

Técnicas Reunidas

6 de octubre de 2020

SOBREPONDERAR

Precio Objetivo **18,60 EUR**
 Precio cotización **9,46 EUR**
 Potencial **+96,6%**

Incertidumbre por impacto COVID-19 = oportunidad a medio plazo

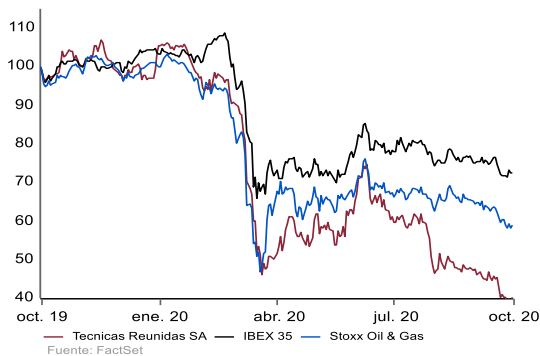
Head of Institutional Research

César Sánchez-Grande

Datos bursátiles

Market Cap. (mln de euros)	529
Nº acciones (mln)	56
Free Float	48%
Beta	1,00
Rango 52 semanas (EUR/acc)	8,66 - 24,58
Vol. Medio Diario 6 meses	17,2 miles acc
Rating (perspectiva)	n.r.

Evolución	TRE	TRE vs. Ibex 35
1 Día	3,2%	2,0%
1 Mes	-10,7%	-3,0%
2020	-60,3%	-31,9%
1 año	-56,9%	-33,2%



	Comprar	Mantener	Vender
Consenso	91%	9%	0%
Analistas			

Fuente: Factset.

Accionistas: José Lladó (37,2%), Norges (5,1%), Ariel Investments (3,0%) Franklin Templeton (3,0%) Autocarera (4,0%)

Impacto a corto plazo del COVID-19 mayor de lo esperado que...

La situación actual de pandemia está teniendo un impacto negativo en términos de actividad desde finales del 1T20 como consecuencia de las restricciones impuestas por los gobiernos para paliar los impactos de la actual crisis sanitaria que está siendo superior a lo inicialmente previsto por el consenso de mercado.

... se verá reflejado en menores ingresos, ...

Esperamos una fuerte reducción de las ventas 2020e del **-18,2%** hasta **3.845Mn€** como consecuencia de: **1)** retraso en el comienzo de alguno de los contratos en cartera, y **2)** ralentización en la ejecución de los contratos en curso por problemas en términos logísticos tanto de materiales como de personal que está llevando a algún contrato a niveles de actividad muy bajos.

... menores márgenes y ...

Por este menor ritmo de ejecución de los proyectos, anticipamos un margen EBIT del **1,8%**. Sin embargo, sí que preveemos una progresiva mejora trimestral gracias a determinados ahorros de costes (bajada de precios de materias primas y plan TR-ansforma). Dicho esto, esperamos un margen EBIT en el 2S20 del 2,1% (2,0% 3T20 y 2,2% 4T20) vs. el 1,6% del 1S20.

... tensiones en la caja.

Este escenario también afectará a la caja de la compañía. Dicho esto, esperamos que la posición de la caja neta de la compañía **continúe reduciéndose hasta los 14M€ a finales de 2020 frente los 154Mn€ de 1S20** y los 419Mn€ del 1T20, pero en ningún caso entrar en deuda neta.

Preveemos una revisión a la baja de las estimaciones de consenso

Como podremos ver en el cuadro 1, **nuestras estimaciones** para el conjunto del año de 3.845Mn€ de ventas, 68Mn€ de EBIT con margen del 2,0%, se encuentran **por debajo del consenso** tanto de Bloomberg como de Factset.

Presión a corto plazo = oportunidad a medio plazo

Consideramos que una vez ajustadas las estimaciones y terminada esta posible presión adicional en la cotización, recomendamos tomar posiciones en el valor por lo que **reiniciamos cobertura** (por cambio de analista) con una recomendación de **SOBREPONDERAR** y un **P.O. de 18,60€/acción**.

