

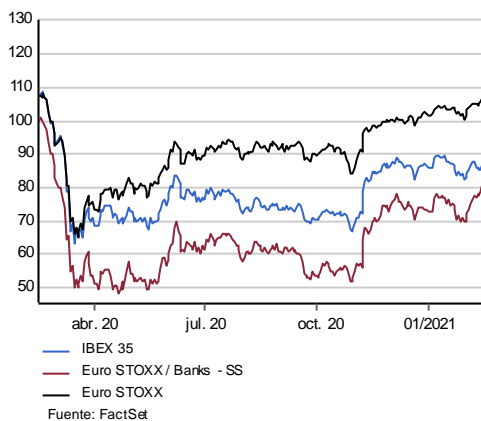
# S. FINANCIERO

17 de febrero de 2021

## Un 2020 débil, con dudas para 2021 pero con posibles catalizadores.

### Analista financiero

Nuria Álvarez Añibarro



### Resultados 2020. Provisiones, caída de la rentabilidad y aumento del crédito.

A pesar de confirmarse un 2S20 mejor que 1S20 en términos de ingresos, con una recuperación tanto del margen de intereses como de las comisiones netas en términos anuales de media los ingresos recurrentes descienden -8% i.a (-1% i.a. si sólo tomamos el negocio en España). Los más destacado del año: 1) pérdida de la rentabilidad de la cartera de crédito, - 22 pbs de media, por efecto reprecación Euribor, 2) incremento de las provisiones que ha llevado al coste de riesgo a aumentar de media +42 pbs en el año, y 3) Crecimiento del crédito bruto, +5% i.a de media, aunque con crecimientos de doble dígito en los segmentos de Pymes y empresas apoyado por los créditos ICO.

### Morosidad estable. Aumentan los saldos en vigilancia especial.

En 2020 hemos visto cómo a pesar del aumento de las provisiones el ratio de morosidad ha mantenido su senda bajista (-20 pbs en el año de media, -30 pbs si sólo tomamos negocio España). Consideramos que un incremento significativo de la morosidad podría trasladarse a 2022 como consecuencia del efecto de las nuevas moratorias aprobadas por el Gobierno, así como la posible aprobación de medidas de ayuda a Pymes y la distribución de los fondos europeos. Elementos que deberían actuar de apoyo para minimizar el futuro incremento del saldo de dudosos. Por el momento, destaca el aumento de los saldos en vigilancia especial, +28% en 4T20/3T20 de media sin Bankinter, y que representa el 7% de la cartera de crédito bruto.

### Visibilidad 2021 reducida pero con potenciales catalizadores.

En 2021 los bancos del Ibex acumulan una revalorización media del +13%, +10% si incluimos a Liberbank que cae un 6%. Aunque la visibilidad del sector sigue siendo reducida en cuanto a la evolución del margen de intereses (menor contribución de la cartera de renta fija, reprecación de la cartera de crédito, incertidumbre sobre evolución del crédito) consideramos que existen factores que a medio plazo deberían ser positivos (recuperación económica, menor presión por el lado de las provisiones, crecimiento de las comisiones netas, recuperación de TIRes, evolución de la demanda de crédito apoyada por fondos europeos, recuperación de las políticas de dividendos) y es lo que consideramos que el mercado está descontando en parte en las cotizaciones. Mantenemos una visión positiva en BBVA y Liberbank, y más prudente en Sabadell que creemos se mueve al hilo de posibles operaciones de M&A.

