

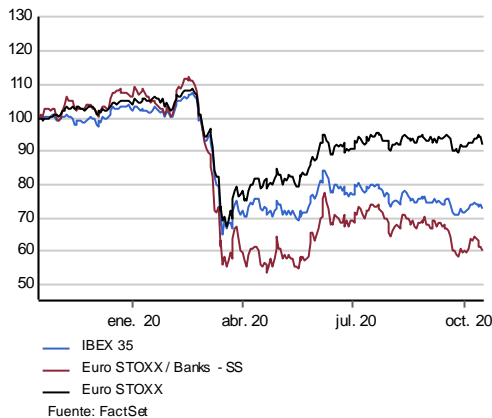
# S. FINANCIERO

16 de octubre de 2020

## Previo 3T20. Hacia una “normalización” de provisiones.

### Analista financiero

Nuria Álvarez Añibarro



### Resultados 3T20e. Menos provisiones y menos volumen.

La estacionalidad del trimestre debería traducirse en una generación de ingresos más moderada vs 2T20. Si bien es cierto, que el 3T20 se caracteriza por ser el trimestre más débil en términos de ingresos recurrentes (margen de intereses + comisiones netas), hay que tener en cuenta que la contribución positiva que tendrá la TLTRO III podría permitir que veamos un margen de intereses plano o creciendo en comparativa trimestral. En cuanto a las comisiones netas, el buen comportamiento se espera que se mantenga en las originadas en el negocio de gestión de activos y productos de fuera de balance, y claramente mejorando vs 2T.

### Evolución de la cartera de crédito más moderada.

En 2T20 el crédito bruto creció en comparativa trimestral un +1,4% de media en los bancos cotizados del Ibex + Liberbank, +4% si únicamente cogemos el negocio en España de Santander, BBVA y Sabadell. Un comportamiento que se explicó en gran medida por el efecto del programa de avales ICO. De cara a 3T20, la evolución del crédito debería mostrar un crecimiento interanual más moderado, sin descartar caídas en términos trimestrales como consecuencia de la estacionalidad típica del trimestre y la ausencia del factor de apoyo que supusieron los créditos ICO. En este sentido, será importante el mensaje que den las entidades sobre la evolución de la demanda.

### No esperamos noticias negativas, sin cambios sustanciales en las guías.

Consideramos que los resultados deberían ayudar a despejar dudas sobre un sector que sigue muy penalizado en bolsa recogiendo ese entorno de tipos bajos con el que vamos a estar mucho tiempo, y en consecuencia la dificultad para mejorar la rentabilidad del negocio. A esto se le une una perspectiva de volúmenes que se antoja bastante honesta de cara a 2021. A pesar de un escenario negativo consideramos que todo tienen un precio, con unas cotizaciones que de media están cotizando por debajo de 0,3x P/V. Los catalizadores que identificamos de cara a los próximos meses que podrían apoyar a una recuperación de las cotizaciones (de media caen -50% en 2020 los bancos del Ibex + Liberbank) son las operaciones corporativas que permitan aflorar múltiplos superiores a los actuales y la vuelta al pago del dividendo a partir de enero (fecha vigente por parte del BCE).

### Evolución

cotización	1 mes	2020
Santander	-11%	-57%
BBVA	-6%	-55%
Bankia	-18%	-41%
Liberbank	-1%	-30%
Caixabank	-17%	-41%
Sabadell	-23%	-73%
Bankinter	-23%	-48%
IBEX 35	-3%	-29%
Eurostoxx Banks	-11%	-44%

Fuente: Factset

3T20e	Margen Bruto	Var % i.a.	Margen neto	Var % i.a.	Beneficio neto	Var % i.a.	Precio Objetivo	Potencial	Recomendación
Santander	10.674	-14%	5.540	-18%	1.109	-48%	2,32	45%	Mantener
BBVA	5.648	-8%	2.570	-19%	750	-39%	En Revisión	--	En Revisión
Caixabank	2.119	-2%	966	-1%	388	-40%	En Revisión	--	En Revisión
Bankia	804	-8%	357	-14%	3	-98%	En Revisión	--	En Revisión
Sabadell	1.181	-12%	364	-33%	33	-87%	0,34	23%	Mantener
Bankinter	423	-22%	216	-17%	77	-43%	4,99	46%	Mantener
Liberbank	174	9%	76	26%	29	23%	0,31	31%	Sobreponderar

\* Mln de euros

\*\* Fuente: R4e

## **PREVIO 3T20. MAYOR VISIBILIDAD SOBRE EVOLUCIÓN DE RESULTADOS VS RIESGO DE PROVISIONES.**

El tercer trimestre debería caracterizarse por menor generación de ingresos recurrentes así como una dotación a provisiones también menor.