(mln de euros)	2019	2020e	2021e	2022e	Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
Ventas	4.699	3.845	4.775	5.361	PER	-144,1x	14,2x	6,5x	5,3x
EBITDA	110	116	181	209	P / VC	6,2x	2,1x	1,7x	1,4x
Mg EBITDA	2,3%	3,0%	3,8%	3,9%					
Bº Neto	-9	37	81	99	VE / EBITDA	9,0x	4,4x	2,1x	2,0x
VE	997	515	380	408	VE / Ventas	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
Deuda Neta	-334	-14	-148	-121					
FCF	204	-319	134	-28	DN / EBITDA	-3,0x	-0,1x	-0,8x	-0,6x
Rentabilidad	2019	2020e	2021e	2022e	(EUR/acc)	2019	2020e	2021e	2022e
RPD	0,0%	0,0%	3,5%	7,7%	BPA	-0,17	0,66	1,45	1,77
FCF Yield	15,3%	-60,4%	25,4%	-5,2%	DPA	0,00	0,00	0,33	0,72
ROE	-4,3%	14,8%	25,8%	26,6%	Pay-Out	0%	0%	50%	50%

Fuente: Estimaciones propias

Tensiones en la caja.

Este escenario también afectará a la caja de la compañía por: **1)** menores anticipos por retraso en adjudicaciones, **2)** retrasos en los pagos por los alargamientos de los plazos derivado de las reprogramaciones de los proyectos, **3)** retrasos en los pagos de algunos clientes y **4)** obligación de pago a proveedores. Dicho esto, esperamos que **la posición de la caja neta de la compañía continúe reduciéndose hasta los 14M€ a finales de 2020 frente los 154Mn€ de 1S20 y los 419Mn€ del 1T20, pero en ningún caso entrar en deuda neta.** Como respuesta a esta situación la compañía ha registrado un programa de pagares por un importe máximo de 100Mn€ a dos años para hacer frente principalmente a las obligaciones frente a proveedores. En definitiva, esperamos que esta situación sea coyuntural y volvamos a la normalidad una vez solventada esta crisis.

Esperamos revisión a la baja de estimaciones del consenso

Bajo este escenario, como podemos ver en el cuadro 1, **nuestras estimaciones** para el conjunto del año de 3.845Mn€ de ventas, 68Mn€ de EBIT con margen del 2,0% (incluyen los impactos de los contratos de power de Reino Unido y Finlandia), **se encuentran claramente por debajo de las cifras de consenso tanto de Bloomberg como de Factset** por lo que anticipamos una progresiva revisión a la baja de estimaciones por parte del consenso de mercado que puede introducir cierta presión adicional al valor.

Cuadro 1. Estimación de resultados 2020 vs. consenso de mercado

(mln de euros)	2019	2020 R4e	Var % R4e vs. 2019	2020e consenso JCF	Var %R4 vs. consenso JCF	2020e consenso Bloomberg	Var % R4 vs. consenso Bloomberg
Ingresos totales	4.699	3845	-18,2%	4422	-13,0%	4309	-10,8%
EBITDA	110	116	5,1%	141	-17,8%	129	-9,9%
Margen EBITDA	2,3%	3,0%	0,7 pp	3,2%	-0,2 pp	3,0%	0,0 pp
EBIT	68	69	1,6%	98	-29,4%	86	-19,6%
Margen EBIT	1,5%	1,8%	0,3 pp	2,2%	-0,4 pp	2,0%	-0,2 pp
Beneficio neto	-9	37	n.r	54	-31,2%	44	-16,5%

Fuente: Bloomberg, Factset y estimaciones Renta 4 Banco

Valoración y recomendación: reiniciamos cobertura con recomendación de SOBREPONDERAR y P.O. de 18,60€/acción.

Bajo este escenario estimamos que en las próximas semanas podríamos seguir viendo algo de presión a la baja en la cotización del valor como consecuencia de las revisiones de estimaciones por parte del consenso de mercado tal y como hemos comentado anteriormente, así como por posibles tensiones en tesorería.

