%</b>
-Dividendos	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	<b>0,0%</b>
<b>Cash Flow Libre (después de dividendos)</b>	99,9	0,0	0,0	2,3	0,9	0,3	<b>n.a.</b>

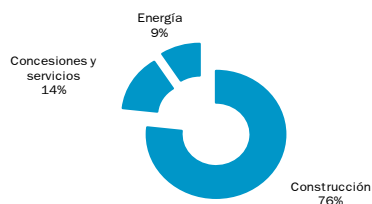
BALANCE (M Euros)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 21/25
<b>Activo fijo</b>	99,3	105,7	113,3	129,6	145,9	162,2	<b>11,3%</b>
<b>Circulante neto</b>	0,5	-6,8	19,3	19,5	24,4	30,2	<b>n.a.</b>
<i>% circulante neto / Ventas</i>	0,0%	-0,7%	1,8%	1,8%	2,2%	2,7%	
<b>Patrimonio neto atribuible</b>	117,1	121,2	142,3	161,3	181,6	201,4	<b>13,5%</b>
<b>Minoritarios</b>	26,2	30,5	32,1	32,1	32,1	32,1	<b>1,3%</b>
<b>Deuda Neta/Caja Neta</b>	-194,6	-199,7	-215,2	-228,6	-245,8	-263,6	<b>7,2%</b>
<i>Deuda Neta / Equity</i>	-1,4x	-1,3x	-1,2x	-1,2x	-1,2x	-1,1x	
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	-2,6x	-3,7x	-3,7x	-3,9x	-3,9x	-4,1x	
<i>% circulante neto / Ventas</i>	0,0%	-0,7%	1,8%	1,8%	2,2%	2,7%	
<b>ROE</b>	15,4%	9,1%	8,8%	13,2%	12,5%	11,3%	
<b>ROCE</b>	-103,8%	-117,4%	-226,9%	-785,5%	97026,8%	1306,9%	

RATIOS DE MERCADO	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 21/25
<b>EV/Ventas</b>	0,13x	0,14x	0,10x	0,09x	0,07x	0,06x	
<b>EV/EBITDA</b>	1,69x	2,31x	1,93x	1,68x	1,29x	0,99x	
<b>ROCE/WACC</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<b>PER</b>	13,37x	21,30x	19,17x	11,56x	11,04x	11,19x	
<b>PER Ajustado</b>	9,60x	13,82x	15,66x	11,13x	10,64x	10,78x	
<b>P/CF</b>	9,27x	13,23x	12,04x	8,62x	8,33x	8,41x	
<b>P/VC</b>	2,06x	1,95x	1,69x	1,52x	1,38x	1,26x	
<b>FCF Yield</b>	63,0%	7,6%	7,9%	13,6%	21,1%	28,1%	

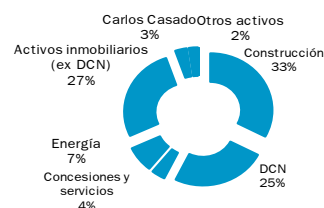
## DATOS OPERATIVOS



## CARTERA POR TIPOLOGÍA 2022



## VALOR EMPRESA ESTIMADO



**Dirección Análisis**

**Assistants**

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com  
Eamon Donoghue: DonoghueE@bancsabadell.com  
Concha Galán: GalanC@bancsabadell.com  
Héctor Vicente: VicenteH@bancsabadell.com

**Director Análisis**

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

**Financieras**

Esther Castro: CastroEs@bancsabadell.com  
M.ª Paz Ojeda: OjedaM@bancsabadell.com

**Utilities, gas y energía**

Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com  
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com  
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com

**TMTs**

Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com  
Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com  
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com

**Industriales**

Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com  
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com  
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com  
Alfonso Mariátegui: MariateguiA@bancsabadell.com

**Farmacia, química y  
papeleras**

Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com  
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com  
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

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

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com  
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com  
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

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

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com  
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com  
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

**Hoteles, transportes y  
autopistas**

Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

**Derivados, Técnico y Cuantitativo**

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

**Equipo Small&Medium**

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com  
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com  
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Equipo Eurostoxx50**

Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com  
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com  
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com  
Alfonso Mariátegui: MariateguiA@bancsabadell.com  
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

**Equipo ESG**

Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com

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

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com  
Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com  
Diego Fernández: FernandezDi@bancsabadell.com  
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com  
Israel González: israel.gonzalez@bancsabadell.com  
Álvaro Ferrero: FerreroAl@bancsabadell.com  
Pablo Esteve: EstevePJ@bancsabadell.com

**Specialist Sales**

Jorge Llorente: LlorenteJo@bancsabadell.com  
Manuel Yagüez: YaguezM@bancsabadell.com  
Pedro Álvarez: AlvarezPe@bancsabadell.com

**Agentes**

Eduardo de la Fuente: Eduardo\_delafuente@agentes.bancsabadell.com

## **Disclaimer sin asesoramiento de inversión**

### **Sistema de recomendaciones:**

Este informe de inversión se ha realizado de forma objetiva e independiente a petición de la propia compañía objeto de análisis en base a un contrato de servicio de análisis firmado entre las partes. La Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A (Banco Sabadell o la Entidad) ha implementado todas las medidas de control necesarias para asegurar que no hay ningún conflicto de interés en la elaboración de la valoración.

