

# Liberbank

10 de octubre de 2019

**Sobreponderar**

Precio Objetivo 0,45 EUR  
 Precio cotización 0,28 EUR  
 Potencial >60%

## Buena perspectiva para 2020 a pesar del entorno.

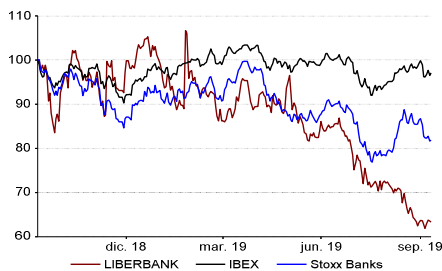
### Analista financiero

Nuria Álvarez Añibarro

#### Datos bursátiles

Market Cap. (mln de euros)	848
Nº acciones (mln)	3.041
Free Float	63,7%
Beta	1,21
Rango 52 semanas (EUR/acc)	0,26 - 0,48
Vol. Medio Diario 6 meses	4,08
Rating [Fitch/Moody's]	BB / B1

Evolución	LBK	LBK vs IBEX
1 Día	-0,4%	-0,9%
1 Mes	-10,8%	-10,6%
2019	-36,6%	-41,9%
1 año	-36,7%	-42,0%



Fuente: Datos Osram

	Comprar	Mantener	Vender
Consenso Analistas	62%	38%	0%

Fuente: Factset.

**Accionistas:** Fundación Caja Asturias, Fundación caja Cantabria y Fundación Caja Extremadura (24,3%), Oceanw ood (17,1%), Alvilvo Spain (7,4%), Corporación Masaveu (5,8%).

### Resultados 1S19. En línea para cumplir objetivos.

La evolución del margen de intereses en 1S19 recoge un avance del +4% i.a. frente a unas comisiones netas cayendo un -3% i.a. Asimismo, la evolución de los costes de explotación muestra un comportamiento que permitirá cumplir ampliamente el objetivo de finalizar el año por debajo de los 400 mln de euros. Por lo que respecta al capital, la entidad cerró 1S19 con un CET 1 "fully loaded" del 12,8% (vs 13,1% 2019 R4e) niveles que mejorarán en torno a +200 pbs en 2020 una vez que se encuentran en la última fase para la implementación de los modelos internos tras la aprobación en julio del BCE.

### La evolución del crédito seguirá siendo clave.

Durante 2018 el aumento de la nueva concesión de crédito a empresas e hipotecas fue del +10% i.a. En 2019, el ritmo de crecimiento de la nueva concesión es sólido (+7% i.a. en 1S19) y estimamos que cierre el año en niveles de avance en torno al 5%. Para 2020, debería continuar la buena dinámica de la nueva concesión, si bien es cierto que estimamos se ralentice vs 2019 hasta +2% en un contexto de mayor incertidumbre económica y menor demanda. La producción de nuevas hipotecas seguirá siendo el foco de crecimiento de la inversión crediticia, con un avance estimado del +6% i.a en 2019, para después moderarse hasta +1% en 2020 R4e.

### Ajustamos P.O hasta 0,45 eur/acc (0,52 eur/acc anterior).

No descartamos que el valor siga muy vinculado a los rumores de posibles movimientos corporativos, que consideramos debería actuar de catalizador. Aun con todo y excluyendo M&A, actualmente el banco cotiza a unos múltiplos atractivos, PER 20 R4e de 6x y P/V 20 R4e 0,3x (vs media 5 años 10,7x y 0,5x respectivamente). Valoramos positivamente el mantenimiento de la guía en términos de generación de ingresos para 2019, la reducción del saldo de dudosos que permitirá alcanzar sin problema el objetivo de morosidad (<3% 2019), la mejora de la eficiencia gracias a la disciplina de costes (sin descartar nuevos procesos de optimización de la estructura) y niveles de capital elevados. Creemos que el valor acumula un castigo excesivo (-37% 2019) en parte como consecuencia de la desinversión por parte de un accionista. Reiteramos nuestra recomendación de Sobreponderar con reducida exposición a IRPH y sólidos niveles de capital que permiten hacer frente a posibles provisiones extraordinarias sin dejar de cumplir el objetivo de capital.