Sin embargo, consideramos que una vez ajustadas las estimaciones y terminada esta posible presión adicional en la cotización de Técnicas Reunidas, **recomendamos tomar posiciones en el valor** por lo que **reiniciamos cobertura (por cambio de analista) con una recomendación de SOBREPONDERAR y un P.O. de 18,60€/acción justificado por:**

- 1) Resistencia a largo plazo:** debemos tener en cuenta que la actividad de Técnicas Reunidas se realiza bajo contratos a largo plazo (3/4 años de ejecución) que no dependen de situaciones coyunturales como es previsto que sea la actual. Dicho esto, podremos ver un impacto en los resultados de este año, pero si todo evoluciona como es previsto deberíamos recuperar la normalidad una vez solventado esta crisis. **Cabe destacar que no ha habido ninguna cancelación de los contratos en cartera.**
- 2) Estabilidad financiera:** a pesar de las tensiones puntuales que podamos ver en los próximos trimestres, no prevemos una situación que lleva a la compañía a registrar una posición de deuda neta y anticipamos una recuperación de la caja una vez volvamos a una cierta normalidad.
- 3) Menores riesgos futuros en márgenes:** **1) reprogramación de los proyectos:** la renegociación con los clientes de los plazos para la ejecución de los contratos en cartera ha permitido a Técnicas Reunidas alargar los plazos de entrega de los proyectos, disipando, de esta forma, posibles contingencias futuras por incumplimiento de plazo, con el consiguiente impacto negativo en márgenes. **2) Cartera de pedidos joven:** la mayoría de los contratos de Técnicas Reunidas se encuentran en fase de ingeniería y de aprovisionamientos por lo que no se prevén entregas de proyectos en los próximos dos años. Esta circunstancia reduce el riesgo de posibles contingencias que pueda deteriorar los márgenes en los próximos ejercicios. **3) Ahorros de costes:** estimamos que en próximos ejercicios veremos determinados ahorros de costes procedentes del Plan TR-ansforma que está llevando a cabo la compañía como de personal, desinversión de activos, eficiencia operativa....
- 4) Pipeline atractivo en 2021:** como consecuencia de los retrasos en las adjudicaciones de importantes proyectos durante 2020, estimamos que 2021 y 2022 serán muy relevantes en términos de contratación para Técnicas Reunidas. En este sentido, en 2021 se tendrán que adjudicar varios mega contratos en Qatar, Abu Dabi y Kuwait, además de los

tradicionales en Arabia Saudí. Adicionalmente, cabe destacar que, por el momento, no se ha producido ninguna cancelación de los proyectos del pipeline de la compañía.

Cuenta de pérdidas y ganancias

Cuenta de Pérdidas y Ganancias grupo:

(mlns eur)	2018	%	2019	%	2020e	%	2021e	%	2022e	%	2023e	%
Ingresos operativos	4.396	-13,3%	4.699	6,9%	3.845	-18,2%	4.775	24,2%	5.361	12,3%	5.147	-4,0%
Coste de ventas	-3.437	-15,2%	-3.680	7,1%	-3.011	-18,2%	-3.739	24,2%	-4.198	12,3%	-4.030	-4,0%
EBITDA	61	-49,9%	110	80,5%	116	5,1%	181	56,2%	209	15,4%	213	1,8%
Margen EBITDA %	1,4%		2,3%		3,0%		3,8%		3,9%		4,1%	
EBITDA ajustado (ex - I+D)	61	-49,9%	110	80,5%	116	5,1%	181	56,2%	209	15,4%	213	1,8%
Margen EBITDA ajustado %	1,4%		2,3%		3,0%		3,8%		3,9%		4,1%	
Amortización del inmovilizado	-19	-11,9%	-42	122,1%	-47	10,9%	-47	1,4%	-48	1,7%	-48	0,0%
EBIT	42	-58,0%	68	61,7%	69	1,6%	134	93,2%	161	20,3%	165	2,4%
Margen EBIT %	1,0%		1,5%		1,8%		2,8%		3,0%		3,2%	
Resultado financiero	-19	n.r.	-13	-33,0%	-12	-5,0%	-9	-28,0%	-8	-5,8%	-8	-6,1%
Resultado Puesta en Equivalencia	-1	n.r.	0	-127,1%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
EBT	22	-74,1%	56	150,3%	57	3,0%	125	118,0%	153	22,0%	157	2,9%
Impuestos sobre beneficios	-8	-71,1%	-66	738,9%	-17	-73,8%	-38	118,0%	-46	22,0%	-47	2,9%
Bº Neto	12	-69,7%	-9	-177,1%	37	-502,5%	81	118,0%	99	22,0%	102	2,9%
Margen Neto %	0,3%		-0,2%		1,0%		1,7%		1,8%		2,0%	