El periodo al que se refiere la recomendación y la valoración presentada en el informe tiene una validez de 12 meses. La valoración 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 información relevante acerca de modelos propios utilizados en la recomendación de valores en esta comunicación se encuentra disponible a través de la Dirección de Análisis. Para acceder a más información acerca de dichos modelos propios puede ponerse en contacto con la Dirección (email: [bsanalisisinfo@bancsabadell.com](mailto:bsanalisisinfo@bancsabadell.com)). La evolución posterior del precio de cotización de la compañía o 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 y/o valoración que se reflejaría mediante un nuevo informe de análisis, para lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

Las recomendaciones de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. (Banco Sabadell o la Entidad) son COMPRAR (SOBREPONDERAR en índices y sectores de renta variable y emisores de renta fija), VENDER (INFRAPONDERAR) y BAJO REVISIÓN. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución mejor a la del mercado (referencia Ibex35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para las compañías españolas cotizadas; referencia Eurostoxx50 para las compañías de la zona Euro; en índices y sectores de renta variable el benchmark es la cesta de índices y sectores en cobertura; en emisores de renta fija es el índice BERC IG €) mientras que las de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución peor a la del mercado de referencia. La recomendación de BAJO REVISIÓN se emite para aquellas compañías cotizadas en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. está analizando posibles cambios en las estimaciones o valoración tras algún hecho relevante que haga posible ese análisis detallado.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., de forma objetiva e independiente 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.

La relación completa de informes y recomendaciones publicados durante los últimos 12 meses sobre los instrumentos financieros analizados por Banco Sabadell pueden consultarse a través del enlace [www.bsanalisis.com](http://www.bsanalisis.com) o a través del servicio de banca a distancia BSOonline. El 'Informe mensual de Estrategia de Renta Variable', documento consultable por las mismas vías, contiene la proporción total de emisores afectados por las recomendaciones (comprar, vender o bajo revisión) a fecha de hoy y en los 12 meses previos, así como los porcentajes de compañías objeto de análisis a las que se haya prestado actividades y servicios de inversión. El acceso al servicio de análisis requiere que exista una relación contractual previa, ya sea como cliente de la Entidad (clientes depositantes) o por haber suscrito un contrato oneroso de recepción de informes de análisis (clientes no depositantes).

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.

### **Comunicación de intereses o conflictos de interés [Reglamento Delegado (UE) 2016/958]**

Durante los 12 meses precedentes a la elaboración del presente informe, Banco Sabadell ha participado en operaciones de colocación y aseguramiento de emisiones de renta variable o renta fija de las siguientes Compañías objeto de Análisis por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: Acciona, Acciona Energía, Aedas Homes, Banco Santander, BNP Paribas, CAF, Cellnex, CIE, FCC, Fluidra, ING Bank, Meliá Hotels, Metrovacesa, Sacyr, Société Générale y Unicredit.

A fecha de este informe (i) Banco Sabadell no mantiene una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5% del capital social total emitido por ningún emisor, (ii) Banco Sabadell tiene concedida la exención para las actividades de creación de mercado prevista en el artículo 17 del Reglamento (UE) 236/2012 para los siguientes valores: Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, Aena, Amadeus, Antena 3TV, Applus Servicios, Arcelor Mittal, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankia, Bankinter, BBVA, Bolsas y Mercados, CaixaBank, Cellnex, Dia, Enagás, Endesa, Euskaltel, Ferrovial, Gas Natural, Gestamp Automoción, Grifols, Hispania Activos Inmobiliarios, IAG, Iberdrola, Inditex, Indra, Inmobiliaria Colonial, Logista, Mapfre, Mediaset, Meliá, Meriln Properties, Prosegur, Red Eléctrica, Repsol, Sacyr, Siemens, Técnicas Reunidas, Telefónica, Viscof n y (iii) Banco Sabadell actúa como proveedor de liquidez para los valores de renta variable emitidos por Azkoyen, Ecoener, Fluidra, Iberpapel, Indra, Inmobiliaria Colonial, Libertas7 y Sacyr.

A fecha de este informe ninguna Compa a objeto de análisis por parte de la Dirección de Análisis de Banco Sabadell posee más de un 5% del capital de Banco Sabadell.

Los siguientes miembros del Consejo de Administración de la entidad son a su vez Consejeros independientes de las siguientes sociedades cotizadas analizadas por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: Doña Aurora Cat  Sala de Repsol y Atrys. Don George Donald Johnston de Acerinox y Merlin. Doña Alicia Reyes Revuelta de Ferrovial. Don David Vegara Figueras de Amadeus. Doña Laura G n lez Molero de Acerinox y Viscof n. Doña M  José García Beato de ACS. Ningún Consejero del Banco tiene una relación comercial relevante con la(s) Compa a(s) objeto de análisis en este informe.

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 24 de mayo de 2018), 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 est n 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.

El Banco no realiza actividades de difusión de este informe en los EE.UU. ni dispone de autorización al efecto.

Banco de Sabadell, S.A. o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no está 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.