(mln de euros)	2018	2019E	2020E	2021E	Ratios	2018	2019E	2020E	2021E
Margen Intereses	453	457	459	479	PER	12,3x	7,3x	6,2x	5,4x
MI/ATM (%)	1,21%	1,13%	1,11%	1,13%	P / VC	0,5x	0,3x	0,3x	0,3x
Margen Bruto	640	647	657	685	Eficiencia	56%	53%	51%	48%
Margen Neto	247	263	283	319	CET 1 "fully loaded"	12,1%	13,1%	15,6%	15,9%
Bº Neto	110	115	136	155	APR (mln de euros)	17.066	17.408	15.082	15.232
					RoAPR	0,64%	0,66%	0,90%	1,02%
(EUR/acc)					ROA	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
BPA	0,04	0,04	0,04	0,05	ROE	4,1%	4,1%	4,7%	5,2%
DPA	0,01	0,01	0,02	0,02	ROTE	4,3%	4,3%	4,9%	5,5%
Pay-Out (%)	20%	30%	40%	40%					
RPD (%)	1,6%	4,1%	6,4%	7,4%					

Fuente: Factset, Liberbank, estimaciones propias y cálculos internos.

## CRECIMIENTO EN HIPOTECAS, CONTROL DE COSTES Y MEJORA DEL CAPITAL.

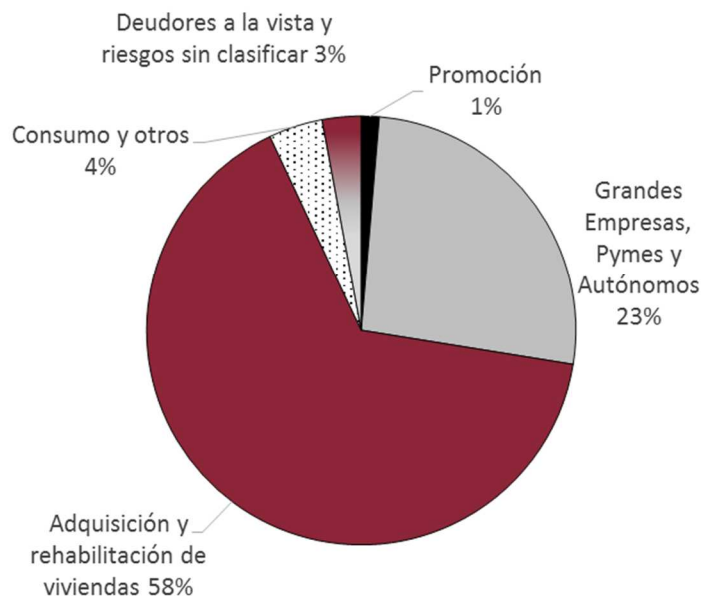
Hemos procedido a revisar las estimaciones para los próximos años teniendo en cuenta el nuevo entorno macroeconómico, con un Euribor que se mantiene en zona de mínimos.

Encontramos **tres pilares para nuestra visión positiva en Liberbank**: 1) **Evolución del crédito nuevo de hipotecas**, 2) **Control de costes** y 3) **Mejora de capital y retribución al accionista**.

### Crédito. Seguirán centrados en el crecimiento de hipotecas.

En 1S19 el crédito sano alcanzó los 23.525 mln de euros lo que supone un avance del +8% i.a. Sin incluir el crédito a las AA.PP., el crédito al sector privado creció +4% i.a en 1S19. Del total del crédito, como podemos observar en el gráfico siguiente, un 58% lo representa el crédito a la adquisición y rehabilitación de viviendas seguido de Grandes empresas, pymes y autónomos con un 23%:

