

Viscofan

12 de abril de 2019

MANTENER

Precio Objetivo 59,43 EUR
Precio cotización 55,15 EUR
Potencial +8%

Sólido crecimiento y recuperación de márgenes, aunque ya en precio.

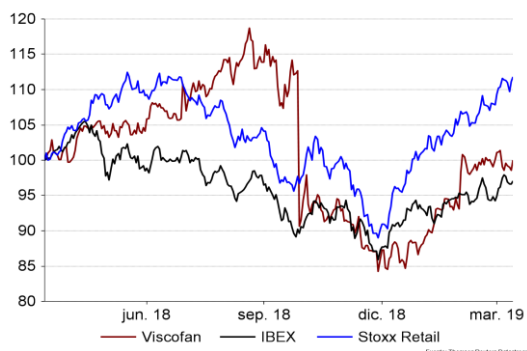
Analista financiero

Ana Gómez Fernández

Datos bursátiles

Market Cap. (mln de euros)	2.564
Nº acciones (mln)	47
Free Float	63,6%
Beta	0,70
Rango 52 semanas (EUR/acc)	45,82 - 66,2
Vol. Medio Diario 6 meses	0,10 mln acc
Rating (perspectiva) [Fitch/S&P]	-

Evolución	VIS	VIS vs IBEX
1 Día	1,5%	2,4%
1 Mes	1,6%	-1,4%
2019	14,6%	4,0%
1 año	0,0%	3,0%



Comprar Mantener Vender

Consenso Analistas 8% 69% 23%

Fuente: Factset.

Accionistas: Corp. Financiera Alba (11%), APG AM (10%), Norges Bank (5,2%), Santiago Domecq (5,2%) y Marathon AM (4,9%).

(mln de euros)	2018	2019e	2020e	2021e	Ratios	2018	2019e	2020e	2021e
Ventas	786	842	858	874	PER	18,1x	20,6x	19,2x	17,9x
EBITDA recurrente	190	213	223	236	P / VC	3,0x	3,2x	3,0x	2,8x
Mg EBITDA	24,1%	25,3%	26,0%	27,0%					
Bº Neto	124	125	134	143	VE / EBITDA	12,2x	12,3x	11,5x	10,7x
VE	2.322	2.611	2.572	2.528	VE / Ventas	3,0x	3,1x	3,0x	2,9x
Deuda Neta	80	47	7	-36					
FCF	60	109	121	130	DN / EBITDA	0,4x	0,2x	0,0x	-0,2x

Rentabilidad	2018	2019e	2020e	2021e	(EUR/acc)	2018	2019e	2020e	2021e
RPD	3,6%	2,9%	3,1%	3,3%	BPA	2,65	2,68	2,87	3,07
FCF Yield	2,7%	4,3%	4,7%	5,1%	DPA	1,73	1,61	1,72	1,84
ROE	16,3%	15,5%	15,5%	15,6%	Pay-Out	65%	60%	60%	60%

Fuente: Estimaciones propias.

Actualización "More to be" & Cáseda

El esfuerzo inversor que viene realizando la compañía refuerza su posición de liderazgo. Tras haber invertido 265 mln eur en Capex 2016-18, de cara a la segunda etapa del plan estratégico serán necesarias menos inversiones (guía 2019 de 60 mln eur).

Por lo que respecta a la planta de Cáseda, los resultados están siendo favorables y se espera que el total de la capacidad esté disponible en 2020. Espera sustituir el 50% de la capacidad en celulosa del grupo por la tecnología desarrollada en Cáseda. El ahorro en costes (cercano al 10%) y el enfoque multi-tecnología le permitirá adaptarse a las dinámicas cambiantes de la industria y ofrecer la más amplia variedad de productos a sus clientes.

Revisamos nuestras estimaciones...

En línea con la parte media de la guía 2019 en ingresos y en la parte alta en EBITDA y beneficio neto. Esperamos unos volúmenes creciendo un +3% en 2019 y +2% a medio plazo. En cuanto a precios, prevemos que la política comercial implementada durante el 2S18 continúe durante 2019 y aporte +1 pp. El cambio de perímetro (Globus) supondría +2 pp y esperamos un entorno de divisas más favorable que añadiría +1,5 pp (1,13 usd/eur).

...con recuperación de márgenes y una sólida generación de caja

La política comercial debería permitir una mejora de márgenes en 2019, a lo que se suma en 2020 el ahorro en costes derivado de la implementación de Cáseda. De esta forma, continúa destacando su sólida generación de caja.