Fuente: datos compañía, estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

Valoración:

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Precio cotización	23,80	9,46			
Market Cap (mln de euros)	1330	529	529	529	529
Deuda Neta (mln de euros)	-334	-14	-148	-121	-72
EV (mln de euros)	996,8	514,5	380,3	407,8	456,9
Nº acciones (mln)	56	56	56	56	56
BPA (EUR/acc)	-0,17	0,66	1,45	1,77	1,82
DPA (EUR/acc)	0,00	0,00	0,33	0,72	0,88
Pay-Out Ratio	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%
P/E	-144,1x	14,2x	6,5x	5,3x	5,2x
P/VC	6,2x	2,1x	1,7x	1,4x	1,2x
FCF Yield	15,3%	-60,4%	25,4%	-5,2%	-9,3%
Dividend Yield	0,0%	0,0%	3,5%	7,7%	9,4%
EV/Ventas	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
EV/EBITDA	9,0x	4,4x	2,1x	2,0x	2,1x
EV/EBIT	14,6x	7,4x	2,8x	2,5x	2,8x

Flujos de Caja:

(mln de euros)	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
FCF	204	-319	134	-28	-49
Capex	-12	-7	-7	-7	-7
Variación Fondo de Maniobra	183	-396	31	-127	-142

P&L:

(mln de euros)	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Ventas	4699	3845	4775	5361	5147
EBITDA	110	116	181	209	213
EBITDA ajustado	110	116	181	209	213
Amortización	-42	-47	-47	-48	-48
EBIT	68	69	134	161	165
Beneficio neto	-9	37	81	99	102

Performance:

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
ROE	-4,3%	14,8%	25,8%	26,6%	24,0%
ROCE	7,1%	11,4%	19,1%	25,5%	30,4%
Margen EBITDA	2,3%	3,0%	3,8%	3,9%	4,1%
Margen EBIT	1,5%	1,8%	2,8%	3,0%	3,2%
Margen Neto	-0,2%	1,0%	1,7%	1,8%	2,0%
DN/Equity	-155,7%	-5,7%	-47,3%	38,5%	22,9%
DN/EBITDA	-3,0x	-0,1x	-0,8x	-0,6x	-0,3x
Cobertura de intereses	2,2x	5,4x	5,8x	15,5x	19,8x
FCF/Ventas	4,3%	-8,3%	2,8%	-0,5%	-1,0%
Capex/Ventas	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Capex/Amortización	-28,5%	-15,0%	-14,8%	-14,5%	-14,5%

Fuente: datos compañía, estimaciones Renta 4 Banco.