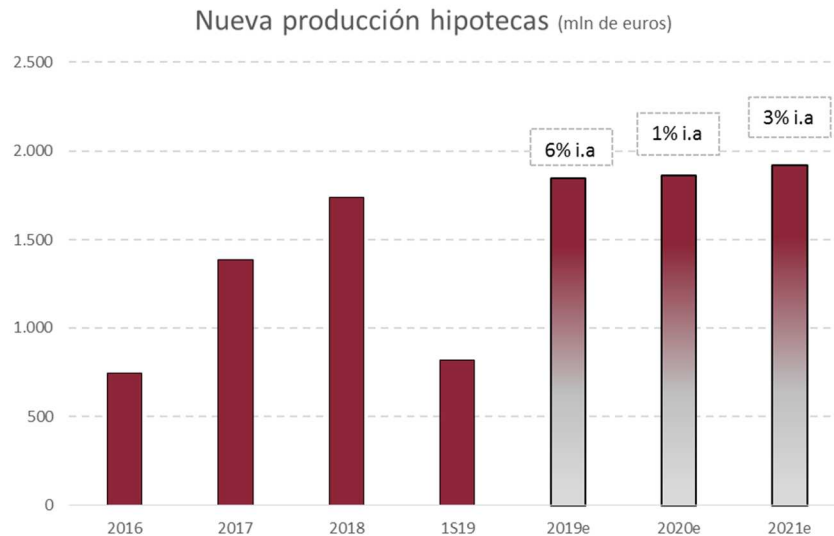
Peso por segmentos del crédito bruto 1S19



Fuente: Liberbank. Resultados 1S19. Elaboración propia.

Si bien es cierto que el peso del crédito hipotecario sobre el total ha ido reduciéndose, en diciembre del 2015 representaba algo más de un 67%, la entidad seguirá centrada en crecer en este segmento donde la demanda continúa fuerte.

Aunque no ven signos de deterioro en la demanda de hipotecas sí advierten un aumento de la competencia principalmente en el segmento de tipo fijo. A pesar de esta mayor competencia, consideran que serán capaces de mantener una producción nueva de hipotecas del entorno de 1.800 mln de euros para 2019 y 2020 (vs 1.741 mln de euros en 2018). Hasta 1S19 la nueva producción de hipotecas de Liberbank ascendió a 820 mln de euros lo que supone un aumento del +10% i.a. y contrasta con un descenso del -3% del sector en su conjunto. Nuestras estimaciones apuntan a un crecimiento en la producción nueva de hipotecas del +1% y +3% en el 2020 y 2021 respectivamente:



Fuente: Banco de España. Estimaciones propias.

En un contexto de mayor competencia y menor demanda por deterioro de perspectivas económicas el banco cuenta con cierto margen en precios para poder reducirlos y mantener el ritmo de crecimiento de las nuevas formalizaciones. El tipo medio de la nueva producción de hipotecas se sitúa en el 2% en Liberbank (vs 1,99% del sector financiero en agosto-19, última información disponible en el Banco de España) y en el 2,24% si solo tomamos las hipotecas a tipo fijo. Una tendencia a la baja del tipo de interés medio que se ha dado en el sector desde los máximos del año en mayo en el 2,16% y que debería continuar aunque de manera gradual.

Por lo que respecta a pymes, están desacelerando la concesión dados los precios actuales. Si bien el tipo medio es del 2,7% (por encima del de hipotecas) consideran que la asunción de riesgo así como el mayor consumo de capital que supone este tipo de crédito no les compensa dedicar esfuerzos a ganar cuota de mercado.

### Se mantendrá el foco en el control de costes.

Para 2019 el objetivo de la entidad es finalizar el año con unos costes de explotación (incluidas las amortizaciones) en torno a los 400 mln de euros (vs 195 mln de euros en 1S19 y 393 mln de euros en 2018). Un objetivo que ya adelantaron en la última conferencia esperan cumplir holgadamente situando dichos costes por debajo de los 400 mln de euros. Este buen desarrollo de los costes se ha visto apoyado por la optimización de la estructura habiendo cerrado en lo que va de año 50 oficinas y esperando cerrar otras 50 en 2S19.

De cara a 2020, los gastos de explotación recogerán un aumento de unos 15 mln de euros una vez finalice el ERTE aplicado desde 2017 a 2019, y que supone un ahorro de costes temporal. En este sentido, Liberbank espera aplicar medidas que permitan reducir los costes en torno a 6 -7 mln de euros y de esta manera compensar en parte el incremento derivado de la finalización del ERTE. **Con estas medidas y la evolución esperada de ingresos estimamos que el banco sitúe su ratio de eficiencia para 2020 en el 52% R4e.**

**La optimización de costes también vendrá por la eliminación de unos 35 mln de euros de costes anuales que les supone tener parte de la plantilla en excedencia** (700 empleados aprox.) tras la aplicación de un programa de salidas voluntarias mediante excedencias compensadas económicamente hasta la edad de prejubilación. Para ello, estimamos que podrían convertir dichas excedencias en definitivas lo que podría conllevar una provisión de en torno a 180 mln de euros.