Evolución cotización	1 mes	2021
Santander	7%	15%
BBVA	12%	13%
Bankia	3%	9%
Liberbank	1%	-6%
Caixabank	4%	10%
Sabadell	4%	12%
Bankinter	8%	17%
IBEX 35	0%	2%
Eurostoxx Banks	7%	11%

2021e	Margen Bruto	Var % i.a.	Beneficio neto	Var % i.a.	P/VCT	ROTE	Precio Objetivo	Potencial	Recomendación
Santander	44.350	-1%	5.882	n.r	0,4x	5%	En Revisión	--	En Revisión
BBVA	19.461	-15%	3.523	n.r	0,6x	7%	4,61	2%	Mantener
Caixabank	8.319	1%	1.232	-9%	0,6x	5%	2,08	-10%	Mantener
Bankia	3.043	-1%	218	7%	0,5x	2%	1,42	-10%	Mantener
Sabadell	4.702	-8%	256	95%	0,2x	2%	0,40	2%	Mantener
Bankinter	1.815	6%	364	109%	1,0x	8%	4,86	-6%	Mantener
Liberbank	667	-5%	72	77%	0,2x	3%	0,30	24%	Sobreponderar

\* Mln de euros

\*\* Fuente: R4e

## SECTOR FINANCIERO. BALANCE RESULTADOS 2020.

### Descenso de los ingresos “core” y menores ROF compensados parcialmente con la caída de los costes de explotación.

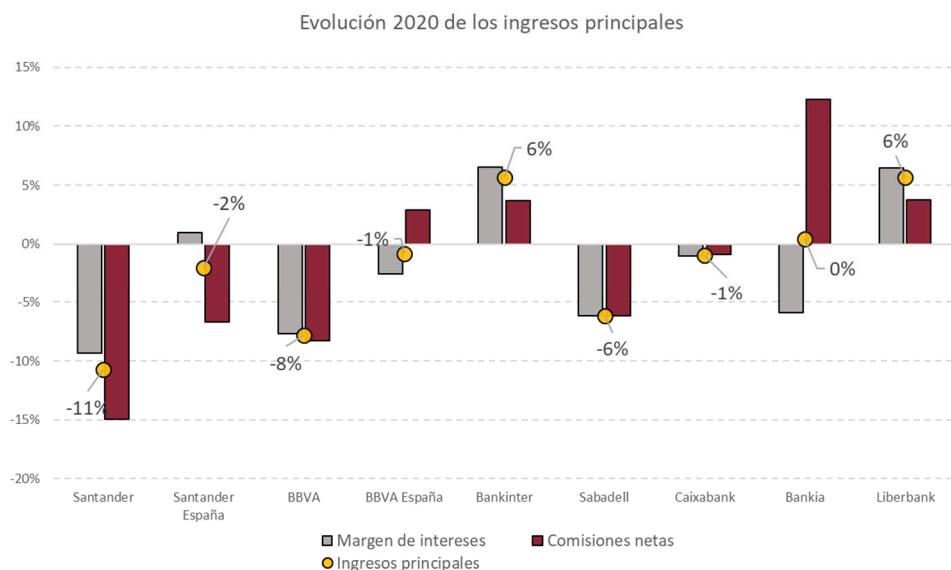
En 2020 hemos asistido a una corrección del Euribor sin precedentes, - 25 pbs desde dic-19 que le llevó a cerrar en niveles de -0,499% frente a una media en 2020 en -0,30% (vs mínimo histórico en -0,515% marcados el 2 de febrero de 2021). A este comportamiento, se ha unido una nueva reducción de TIRes 10 años España -42 pbs en 2020, que han contribuido a una caída del rendimiento de la cartera de renta fija.

Dos efectos negativos para el margen de intereses, a lo que se ha sumado la menor contribución como consecuencia de la venta de carteras de renta fija, más significativo en Sabadell y Bankia. Estos efectos se han podido compensar en parte por la contribución de la TLTRO III y el crecimiento de los volúmenes, +5% i.a de media.

De este modo hemos podido ver un margen de intereses cayendo -8% i.a en el año de media de las entidades del Ibex + Liberbank (-2% i.a. solo negocio en España), con un comportamiento dispar por entidades. Desde un Bankia -6% i.a. y Sabadell ex - TSB -5% i.a., al crecimiento del +6% de Bankinter y Liberbank.