Por lo que respecta a los volúmenes, deberíamos ver un comportamiento de los mismos mucho más moderado vs visto en 2T20 como consecuencia de la estacionalidad típica del trimestre y el menor impacto de la concesión de crédito asociado a las líneas ICO.

La contribución al margen de intereses de la TLTRO III de junio comenzará a reflejarse de manera más evidente y actuará como contrapeso a una rentabilidad que seguirá a la baja, con un Euribor a 12 meses que continúa ahondando en mínimos históricos y una renta fija sin muestras de repunte.

Las provisiones seguirán siendo uno de los elementos a vigilar. Si bien es cierto que no esperamos novedades en este sentido, con las entidades reiterando las guías de coste de riesgo para 2020 en un entorno de mayor visibilidad. Sin embargo, los riesgos de mayores dotaciones de cara a 2021 persisten (presión en el crecimiento esperado de la economía española, finalización de los Ertes, reconocimiento de los créditos actualmente en moratoria como dudosos).

Creemos que es pronto para que las entidades se aventuren a proporcionar una guía de lo que puede deparar el 2021 en lo a coste de riesgo se refiere sin embargo no descartamos que en caso de que puedan adelantar algo el mensaje en todo caso será prudente para no generar falsas expectativas.

Por otro lado, recientemente la EBA ha mostrado su intención de no ampliar más allá de finales de septiembre la flexibilidad que tenían las entidades a la hora de contabilizar aquellos créditos en moratoria. Esto supondrá que todo el crédito que entre en moratoria a partir del 1 de octubre las entidades tendrán que clasificarlo como dudoso. Creemos que el impacto a partir del 4T20 no debería ser significativo en tanto en cuanto únicamente afecta a los créditos en moratoria nuevos, que el plazo de moratoria del Gobierno ya ha finalizado y tan sólo queda vigente los plazos dispuestos por el sector, y que las solicitudes deberían ser menores.

**BANKINTER. Presenta resultados el 22 de octubre. Conferencia a las 9:00h.**



(mln de euros)	3T19	3T20 R4e	Var. %
<b>Margen de intereses</b>	<b>308</b>	<b>303</b>	<b>-1%</b>
Comisiones netas	115	121	5%
Otros ingresos	117	-1	n.r
<b>Margen Bruto</b>	<b>540</b>	<b>423</b>	<b>-22%</b>
Gastos de explotación/Amortización	-278	-207	-26%
<b>Margen antes de provisiones</b>	<b>262</b>	<b>216</b>	<b>-17%</b>
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-76	-127	66%
<b>Beneficio neto atribuido</b>	<b>135</b>	<b>77</b>	<b>-43%</b>

Fuente: R4e y Bankinter.

- El 3T20 continuará sin ser homogéneo vs el año anterior por la **desconsolidación de LDA lo que explica parte de las caídas en comparativa anual**. En **3T20**, esperamos que el **margen de intereses se sitúe en 303 mln de euros** (vs 310 mln de euros del consenso) lo que supone un descenso del -1% i.a. y **prácticamente situarse en línea con 2T20**. Con unas comisiones que esperamos se mantengan planas en 3T20 vs 2T20 y menor generación de ROF, deberíamos ver un margen bruto cediendo en comparativa trimestral un 1% (vs +4% estimado por el consenso).

Por el lado de las provisiones, estimamos que se puedan situar en torno a los 127 mln de euros (vs 297 mln de euros en 2T20) y que estarían en línea para cumplir con la guía de coste de riesgo dada por la entidad, en la parte alta del rango de 50 – 70 pbs para el conjunto del año.