### Mejora de los niveles de capital y retribución al accionista para 2020.

**En 1S19 Liberbank cerró el semestre con un CET 1 “fully loaded” del 12,8% cumpliendo con el objetivo de situarlo >12%** (vs 13,1% R4e) y que supone una mejora de 72 pbs desde finales de 2018 por la generación orgánica, la reducción de los activos problemáticos y menores deducciones derivadas de los activos fiscales diferidos.

Estos **niveles de capital se verán mejorados en cerca de 200 pbs en 2020** con la aplicación de los modelos internos de medición de riesgos (IRB Models). Tras obtener la aprobación del BCE en julio, actualmente se encuentran en la última fase y esperan tener la aprobación definitiva en 1S20. La **aplicación de los modelos internos propios** (vs modelo estándar) **supondrá la reducción en torno a 2.500 mln de euros de activos ponderados por riesgo que representan cerca de un 15% del saldo total en 1S19. Estimamos, que parte de este exceso de capital lo dediquen a la reducción de costes con una provisión extraordinaria que podría elevarse a 180 mln de euros y esperamos se materialice en 2020.**

Asimismo, **la entidad está abierta a llevar a cabo operaciones que permitan mejorar el capital de manera adicional.** Entre las opciones que más fuerza están cogiendo encontramos la **desinversión de su participación del 12,2% en la aseguradora Caser.** Una venta que supondría la liberación de activos ponderados por riesgo y que podría suponer un impacto positivo en torno a +30 pbs de capital.

Por el momento, **la evolución de los resultados y los niveles de capital actuales le permiten reiterar su política de dividendos que supone una mejora del pay – out hasta el 40% con cargo a resultados del 2020** (vs 20% en el 2018 y entre el 20%-40% en 2019 aún pendiente de concretar, 30% R4e). Sin descartar que más adelante puedan optar por realizar una recompra de acciones.

## Comportamiento de la acción afectada por la salida de un accionista.

El comportamiento de la cotización, -37% en lo que llevamos de año y -45% desde máximos de los últimos 12 meses, refleja no sólo el complejo entorno para el negocio bancario y el deterioro macroeconómico sino también la salida de papel.

Desde que el hedge fund **Arrowgrass** anunciase la liquidación de un fondo que mantenía algo más del 1% del capital de Liberbank, el proceso de desinversión ha llevado a la cotización a registrar un peor comportamiento vs resto de bancos y el Ibex durante el mes de septiembre. De este modo, hemos visto cómo el banco se ha apuntado una caída en torno al 12% desde mediados de agosto hasta la primera semana de octubre (vs +5% del Ibex y +12% de los bancos del Ibex).

La entidad no ve más riesgo de salida de papel, a pesar de que en prensa se ha especulado sobre el posible cierre de un vehículo de inversión, del fondo Oceanwood, que ostenta un 3% del capital del banco. Oceanwood es el segundo mayor accionista de Liberbank con un 17,1% del capital, si bien no ha mostrado intención de deshacerse de parte de su posición.

## VALORACIÓN Y RECOMENDACIÓN

Hemos procedido a valorar Liberbank mediante el método de rentabilidad implícita (Warranted Equity Value). Para ello hemos tomado una TIR 10 años España del 3,5% teniendo en cuenta un nivel más normalizado frente a los mínimos actuales en torno a 0,15%, una prima de riesgo del mercado del 5% y una beta del 1,2, lo que nos da un coste de capital del 9,5%. En base a este método alcanzamos un precio objetivo para Liberbank de 0,45 euros/acc.

Liberbank	2020E
FF.PP medios	2.899
FF.PP por acción (BVPS)	0,95
- Fondo de Comercio/Activos intangibles	148
- Ajuste por exceso de capital	289
<b>FF.PP ajustados (BV ajustado)</b>	<b>2.462</b>
FF.PP tangibles por acción	0,81
<b>Bº Neto Recurrente</b>	<b>136</b>
Beneficio por Acción	0,04
<b>ROE</b>	<b>4,7%</b>
<b>RoTE</b>	<b>5,5%</b>
<b>(RoTE-g)/(r-g) con crecimiento del 0,5%</b>	<b>0,56</b>
<b>VALOR OBJETIVO DEL BANCO (mln euros)</b>	<b>1.370</b>
Total Acciones Final Año en mln	3.041
<b>PRECIO OBJETIVO POR ACCIÓN euros</b>	<b>0,45</b>