Por lo que respecta a las comisiones netas, la evolución ha sido muy diferente por entidades, si bien los bancos del Ibex+ Liberbank y sin tener en cuenta el negocio internacional registran de media un descenso del -2% i.a. en 2020.

Esta evolución de los ingresos recurrentes se ha conseguido compensar en parte con la caída vista en los gastos de explotación, -8% de media de los bancos del Ibex + Liberbank (-4% i.a sin negocio internacional). Lo que ha llevado a minimizar las caídas de los ingresos “core” (margen de intereses + comisiones netas – gastos de explotación) como puede verse en el gráfico siguiente:

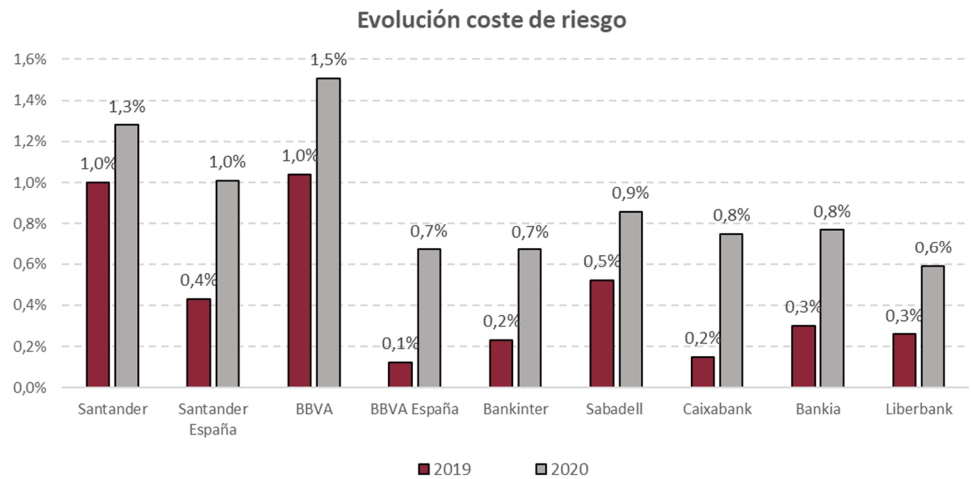


Fuente: Compañías.

En cuanto a la evolución prevista para 2021, esperamos un margen de intereses plano o cayendo ligeramente y supeditado a la evolución del crédito, en este sentido consideramos que en la medida en que vaya avanzando el año y puedan ser capaces de demostrar cierta estabilidad de los volúmenes, es un elemento que debería actuar de catalizador.

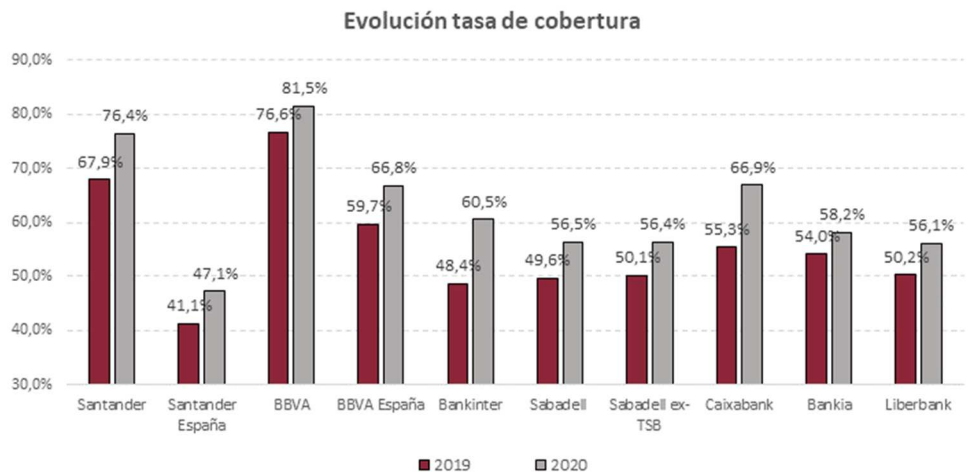
**2020 caracterizado por provisiones extraordinarias, con la incertidumbre para 2021.**