Esperamos que en 2019 la deuda neta se reduzca hasta los 47 mln eur 0,22x DN/EBITDA. No descartamos nuevas adquisiciones, sin que se resienta su posición financiera, pudiendo contar en 2020/21 con caja neta.

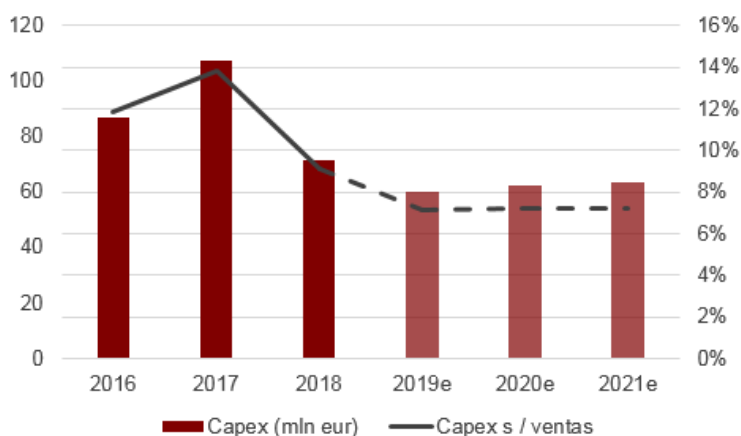
Revisamos precio objetivo, reiteramos MANTENER

Valoramos Viscofan a través de un descuento de flujos de caja 2019-25, alcanzando un precio objetivo de 59,43 eur/acc (P.O. anterior 57,72 eur/acc), lo que ofrece un potencial de revalorización del +7,8% y nos lleva a reiterar nuestra recomendación de Mantener.

Actualización “More to be” & Cáseda

Viscofan ha concluido la **primera fase del plan estratégico “More to be”** para alcanzar el **triple liderazgo** en tecnología, coste y servicio. Este **enfoque multi-tecnología** en las cuatro familias de envolturas (celulósica, colágeno, fibrosa y plásticos) le permite adaptarse a las dinámicas cambiantes de la industria y ofrecer la más amplia variedad de productos a sus clientes.

De cara a la segunda etapa, serán necesarias **menos inversiones**, con una guía 2019 de 60 mln eur (~7% sobre ventas R4e) vs 72 mln eur en 2018 (~9% s/ ventas). Durante el periodo 2016-2018, se han invertido 265 mln eur en Capex y 33 mln eur a través de inversión inorgánica. El esfuerzo inversor que viene realizando la compañía refuerza su posición de liderazgo en el sector para aprovechar las **oportunidades de crecimiento orgánico**.



Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

Por lo que respecta a la **planta de Cáseda** (tecnología disruptiva en celulosa y fibrosa), los **resultados** hasta la fecha están siendo **favorables**, con mejores ratios de velocidad productiva, eficiencia y calidad de producto, habiéndose realizado las primeras ventas a clientes en may-18.

De acuerdo con los planes inicialmente establecidos, se ha completado un 1/3 del proyecto de celulósica y el 80% del de fibrosa, con previsión de que **el total de la capacidad esté disponible en 2020**. La planta lleva una inversión acumulada de 71,2 mln eur de la que aproximadamente el 30% habría tenido lugar en 2018. Recordamos que la compañía espera **sustituir el 50% de la capacidad en celulosa del grupo por la tecnología desarrollada en Cáseda en 2020**.

Pese a que las familias de fibrosa y plástico cuentan con un menor margen, el **ahorro en costes de producción** debería más que compensar dicho efecto. Tal **ahorro podría estar más cerca del 10%** dentro de la horquilla de 5%/10% guiada anteriormente y se empezará a notar en 2019, aunque no será hasta 2020 cuando se materialice por completo.

Revisamos nuestras estimaciones...

Pese al *profit warning* del 3T18 motivado por la ralentización en Asia (especialmente China y sudeste asiático), los resultados de 2018 mostraron un crecimiento agregado en volúmenes del +2,8% (vs +3%/+4% inicialmente esperado), con Europa & Asia creciendo +0,6% (vs +3,9% en 2017). De esta forma, Viscofan demuestra la **vuelta a la senda de crecimiento**, con **recuperación en Asia y fortaleza en Latam**.