**DATOS RELEVANTES LIBERBANK**

**P&L:**

(mln de euros)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen de intereses	454	406	453	457	459	479
Comisiones netas	182	182	183	184	190	195
ROF + Diferencias de cambio	346	89	33	28	30	31
Otros ingresos	-69	-78	-64	-68	-69	-70
Margen bruto	939	646	640	647	657	685
Gastos de explotación	391	387	357	346	336	328
Margen neto pre-provisiones	511	223	247	263	283	319
Dotación a provisiones	143	269	58	63	67	77
BAI	151	-454	138	149	165	190
Beneficio neto	129	-259	110	115	136	155

**Balance:**

(mln de euros)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Activo Total	38.324	35.462	39.227	41.505	41.078	43.601
ATM	40.230	36.893	37.345	40.366	41.291	42.339
Activos Ponderados por Riesgo (APR)	18.548	16.812	17.066	17.408	15.082	15.232
Crédito rentable a la clientela bruto	19.800	20.111	21.949	23.962	24.537	26.466
Depósitos a la clientela	29.935	27.683	35.186	37.297	38.043	38.804
Ratio CET 1 "fully loaded" (%)	10,7%	11,9%	12,1%	13,1%	15,6%	15,9%
Ratio Tier 1 (%)	12,3%	13,8%	13,9%	15,8%	18,6%	18,9%
Fondos Propios	2.411	2.633	2.777	2.858	2.939	3.033
Fondos Propios tangibles	2.287	2.507	2.638	2.713	2.792	2.883

**Ratios relevantes:**

%	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen de intereses / ATM	1,1%	1,1%	1,21%	1,13%	1,11%	1,13%
Inversión crediticia/TA	51,7%	56,7%	56,0%	57,7%	59,7%	60,7%
Ratio LTD	73,2%	77,4%	64,4%	62,3%	62,6%	66,3%
Apalancamiento (veces)	15,9x	13,5x	14,1x	14,5x	14,0x	14,4x
FF.PP Tangible/Activo Total	6,0%	7,1%	6,7%	6,5%	6,8%	6,6%
FF.PP Tangible/APR	12,3%	14,9%	15,5%	15,6%	18,5%	18,9%

**Evolución del negocio:**

%	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Variación Margen bruto	2,8%	-31,2%	-0,9%	1,1%	1,6%	4,3%
Variación gastos de explotación	-1,4%	-1,0%	-8,0%	-3,0%	-2,7%	-2,5%
Variación dotación a provisiones	-35,1%	88,5%	-78,5%	8,7%	6,3%	15,7%
ROA (BAI/ATM)	0,4%	-1,2%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
ROE (BN/FF.PP medios)	5,5%	-10,3%	4,1%	4,1%	4,7%	5,2%
RoTE	5,8%	-10,8%	4,3%	4,3%	4,9%	5,5%
RoAPR	0,7%	-1,5%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%
Ratio de eficiencia	41,7%	60,0%	55,7%	53,5%	51,2%	47,9%

**Dividendos**

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
DPA (euros/acc)	0,00	-0,02	0,01	0,01	0,02	0,02
Pay-out (%)	0,0%	25,0%	20,0%	30,0%	40,0%	40,0%
RPD (%)	0,0%	-5,0%	1,6%	4,1%	6,4%	7,4%

**Datos por acción**

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Número de acciones	1.629	2.927	3.067	3.041	3.041	3.041
BPA	0,08	-0,09	0,04	0,04	0,04	0,05
PER (veces)	7,0x	-5,0x	12,3x	7,3x	6,2x	5,4x
Valor contable por acción	1,48	0,90	0,91	0,94	0,97	1,00
P/VC (veces)	0,37x	0,49x	0,49x	0,29x	0,29x	0,28x