PER	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	MEDIA 16-19
Tecnicas Reunidas	23,6x	45,4x	54,7x	-144,1x	14,2x	6,5x	5,3x	-5,1x
Media Comparables	1391,7x	45,2x	19,2x	83,9x	10,6x	27,0x	10,2x	280,8x
TechnipFMC Plc	-	130,5x	-	-	15,6x	9,7x	8,6x	130,5x
Saipem S.p.A.	-	-	-	363,0x	n.d.	140,3x	13,5x	363,0x
Chiyoda Corp.	-	40,3x	-	5,2x	10,4x	8,0x	18,5x	22,7x
Fluor Corporation	26,3x	38,0x	26,2x	-	8,8x	7,8x	n.d.	30,2x
KBR, Inc.	-	6,4x	7,6x	21,4x	14,2x	12,9x	11,7x	11,8x
Petrofac Limited	4138,1x	-	33,6x	22,5x	8,1x	5,0x	4,1x	1398,1x
MaireTecnimont SpA	10,6x	10,8x	9,5x	7,2x	6,3x	5,3x	4,9x	9,5x
EV/Ventas	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	MEDIA 16-19
Tecnicas Reunidas	2,3x	2,8x	3,4x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x	2,2x
Media Comparables	0,4x	0,5x	0,4x	0,5x	0,2x	0,2x	0,2x	0,4x
TechnipFMC Plc	-	0,8x	0,6x	0,7x	0,2x	0,2x	0,2x	0,7x
Saipem S.p.A.	0,6x	0,6x	0,5x	0,6x	0,4x	0,3x	0,3x	0,6x
Chiyoda Corp.	-0,2x	0,1x	-0,3x	0,1x	0,0x	-0,1x	-0,2x	-0,1x
Fluor Corporation	0,4x	0,4x	0,3x	0,2x	0,1x	0,1x	n.d.	0,3x
KBR, Inc.	0,6x	0,7x	0,5x	0,9x	0,6x	0,6x	0,6x	0,7x
Fluor Corporation	0,7x	0,5x	0,5x	0,4x	0,1x	0,1x	0,1x	0,5x
MaireTecnimont SpA	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x
EV/EBITDA	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	MEDIA 16-19
Tecnicas Reunidas	15,5x	26,1x	35,2x	9,0x	4,4x	2,1x	2,0x	21,5x
Media Comparables	19,8x	7,2x	6,3x	5,5x	3,3x	2,6x	2,2x	8,7x
TechnipFMC Plc	-	6,2x	5,2x	5,7x	2,5x	2,3x	2,3x	5,7x
Saipem S.p.A.	4,8x	4,7x	5,4x	5,1x	4,2x	3,4x	2,8x	5,0x
Chiyoda Corp.	-5,5x	-	-	1,8x	-0,3x	-1,7x	-1,8x	-1,9x
Fluor Corporation	8,3x	10,4x	10,1x	-	3,1x	2,3x	n.d.	9,6x
KBR, Inc.	100,5x	11,8x	7,6x	11,7x	8,1x	7,0x	6,0x	32,9x
Fluor Corporation	7,2x	4,6x	4,5x	4,4x	2,1x	1,9x	1,2x	5,2x
MaireTecnimont SpA	3,6x	5,7x	4,8x	4,3x	3,4x	2,9x	2,6x	4,6x

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	Acciones (mln)	Precio por acción*	Capitalización* (mln eur)	Recomendación Consenso	Precio Objetivo Consenso*	Potencial Revalorización	RPD 20e
Tecnicas Reunidas	56	9,46	529	Sobreponderar	17,00	79,7%	0,0%
Technip FMC	449	6,72	2.561	Sobreponderar	10,15	51,0%	n.d.
Saipem	1.011	1,54	1.556	Mantener	2,30	49,4%	0,0%
Chiyoda Corporation	260	250,00	522	Mantener	260,00	4,0%	0,0%
Fluor	141	9,71	1.157	Mantener	11,00	13,3%	1,0%
KBR	142	23,33	2.816	Sobreponderar	30,00	28,6%	1,7%
Petrofac	346	1,16	440	Infraponderar	2,02	74,6%	0,0%
Maire Tecnimont	329	1,44	474	Infraponderar	2,05	42,1%	1,7%
PROMEDIO						42,8%	0,6%

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	PER 20e	PER 21e	Cto. Bº Neto 19-21e	PEG 20e	PEG 21e	ROE 20e	P/V/C 20e
Tecnicas Reunidas	14,2x	6,5x	-977,7%	n.r.	n.r.	14,8%	2,1x
Technip FMC	15,6x	9,7x	-3,4%	n.r.	n.r.	4,3%	0,7x
Saipem	n.r.	140,3x	5,2%	n.r.	26,8x	-5,9%	0,4x
Chiyoda Corporation	10,4x	8,0x	-12,0%	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
Fluor	8,8x	7,8x	n.r.	n.r.	n.r.	8,3%	73,7%
KBR	14,2x	12,9x	3,3%	4,3x	3,9x	13,9%	198,0%
Petrofac	8,1x	5,0x	-37,7%	n.r.	n.r.	10,3%	82,9%
Maire Tecnimont	6,3x	5,3x	-10,9%	n.r.	n.r.	16,3%	102,0%
PROMEDIO	11,1x	24,4x	-1,5x	4,3x	15,3x	0,1x	1,1x