**LIBERBANK. Presenta resultados el 26 de octubre. Conferencia pendiente de confirmar.**

<b>Liberbank</b>	<b>Sobreponderar</b>
------------------	----------------------

(mln de euros)	3T19	3T20 R4e	Var. %
<b>Margen de intereses</b>	116	120	3%
Comisiones netas	45	46	2%
Otros ingresos	-3	7	n.r
<b>Margen Bruto</b>	<b>159</b>	<b>174</b>	<b>9%</b>
Gastos de explotación/Amortización	-99	-98	-1%
<b>Margen antes de provisiones</b>	<b>60</b>	<b>76</b>	<b>26%</b>
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-18	-27	49%
<b>Beneficio neto atribuido</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>24%</b>

Fuente: R4e y Liberbank.

- Los resultados del 3T20 seguirán mostrando una **evolución positiva en comparativa anual**, mientras que respecto a 2T20 el margen bruto registraría un descenso del 21% recogiendo unas comisiones netas sin extraordinarios, 46 mln de euros 3T20 R4e vs 86 mln de euros en 2T20.

Por su parte los **gastos de explotación continuarían la tendencia a la baja** y las **provisiones asociadas a la actividad se situarían en el trimestre en -31 mln de euros** (vs -38 mln de euros en 2T20) en línea para cumplir con un coste de riesgo en torno a 50 pbs.

**BANKIA. Presenta resultados el 28 de octubre. Conferencia a las 12:30h.**

<b>Bankia</b>	<b>En Revisión</b>		
(mln de euros)	<b>3T19</b>	<b>3T20 R4e</b>	<b>Var. %</b>
<b>Margen de intereses</b>	<b>502</b>	<b>483</b>	<b>-4%</b>
Comisiones netas	263	296	12%
Otros ingresos	110	25	-77%
<b>Margen Bruto</b>	<b>875</b>	<b>804</b>	<b>-8%</b>
Gastos de explotación/Amortización	-458	-447	-2%
<b>Margen antes de provisiones</b>	<b>417</b>	<b>357</b>	<b>-14%</b>
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-119	-308	160%
<b>Beneficio neto atribuido</b>	<b>176</b>	<b>3</b>	<b>-98%</b>

Fuente: R4e y Bankia.

- La presión en el margen de intereses seguirá reflejándose en la comparativa anual, con un margen en 3T20 que estimamos se sitúe en 483 mln de euros (-4% i.a.) pero que sin embargo supondría una mejora del +4% i.t apoyado por la aportación de la TLTRO III. Por su parte, las comisiones netas prevemos que caigan algo más de un -1% en 3T20 vs 2T20 y junto a la ausencia de ROF (vs 66 mln de euros en 2T20 que representó más de un 8% del margen bruto del trimestre) llevaría al margen bruto a niveles de 804 mln de euros 3T20 R4e.

Los gastos de explotación serán algo superiores en 3T20 vs 2T20, al contabilizar unos gastos extraordinarios asociados al proceso de fusión de Caxibank.

Las provisiones recurrentes continuarán en línea con la referencia de 120 mln de euros al trimestre aproximadamente, mientras que las provisiones extraordinarias podrían alcanzar los 200 mln de euros en un contexto donde la entidad no ha dado visibilidad sobre la dirección de las mismas.

De cara al mensaje que puedan proporcionar en la conferencia de resultados, no descartamos que la entidad se muestre más prudente en cuanto a la evolución del margen de intereses (estamos estimando que en 4T20 será inferior al de 3T20) recogiendo la caída del Euribor a 12 meses.

**SANTANDER. Presenta resultados el 27 de octubre. Conferencia a las 10:00h (est).**



(mln de euros)	3T19	3T20 R4e	Var %
<b>Margen de intereses</b>	<b>8.806</b>	<b>7.726</b>	<b>-12%</b>
Comisiones netas	2.955	2.453	-17%
Otros ingresos	705	496	-30%
<b>Margen Bruto</b>	<b>12.466</b>	<b>10.674</b>	<b>-14%</b>
Gastos de explotación/Amortización	-5.722	-5.135	-10%
<b>Margen antes de provisiones</b>	<b>6.744</b>	<b>5.540</b>	<b>-18%</b>
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-2.900	-3.051	5%
<b>Beneficio neto atribuido*</b>	<b>2.136</b>	<b>1.109</b>	<b>-48%</b>