## MÚLTIPLOS COMPARABLES

Compañía	Acciones (mln)	Precio por acción	Capitalización (mln)	Recomendación Consenso	Precio Objetivo R4	Potencial Revalorización	RPD 19e
Bankia, S.A.	3.070	1,7	5.065	Mantener	2,60	57,6%	7,0%
<b>Liberbank SA</b>	<b>3.041</b>	<b>0,3</b>	<b>848</b>	<b>Sobreponderar</b>	<b>0,45</b>	<b>61,3%</b>	<b>4,1%</b>
CaixaBank SA	5.981	2,3	13.745	Mantener	3,21	39,7%	5,4%
Banco de Sabadell SA	5.627	0,9	4.857	Sobreponderar	1,56	80,7%	7,4%
Bankinter SA	899	5,6	5.008	Mantener	8,10	45,4%	4,7%
<b>PROMEDIO</b>						<b>56,9%</b>	<b>5,7%</b>

Fuente: FactSet y estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	PER 19e	PER 20e	Cto. BPA 18-20e	PEG 19e	PEG 20e	ROE 19e	P/VC 19e
Bankia, S.A.	6,9x	7,7x	-3,9%	n.r.	n.r.	5,5%	0,4x
<b>Liberbank SA</b>	<b>7,3x</b>	<b>6,2x</b>	<b>11,5%</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,5x</b>	<b>4,1%</b>	<b>0,3x</b>
CaixaBank SA	8,9x	6,9x	0,1%	63,4x	49,5x	6,0%	0,6x
Banco de Sabadell SA	5,2x	5,1x	73,3%	0,1x	0,1x	7,5%	0,4x
Bankinter SA	10,4x	9,0x	7,5%	1,4x	1,2x	11,0%	1,1x
<b>PROMEDIO</b>	<b>7,7x</b>	<b>7,0x</b>	<b>17,7%</b>	<b>16,4x</b>	<b>12,8x</b>	<b>6,8%</b>	<b>0,6x</b>

Fuente: FactSet y estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2019	1 año
Bankia, S.A.	0,9%	-1,2%	-4,6%	-20,1%	-35,5%	-50,7%
<b>Liberbank SA</b>	<b>-0,4%</b>	<b>0,6%</b>	<b>-10,8%</b>	<b>-25,4%</b>	<b>-36,6%</b>	<b>-36,7%</b>
CaixaBank SA	0,4%	0,5%	4,1%	-9,4%	-27,4%	-41,3%
Banco de Sabadell SA	0,0%	-1,6%	3,5%	-6,7%	-13,7%	-32,7%
<b>Bankinter SA</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-11,7%</b>	<b>-20,6%</b>	<b>-31,8%</b>
<b>IBEX 35</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-3,0%</b>	<b>5,3%</b>	<b>-2,9%</b>

## Evolución cotización últimos 12 meses



## GLOSARIO

**Ratio de Eficiencia:** costes de explotación/margen bruto.

**Ratio CET 1:** Capital máxima calidad/APR

**APR:** Activos Ponderados por Riesgo

**Tasa de morosidad:** saldo de dudosos/Riesgos totales

**Cobertura morosidad:** Fondos para insolvencias/saldo dudosos

**ROE:** Beneficio Neto entre Fondos Propios Medios

**ROTE:** Beneficio neto/ Fondos Propios Medios Tangibles.

**BPA:** Beneficio por acción

**Pay-Out:** % de beneficios destinado a dividendos

**DPA:** Dividendo por acción

**Market Cap:** Capitalización bursátil

**Valor Empresa:** Deuda Neta más Capitalización bursátil

**PER:** Precio entre Beneficio por acción

**P/CF:** Capitalización bursátil entre Flujo de Caja

**P/VC:** Precio entre Valor contable por acción

**RPD:** Rentabilidad por dividendo (DPA/Precio)



## 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 Renta 4 Banco, 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 Renta 4 Banco por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Renta 4 Banco 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.

Renta 4 Banco 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.

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 de Renta 4 Banco 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. Renta 4 Banco 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.

Renta 4 Banco 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. Renta 4 Banco es la entidad proveedora de liquidez de Liberbank, S.A.

Los empleados de Renta 4 Banco 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.

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 Renta 4 Banco. 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.

Renta 4 Banco, S.A., es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.  
Renta 4 Banco, S.A. Paseo de la Habana, 74 28036 Madrid  
D<sup>a</sup>. Nuria Álvarez Añibarro  
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 RENTA 4 Banco, S.A.: 40% Sobreponderar, 52% Mantener y 8% Infraponderar.