El foco en 2020 ha estado en la evolución de la dotación a provisiones, que ha aumentado significativamente y ha llevado al coste de riesgo a situarse de media en 2020 de las entidades del Ibex + Liberbank en el 0,92% (vs 0,5% en 2019 y 0,76% si sólo tomamos el negocio en España de BBVA y Santander). Esto supone un incremento medio vs 2019 de +42 pbs, +47 pbs si sólo incluimos el negocio en España de BBVA y Santander:



Fuente: Compañías.

De este modo, lo que se ha visto en 2020 es un aumento de las coberturas de los dudosos (de media +8 pp vs 2019), situándose la cobertura media en 2020 en el 64% (59% si tomamos únicamente el negocio en España). Lo más significativo es el nivel de cobertura de Santander España, 47% a dic-20 muy por debajo de la media como puede verse en el gráfico siguiente:



Fuente: Compañías.

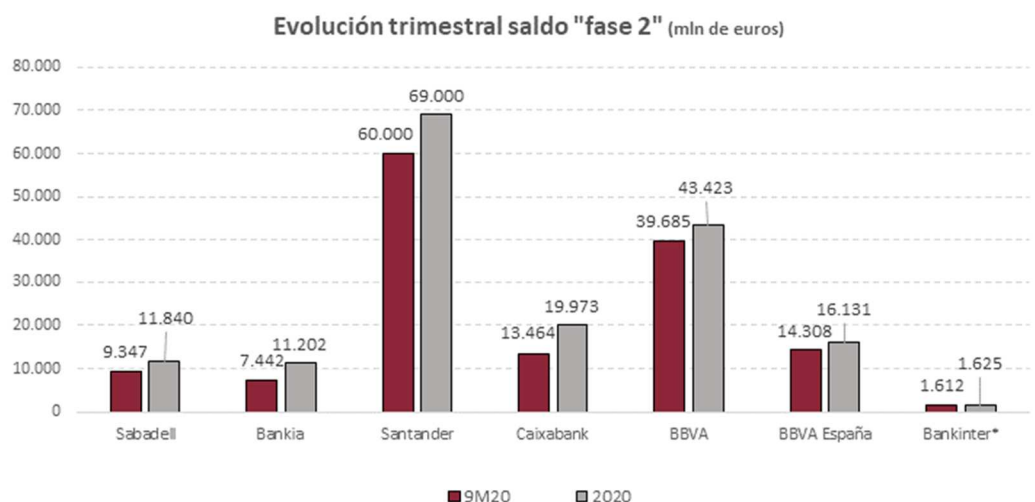
Un aumento de las coberturas que no ha ido acompañado de un incremento de la tasa morosidad. De hecho, la tendencia del ratio de morosidad ha continuado a la baja, habiendo cedido de media -20 pbs vs 2019 (-34 pbs si sólo tomamos negocio en España).

**El mensaje dado por las entidades en cuanto a la evolución prevista para el coste de riesgo en 2021 es de descenso vs 2020, sin embargo continuará estando claramente por encima de los niveles de 2019.**

Hay que destacar que **el aumento de las provisiones** y por tanto de las coberturas **ha tenido como objetivo anticiparse al incremento de morosidad que está previsto se produzca de manera más intensa en 2021-2022**. Si bien, la aprobación de las nuevas moratorias de hasta 9 meses y la posibilidad de que se desarrolle algún programa de ayuda a Pymes consideramos que contribuirá a que el aumento de la morosidad se produzca más en 4T21 -1S22.