Fuente: R4e y Santander

\*Beneficio neto recurrente, sin extraordinarios

- A nivel Grupo esperamos que el margen de intereses muestre un descenso del 12% i.a. en 3T20 y del -17% en comisiones netas, en parte lastrado por la depreciación de las divisas. Los ROF podrían alcanzar los 231 mln de euros (vs 781 mln de euros en 2T20). Con todo el margen bruto se situaría en 10.674 mln de euros (-14% i.a.). En la parte baja de la cuenta, se incorporarán unos gastos de reestructuración que podrían oscilar en torno a los 30 mln de euros. Mientras, las provisiones se situarían en 3.051 mln de euros (+5% i.a.) un 2% inferiores al 2T20 y que contrasta con un consenso que está esperando 3.299 mln de euros. En cuanto al beneficio neto, nosotros estamos estimando que cierre el trimestre con una generación de 1.109 mln de euros, muy por encima de 899 mln de euros que prevé el consenso. Consideramos probable que el banco bate las expectativas de beneficios, apoyado probablemente por un mejor comportamiento del margen de intereses y los ROF, así como de los gastos de explotación.
- Las previsiones de beneficio neto 3T20 por áreas geográficas es la siguiente:

**Beneficio atribuido al grupo**

(mln de euros)	3T19	3T20 R4e	3T20e consenso	Var R4 3T20e/19	Var consenso 3T20e/19
<b>España</b>	<b>491</b>	<b>242</b>	<b>253</b>	<b>-51%</b>	<b>-48%</b>
Portugal	126	95	95	-24%	-24%
Polonia	95	96	60	2%	-37%
SCF	338	175	225	-48%	-33%
<b>Reino Unido</b>	<b>223</b>	<b>88</b>	<b>74</b>	<b>-60%</b>	<b>-67%</b>
<b>Brasil</b>	<b>767</b>	<b>354</b>	<b>373</b>	<b>-54%</b>	<b>-51%</b>
Méjico	234	158	148	-33%	-37%
Chile	162	95	87	-41%	-46%
<b>Estados Unidos</b>	<b>154</b>	<b>37</b>	<b>60</b>	<b>-76%</b>	<b>-61%</b>
<b>Santander Global Platform</b>	<b>-26</b>	<b>-32</b>	<b>-26</b>	<b>23%</b>	<b>1%</b>
Actividades Corporativas	-529	-381	-449	-28%	-15%

Fuente: Santander y R4e

**BBVA. Presenta resultados el 30 de octubre. Conferencia a las 9:30h.**

<b>BBVA</b>		<b>En Revisión</b>	
(mln de euros)	<b>3T19</b>	<b>3T20 R4e</b>	<b>Var. %</b>
<b>Margen de intereses</b>	<b>4.473</b>	<b>4.218</b>	<b>-6%</b>
Comisiones netas	1.273	1.135	-11%
Otros ingresos	388	296	-24%
<b>Margen Bruto</b>	<b>6.135</b>	<b>5.648</b>	<b>-8%</b>
Gastos de explotación/Amortización	-2.946	-3.078	4%
<b>Margen antes de provisiones</b>	<b>3.189</b>	<b>2.570</b>	<b>-19%</b>
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-1.285	-1.677	31%
<b>Beneficio neto atribuido</b>	<b>1.225</b>	<b>750</b>	<b>-39%</b>

Fuente: BBVA compañía y R4e

- En el trimestre **no se han producido eventos extraordinarios significativos**, con una evolución de la actividad a nivel de Grupo mejor que la vista en 2T20, excepto en España dado el efecto estacional.

**A nivel Grupo, lo más destacable serán las menores dotaciones a provisiones** esperadas tras el esfuerzo realizado en 1S20, y recogiendo la mejora de perspectiva en México.