Esperamos unos **volúmenes de envolturas creciendo un +3%** en 2019 y +2% a medio plazo sobre la base del **buen entorno de mercado**. Por **geografías** esperamos avances en todas las regiones de reporte, con un entorno de crecimiento de dígito simple bajo en **Europa & Asia**, adoptando una postura algo más cauta (+1% 2019e vs +0,6% en 2018 y +3,9% en 2017) y **Norteamérica** (+2,5% R4e prácticamente estable vs 2018) y de doble dígito bajo en **Latam** (+11% 2019e vs +12% en 2018).

En cuanto a **precios**, prevemos que en 2019 continúe la presión en materias primas y energía vista en 2018 (glicerina +40% y sosa cáustica +28% vs 2017). Por ello, prevemos que la **política comercial** de traslación de mayores costes a precios, implementada principalmente durante el 2S18, continúe durante 2019 y **aporte +1 pp de crecimiento**.

Al crecimiento orgánico descrito se suma la continua búsqueda de operaciones corporativas. El **cambio de perímetro** aportaría +2 pp al crecimiento por la **incorporación de Globus**, adquisición que se realizó en nov-18 por 8,5 mln eur, y que se convierte en su **principal distribuidor en Australia y Nueva Zelanda**, contribuyendo a la **diversificación geográfica** y a mejorar la **proximidad y el servicio**.

Para 2019 esperamos un **entorno de divisas más favorable** que añadiría +1,5 pp. Ajustamos la expectativa de tipo de cambio para el conjunto del año a 1,13 usd/eur para la principal divisa comercial (45% de las ventas aproximadamente), en línea con lo previsto por la compañía.

... con recuperación de márgenes y una sólida generación de caja

La política comercial anteriormente descrita debería permitir una **mejora de márgenes en 2019** (margen EBITDA recurrente R4e del 25,3% vs 24,1% en 2018), a lo que se suma en 2020 el **ahorro en costes** derivado de la implementación de **Cáseda** (margen EBITDA recurrente 2020e del 26%). De esta forma, Viscofan continúa destacando por su **sólida generación de caja** (EBITDA – Capex 2019 R4e de 153 mln eur).

Esperamos que en **2019 la deuda neta se reduzca hasta los 47 mln eur** 0,22x DN/EBITDA (vs 80 mln eur y 0,42x en 2018) sobre la base de su **elevada generación de caja**. A pesar de que la compañía continúa estudiando nuevas adquisiciones, de cara a 2020/21 creemos que podría contar con caja neta.

De este modo, nos posicionamos en la **parte media de la guía** proporcionada por la compañía para 2019e en **ingresos** y en línea con la **parte alta** en **EBITDA** y **beneficio neto**.

	Guía 2019	R4e
Ingresos	+6% / +8%	+7%
EBITDA recurrente	+10% / +13%	+12%
Bº Neto recurrente	+8% / +14%	+15%

VALORACIÓN

Empleamos un **descuento de flujos de caja 2019-25** para la valoración de Viscofan, descontando los flujos a una **WACC del 7%** y aplicando un **crecimiento a perpetuidad del 2%**. De este modo, alcanzamos un valor empresa de 2.810 mln eur al que restamos la deuda financiera neta 2019 R4e, obteniendo un precio objetivo de 59,43 eur/acc (vs 57,72 eur/acc anterior) que supone un potencial de revalorización del +8% y nos lleva a **reiterar nuestra recomendación de mantener**.

VALORACIÓN VISCOFAN

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	146	150	160	172	180	188	196	200
Impuestos (EBIT x t)	-29	-30	-32	-34	-36	-38	-39	-40
Dotación amortización	62	63	62	63	65	66	67	68
Caja de operaciones	179	183	191	201	209	216	224	228
Inversión en activo circulante	-48	-14	-7	-7	-8	-9	-9	-9
Inversión en Inmovilizado	-72	-60	-62	-63	-65	-66	-67	-68
Cash Flow Libre	60	109	121	130	136	141	148	150
Días a flujo		263	629	994	1.359	1.724	2.090	2.455
Factor descuento		1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
Cash Flow descontado		104	108	109	107	104	102	97
Valor residual								3.228
Valor residual descontado								2.080

Valoración de los fondos propios (mlns eur)	
Valor actual flujos explícitos 2019-25	731
Valor actual residual	2.080
VALOR DE EMPRESA	2.810
Deuda financiera neta 2019e	47
Valor teórico de los recursos propios	2.763
Nº acciones efectivas	46,5
Valor teórico objetivo (eur/acc)	59,43
Cotización	55,15
Potencial a precio objetivo	7,8%