Este efecto consideramos que es positivo ya que permite ganar tiempo para que comience a reflejarse una recuperación económica en el tejido empresarial al hilo del programa de vacunación y la eliminación de las restricciones en la medida en que se vaya consiguiendo la “inmunidad de grupo”. De este modo, se podría minimizar el potencial incremento del saldo de dudosos, y por tanto las necesidades de provisiones adicionales en caso de que las hubiese.

La realidad es que **las entidades en el 4T20 han llevado a cabo una reclasificación de parte de sus créditos concedidos a “fase 2”**, es decir, han pasado créditos al corriente de pago a créditos en vigilancia especial (paso previo a convertirse en dudosos) lo que ha supuesto un incremento trimestral significativo de esta partida, destacando Caixabank y Bankia (+48% y +51% respectivamente), como puede verse en el gráfico siguiente:



\* Bankinter. Comparativa anual 2019/2020  
Fuente: Compañías.

Estos saldos tienen una cobertura media del 5,6% lo que contrasta con la media del 44,7% del saldo de “fase 3”.

Si hacemos un ejercicio estresado, y asumimos que el incremento visto en el 4T20 del saldo de “fase 2” pasase a dudoso, supondría una necesidad de provisiones adicionales superiores a 10.000 mln de euros para mantener la cobertura del saldo de “fase 3”. Unas dotaciones que de media representan el 73% del total de provisiones realizadas en 2020 (y que incluyen las provisiones extraordinarias) y por tanto permite dar visibilidad a una guía de coste de riesgo inferior a la de 2020.

No obstante, insistimos en que se trata de un ejercicio estresado, dado que no todo el saldo de “fase 2” pasa finalmente a clasificarse como dudoso. Si asumimos como algo normalizado

## **POTENCIALES CATALIZADORES A MEDIO PLAZO PERO EN UN CONTEXTO DE VOLATILIDAD.**

En lo que llevamos de 2021 los bancos del Ibex acumulan una revalorización media del +10%, con mejor comportamiento de Bankinter +17% y Santander +15%. Por el contrario, Liberbank registra un descenso del 6% i.a.

**El sector financiero continúa enfrentándose a un entorno de luces y sombras, dependientes de la recuperación económica y en un contexto de tipos bajos persistentes.** Consideramos que una de las claves del sector en 2021 será la evolución del crédito, en ausencia de un nuevo programa ICO, cierto retraso en la recuperación económica como consecuencia de la tercera ola, así como una menor demanda derivada de una anticipación de la misma durante 2020 aprovechando los créditos avalados.

**Consideramos que 2021 podría ser un año de menos a más.** Con unos niveles de capital cumpliendo guías y con un margen entre 200 – 300 pbs vs requerimientos, **no creemos que deba ser un elemento de preocupación**, a lo que habría que sumar las posibles ventas de activos no estratégicos que permitan aportar de forma positiva al capital, más allá de la generación orgánica, y que supondría dar continuidad a la tendencia vista en 2019-20.

**Otro de los catalizadores** que seguimos identificando **es la recuperación de la política de dividendos.** Por el momento, la limitación del BCE de permitir el reparto de dividendos supeditado al menor importe entre un pay – out del 15% o 20 pbs de consumo de capital, se extiende hasta finales de septiembre. En este sentido y en un entorno de recuperación económica no vemos razones que deban llevar al BCE a extender más tiempo la limitación actual. Todos los bancos han manifestado su intención de volver a las políticas de dividendos previa a las prohibiciones del BCE.