- Lo **atención estará centrada en el capital**, en un trimestre donde se recogerá el **impacto de la caída de la cotización de Telefónica**, aproximadamente -9 pbs de capital, y la depreciación del dólar y la lira turca, dos efectos de las divisas que deberían compensarse entre ellos.
- Por **áreas geográficas**, las estimaciones R4e son las siguientes:

<b>Beneficio neto por Áreas geográficas</b>			
(mln de euros)	<b>3T19</b>	<b>3T20 R4e</b>	<b>Var. %</b>
<b>España</b>	330	286	<b>-13%</b>
<b>México</b>	678	366	<b>-46%</b>
<b>Turquía</b>	98	133	<b>36%</b>
<b>Resto Eurasia</b>	47	33	<b>-30%</b>
<b>América del Sur</b>	165	93	<b>-43%</b>
<b>Estados Unidos</b>	181	118	<b>-35%</b>
<b>Actividades corporativas</b>	-275	-279	<b>2%</b>



**CAIXABANK. Presenta resultados el 30 de octubre. Conferencia a las 11:30h.**


		En Revisión	
(mln de euros)	3T19	3T20 R4e	Var. %
<b>Margen de intereses</b>	<b>1.242</b>	<b>1.222</b>	<b>-2%</b>
Comisiones netas	656	648	-1%
Otros ingresos	267	249	-7%
<b>Margen Bruto</b>	<b>2.165</b>	<b>2.119</b>	<b>-2%</b>
Gastos de explotación/Amortización	-1.189	-1.153	-3%
<b>Margen antes de provisiones</b>	<b>976</b>	<b>966</b>	<b>-1%</b>
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-84	-334	n.r
<b>Beneficio neto atribuido</b>	<b>644</b>	<b>388</b>	<b>-40%</b>

Fuente: R4e y compañía.

- El tercer trimestre mostrará una evolución de la cuenta de resultados sin extraordinarios previstos y en línea con un 3T más normalizado. En este sentido, el margen de intereses esperamos que se sitúe en 1.222 mln de euros (vs 1.235 mln de euros del consenso) y que supone una caída del -2% i.a. y estabilidad en comparativa trimestral. Asimismo, las comisiones en comparativa con 2T20 deberían mostrar una recuperación hasta los 648 mln de euros (vs 628 mln de euros del consenso y 608 mln de euros en 2T20).
- No esperamos sorpresas en provisiones, una vez que las estimaciones ya recogen la nueva guía de coste de riesgo de crédito dada por la entidad en 1T20 entre 60 – 90 pbs que reiteraron en la publicación de resultados de 1S, y donde adelantaron que se situarán en el conjunto del año en la parte alta del rango.



**SABADELL. Presenta resultados el 30 de octubre. Conferencia a la 13:00h.**

BancoSabadell 		Mantener	
(mln de euros)	3T19	3T20 R4e	Var. %
<b>Margen de intereses</b>	906	868	-4%
Comisiones netas	361	315	-13%
Otros ingresos	73	-3	n.r
<b>Margen Bruto</b>	<b>1.340</b>	<b>1.181</b>	<b>-12%</b>
Gastos de explotación/Amortización	-800	-816	2%
<b>Margen antes de provisiones</b>	<b>540</b>	<b>364</b>	<b>-33%</b>
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-191	-270	41%
<b>Beneficio neto atribuido</b>	<b>251</b>	<b>33</b>	<b>-87%</b>

Fuente: R4e y Grupo Sabadell

- En este caso, el **margen de intereses** estimamos que muestre un **crecimiento en comparativa trimestral recogiendo el efecto de la TLTRO III** que estiman en unos 150 mln de euros en un año y habiéndose devengado tan solo 3 mln de euros en 2T20. Por el lado de las **comisiones no esperamos grandes novedades**, mientras que los **gastos de explotación incluirán aproximadamente 60 mln de euros extraordinarios asociados al programa de eficiencia de TSB**, de los que 50 mln de euros corresponde a 2021 y 10 mln de euros corresponde a los gastos no recurrentes de 2020, quedando pendientes otros 30 mln de euros para contabilizar en 4T20.

En la **cuenta de resultados** también se incorporará la **plusvalía** derivada de la **venta del Solvia desarrollos inmobiliarios**, que **se estima** en uno **8 mln de euros**.

- Desde un punto de vista de **capital**, pocas novedades en un trimestre donde se recogerán **+5 pbs de aportación por la venta de Solvia**, sin que se esperen más impactos significativos.

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

Grupo Renta 4 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. Grupo Renta 4 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.

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 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 del Grupo Renta 4 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. El Grupo Renta 4 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.

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

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 Grupo Renta 4. 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.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV. Grupo Renta 4. 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 Grupo Renta 4, S.A.: 56% Sobreponderar, 30% Mantener y 14% Infraponderar.