Fuente: Renta 4 Banco

Cuenta de pérdidas y ganancias

Cuenta de Pérdidas y Ganancias grupo:

(mlns eur)	2016	%	2017	%	2018	%	2019e	%	2020e	%	2021e	%
Ventas	731	-1,3%	778	6,5%	786	1,0%	842	7,1%	858	1,9%	874	1,9%
Coste de ventas	-530	0,5%	-571	7,9%	-596	4,4%	-629	5,4%	-635	1,0%	-638	0,5%
EBITDA recurrente	201	-5,9%	207	2,8%	190	-8,2%	213	12,3%	223	4,5%	236	5,8%
<i>Margen EBITDA recurrente %</i>	<i>27,5%</i>		<i>26,6%</i>		<i>24,1%</i>		<i>25,3%</i>		<i>26,0%</i>		<i>27,0%</i>	
Amortización del inmovilizado	-50	-6,3%	-56	13,4%	-62	10,7%	-63	1,1%	-62	-1,5%	-63	1,9%
EBIT	154	-4,0%	155	0,3%	146	-5,5%	150	2,5%	160	7,0%	172	7,3%
<i>Margen EBIT %</i>	<i>21,1%</i>		<i>19,9%</i>		<i>18,6%</i>		<i>17,8%</i>		<i>18,7%</i>		<i>19,7%</i>	
Resultado financiero	1	n.r.	-9	n.r.	1	n.r.	-3	n.r.	-2	-21,7%	-2	1,9%
Resultado Puesta en Equivalencia	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.
EBT	155	2,5%	145	-6,4%	147	1,3%	156	5,9%	167	7,1%	179	7,0%
Impuestos sobre beneficios	-30	-5,1%	-23	-22,8%	-24	1,1%	-31	32,2%	-33	7,1%	-36	7,0%
Rdo. de operaciones interrumpidas	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.
Minoritarios	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.
Bº Neto	125	4,5%	122	-2,4%	124	1,4%	125	0,9%	134	7,1%	143	7,0%
<i>Margen Neto %</i>	<i>17,1%</i>		<i>15,7%</i>		<i>15,7%</i>		<i>14,8%</i>		<i>15,6%</i>		<i>16,4%</i>	

Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

Cifras Clave

Valoración:

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio cotización	55,64	46,85	55,01	48,12	55,15		
Market Cap (mln de euros)	2.593	2.183	2.564	2.243	2.564	2.564	2.564
Deuda Neta (mln de euros)	-3	9	41	80	47	7	-36
EV (mln de euros)	2.590	2.192	2.605	2.322	2.611	2.572	2.528
Nº acciones (mln)	47	47	47	47	47	47	47
BPA (EUR/acc)	2,57	2,68	2,62	2,65	2,68	2,87	3,07
DPA (EUR/acc)	1,34	1,44	1,54	1,73	1,61	1,72	1,84
Pay-Out Ratio	52,2%	53,7%	58,8%	65,2%	60,0%	60,0%	60,0%
P/E	21,7x	17,5x	21,0x	18,1x	20,6x	19,2x	17,9x
P/VC	4,1x	3,1x	3,5x	3,0x	3,2x	3,0x	2,8x
P/FCF	28,8x	36,8x	50,0x	37,6x	23,5x	21,2x	19,7x
FCF Yield	3,5%	2,7%	2,0%	2,7%	4,3%	4,7%	5,1%
Dividend Yield	2,4%	3,1%	2,8%	3,6%	2,9%	3,1%	3,3%
EV/Ventas	3,5x	3,0x	3,3x	3,0x	3,1x	3,0x	2,9x
EV/EBITDA	12,3x	10,9x	12,6x	12,2x	12,3x	11,5x	10,7x
EV/EBIT	16,1x	14,2x	16,8x	15,9x	17,4x	16,0x	14,7x

Flujos de Caja:

(mln de euros)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
FCF	90	59	51	60	109	121	130
Capex	57	87	107	72	60	62	63

P&L:

(mln de euros)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ventas	741	731	778	786	842	858	874
EBITDA recurrente	211	201	207	190	213	223	236
Amortización	-53	-50	-56	-62	-63	-62	-63
EBIT	161	154	155	146	150	160	172
Bº neto	120	125	122	124	125	134	143

Performance:

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
ROE	18,9%	17,7%	16,8%	16,3%	15,5%	15,5%	15,6%
ROCE	27,2%	22,7%	21,2%	20,0%	21,2%	22,7%	24,0%
Margen EBITDA recurrente	28,5%	27,5%	26,6%	24,1%	25,3%	26,0%	27,0%
Margen EBIT	21,7%	21,1%	19,9%	18,6%	17,8%	18,7%	19,7%
Margen Neto	16,1%	17,1%	15,7%	15,7%	14,8%	15,6%	16,4%
DN/Equity	-0,5%	1,2%	5,6%	10,5%	5,8%	0,8%	-4,0%
DN/EBITDA	0,0x	0,0x	0,2x	0,4x	0,2x	0,0x	-0,2x
Cobertura de intereses	17,3x	-173,6x	16,3x	-149,6x	59,0x	80,6x	84,9x
FCF/Ventas	12,1%	8,1%	6,6%	7,6%	13,0%	14,1%	14,9%
Capex/Ventas	7,7%	11,9%	13,8%	9,1%	7,1%	7,3%	7,3%
Capex/Amortización	108,0%	174,5%	190,1%	114,7%	95,0%	100,0%	100,0%

Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

PER	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	MEDIA 15-18
Viscofan, S.A.*	21,7x	17,5x	21,0x	18,1x	20,6x	19,2x	17,9x	19,6x
Media Comparables	11,9x	13,8x	14,7x	12,6x	11,0x	10,3x	9,6x	13,2x
Devro plc	11,9x	13,8x	14,7x	12,6x	11,0x	10,3x	9,6x	13,2x

EV/Ventas	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	MEDIA 15-18
Viscofan, S.A.*	3,5x	3,0x	3,3x	3,0x	3,1x	3,0x	2,9x	3,2x
Media Comparables	1,9x	1,9x	1,7x	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x	1,8x
Devro plc	1,9x	1,9x	1,7x	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x	1,8x

EV/EBITDA	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	MEDIA 15-18
Viscofan, S.A.*	12,3x	10,9x	12,6x	12,2x	12,3x	11,5x	10,7x	12,0x
Media Comparables	8,4x	7,5x	6,8x	6,9x	6,4x	6,0x	5,8x	7,4x
Devro plc	8,4x	7,5x	6,8x	6,9x	6,4x	6,0x	5,8x	7,4x

Fuente: estimaciones Renta 4 Banco, FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	Acciones (mln)	Precio por acción**	Capitalización** (mln)	Recomendación Consenso	Precio Objetivo Consenso	Potencial Revalorización	RPD 19e
Viscofan, S.A.*	47	55,15	2.564	Mantener	59,43	7,8%	2,9%
Devro plc	167	1,82	304	Sobreponderar	2,40	32,0%	5,1%
PROMEDIO							5,1%

Fuente: estimaciones Renta 4 Banco, FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco. ** Divisa local

Compañía	PER 19e	PER 20e	Cto. BPA 18-20e	PEG 19e	PEG 20e	ROE 19e	P/VC 19e
Viscofan, S.A.*	20,6x	19,2x	8,2%	2,5x	2,3x	15,5%	3,2x
Devro plc	11,0x	10,3x	22,5%	0,5x	0,5x	17,8%	1,9x
PROMEDIO	11,0x	10,3x	22,5%	0,5x	0,5x	17,8%	1,9x

Fuente: estimaciones Renta 4 Banco, FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	EV/EBITDA 19e	EV/EBITDA 20e	Cto. EBITDA 18-20e	Margen EBITDA 19e	EVG 19e	EVG 20e	DN/EBITDA 19e
Viscofan, S.A.*	12,3x	11,5x	17,4%	25,3%	0,7x	0,7x	0,2x
Devro plc	6,4x	6,0x	8,6%	26,2%	0,7x	0,7x	2,0x
PROMEDIO	6,4x	6,0x	8,6%	26,2%	0,7x	0,7x	2,0x

Fuente: estimaciones Renta 4 Banco, FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2019	1 año
Viscofan, S.A.*	1,5%	1,5%	1,6%	14,3%	14,6%	0,0%
Devro plc	-0,1%	-4,8%	-1,4%	9,9%	13,5%	-14,4%
IBEX 35	-0,9%	-0,9%	3,0%	6,4%	10,6%	-3,0%

Evolución cotización últimos 12 meses



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.

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. Ana Gómez Fernández

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: 49% Sobreponderar, 45% Mantener y 6% Infraponderar.