**En cuanto a valores seguimos positivos en BBVA**, apoyado por las menores dotaciones a provisiones esperadas para 2021 vs 2020, junto con el control de costes, la elevada cobertura de dudosos y una posición de capital sólida (sin tener en cuenta el impacto esperado por la venta del negocio de Estados Unidos). El banco se ha marcado como objetivo mantener un ratio CET 1 “fully loaded” entre el 11,5% - 12% (vs 12% 2021 R4e). Atractiva remuneración al accionista: recompra de acciones anunciada del 10% de capital (a realizar una vez la venta del negocio de Estados Unidos se cierre) y el compromiso de retomar el pago de dividendo con un pay out entre el 35% - 40% en efectivo una vez el BCE levante las limitaciones actuales (RPD 2021 R4e 5,3%). La estrategia del banco se centrará en el crecimiento orgánico e inorgánico, si bien consideramos que una operación corporativa daría oportunidad al banco para reducir más los costes, principalmente en España.

**Sin embargo, y a pesar de la visión positiva sobre el valor, su buen comportamiento en bolsa (+10% en 2021) ha dejado escaso recorrido a la cotización vs precio objetivo R4 de 4,61 eur/acc. Por ello, reducimos la recomendación de Sobreponderar a Mantener.**

En cuanto a **Liberbank**, **hemos revisado las cifras** teniendo en cuenta la guía proporcionada por la entidad. **El margen de intereses lo hemos reducido vs provisiones de nov-20 en un 3% hasta 499 mln de euros**, mientras que para las comisiones netas hemos mejorado la estimación en un +4% vs nov-20, lo que nos lleva a un crecimiento de las comisiones netas recurrentes del +6%, en línea con la guía de la entidad. El beneficio neto se sitúa en 72 mln de euros (vs 110 mln de euros nov-20 R4e) y nos lleva a un precio objetivo de 0,22 eur/acc (-8% vs precio de cierre de ayer). Sin embargo, **tomando en cuenta parte de los ahorros de costes previstos en su fusión con Unicaja el precio objetivo se sitúa en 0,3 eur/acc lo que supone un potencial de revalorización del +24%. Consideramos que el mercado no recoge el acuerdo de fusión con Unicaja y que en la medida en que se vaya avanzando en el proceso la cotización debería ir cerrando el gap vs resto de bancos.** Asimismo, la entidad cuenta con una situación de capital sólida por encima de comparables y un perfil de riesgo moderado que creemos el mercado tampoco recoge. **Cambiamos nuestra recomendación a Sobreponderar desde Mantener.**

## Principales comparables.

Compañía	Acciones (mln)	Precio por acción	Capitalización (mln)	Recomendación Consenso	Precio Objetivo Consenso *	Potencial Revalorización	RPD 21e
Banco Santander *	17.341	2,9	50.461	Mantener	2,2	-24,1%	5,3%
BBVA *	6.668	4,6	30.446	Mantener	4,6	1,0%	4,7%
Credit Agricole SA	2.917	11,1	32.361	Sobreponderar	12,1	9,1%	4,9%
BNP Paribas SA Class A	1.250	47,6	59.428	Sobreponderar	55,0	15,7%	5,7%
Deutsche Bank AG	2.067	9,2	18.967	Infraponderar	8,2	-10,9%	0,5%
Intesa Sanpaolo S.p.A.	19.430	2,1	41.144	Sobreponderar	2,4	13,3%	6,3%
Societe Generale S.A. Class A	853	18,9	16.146	Mantener	20,0	5,7%	4,4%
UniCredit S.p.A.	2.237	8,5	18.990	Mantener	9,5	12,5%	4,4%
ING Groep NV	3.901	8,9	34.685	Sobreponderar	10,0	12,5%	5,6%
<b>PROMEDIO</b>						<b>3,9%</b>	<b>4,6%</b>