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

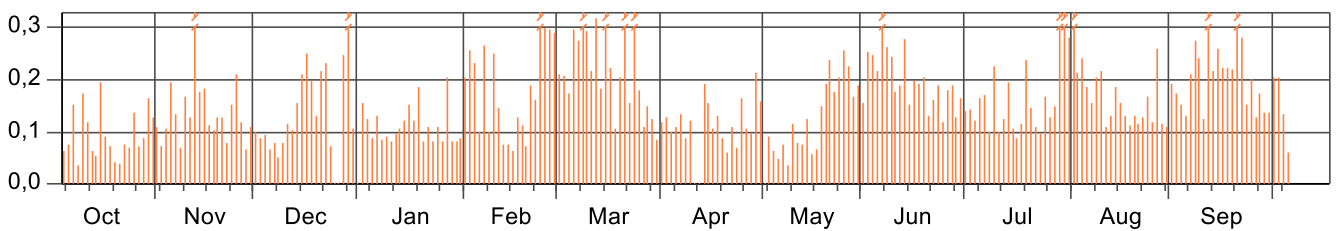
Compañía	EV/EBITDA 20e	EV/EBITDA 21e	Cto. EBITDA 19-21e	Margen EBITDA 20e	EVG 20e	EVG 21e	DN/EBITDA 20e
Tecnicas Reunidas	4,4x	2,1x	28,1%	3,0%	0,2x	0,1x	-0,1x
Technip FMC	2,5x	2,3x	-17,5%	7,8%	n.d.	n.d.	-0,5x
Saipem	4,2x	3,4x	-17,0%	9,6%	n.r.	n.r.	2,0x
Chiyoda Corporation	-0,3x	-1,7x	-6,1%	7,5%	n.d.	n.r.	-3,2x
Fluor	3,1x	2,3x	n.r.	2,6%	n.r.	0,9x	-0,3x
KBR	8,1x	7,0x	0,9%	7,6%	9,1x	0,9x	0,5x
Petrofac	2,1x	1,9x	-31,3%	6,7%	n.r.	0,3x	0,1x
Maire Tecnimont	3,4x	2,9x	-8,9%	6,1%	n.r.	n.r.	0,8x
PROMEDIO	3,4x	2,5x	-0,1x	0,1x	4,6x	0,5x	-0,1x

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2020	1 año
CAF*	3,2%	4,9%	-10,7%	-30,7%	-60,3%	-56,9%
Technip FMC	5,3%	5,5%	-14,0%	-7,7%	-68,7%	-70,9%
Saipem	4,6%	6,5%	-10,0%	-31,5%	-64,7%	-61,5%
Chiyoda Corporation	2,9%	-2,7%	-7,7%	-9,1%	-11,7%	-7,7%
Fluor	3,3%	6,1%	7,6%	-17,0%	-48,6%	-47,0%
KBR	4,0%	2,7%	-5,2%	3,5%	-23,5%	-3,0%
Petrofac	3,3%	1,0%	-23,8%	-36,0%	-69,8%	-70,1%
Maire Tecnimont	1,8%	1,8%	-2,9%	-15,9%	-41,7%	-33,8%
IBEX 35	1,2%	0,7%	-2,2%	-7,6%	-28,4%	-23,7%

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Evolución cotización últimos 12 meses



©FactSet Research Systems

GLOSARIO

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos

DN/EBITDA: Deuda Neta sobre EBITDA

ROE: Beneficio Neto entre Fondos Propios

ROCE: Rentabilidad entre Capital Empleado

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.

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.

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 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 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

D^a. César Sánchez-Grande

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 53% Sobreponderar, 33% Mantener y 14% Infraponderar.