Fuente: FactSet. \* Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	PER 20e	PER 21e	Cto. BPA 19-21e	PEG 20e	PEG 21e	ROE 21e	P/VC 21e
Banco Santander *	-5,8x	8,6x	-17,3%	0,3x	n.r.	-7,3%	0,4x
BBVA *	23,0x	8,5x	0,2%	147,3x	54,6x	6,3%	0,5x
Credit Agricole SA	9,3x	10,4x	-22,5%	n.r.	n.r.	5,3%	0,5x
BNP Paribas SA Class A	9,3x	8,9x	-14,1%	n.r.	n.r.	6,3%	0,6x
Deutsche Bank AG	133,3x	20,8x	n.r.	n.r.	n.r.	1,7%	0,4x
Intesa Sanpaolo S.p.A.	12,4x	11,7x	-25,0%	n.r.	n.r.	5,8%	0,7x
Societe Generale S.A. Class A	19,5x	11,6x	-60,1%	n.r.	n.r.	2,6%	0,3x
UniCredit S.p.A.	20,4x	9,5x	-38,3%	n.r.	n.r.	3,6%	0,3x
ING Groep NV	12,0x	9,4x	-22,8%	n.r.	n.r.	6,5%	0,6x
<b>PROMEDIO</b>	<b>25,9x</b>	<b>11,0x</b>	<b>-25%</b>	<b>73,8x</b>	<b>54,6x</b>	<b>3%</b>	<b>0,5x</b>

Fuente: FactSet. \* Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2021	1 año
Banco Santander, S.A.	4,1%	2,6%	7,0%	27,3%	14,7%	-22,6%
BBVA	3,8%	3,9%	11,7%	43,9%	13,2%	-12,9%
Credit Agricole SA	2,0%	8,6%	9,0%	28,6%	7,5%	-17,8%
BNP Paribas SA Class A	2,3%	5,4%	7,0%	19,1%	10,3%	-11,4%
Deutsche Bank AG	2,2%	4,6%	-4,7%	2,0%	2,5%	-9,9%
Intesa Sanpaolo S.p.A.	1,0%	1,8%	11,3%	16,5%	10,7%	-15,6%
Societe Generale S.A. Class A	6,5%	5,7%	9,1%	21,1%	11,2%	-40,4%
UniCredit S.p.A.	1,1%	-2,5%	10,2%	4,6%	11,0%	-38,9%
ING Groep NV	6,5%	13,6%	13,3%	19,9%	16,4%	-17,0%
<b>IBEX 35</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>5,4%</b>	<b>1,6%</b>	<b>-17,6%</b>

Compañía	Acciones (mln)	Precio por acción	Capitalización (mln eur)	Recomendación R4	Precio Objetivo R4	Potencial Revalorización	RPD 21e
Bankia, S.A.	3.070	1,5	4.831	Mantener	1,42	-7,3%	2,3%
Liberbank SA	2.979	0,2	706	Sobreponderar	0,30	29,3%	3,1%
CaixaBank SA	5.981	2,3	13.805	Mantener	2,08	-7,7%	3,6%
Banco de Sabadell SA	5.627	0,4	2.237	Mantener	0,40	4,0%	4,6%
Bankinter SA	899	5,0	4.645	Mantener	4,86	-2,9%	4,0%
<b>PROMEDIO</b>						<b>3,1%</b>	<b>3,5%</b>

Fuente: FactSet y estimaciones R4.

Compañía	PER 20e	PER 21e	Cto. BPA 19-21e	PEG 20e	PEG 21e	ROE 21e	P/VC 21e
Bankia, S.A.	23,7x	22,1x	57,5%	0,4x	0,4x	1,7%	0,4x
Liberbank SA	17,3x	9,8x	-19,3%	n.r.	n.r.	2,4%	0,2x
CaixaBank SA	10,2x	11,2x	-15,0%	n.r.	n.r.	4,5%	0,6x
Banco de Sabadell SA	17,0x	8,7x	-42,2%	n.r.	n.r.	1,9%	0,2x
Bankinter SA	26,0x	12,5x	-40,7%	n.r.	n.r.	8,0%	0,9x
<b>PROMEDIO</b>	<b>18,8x</b>	<b>12,9x</b>	<b>-11,9%</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>3,7%</b>	<b>0,5x</b>

Fuente: FactSet y estimaciones R4.

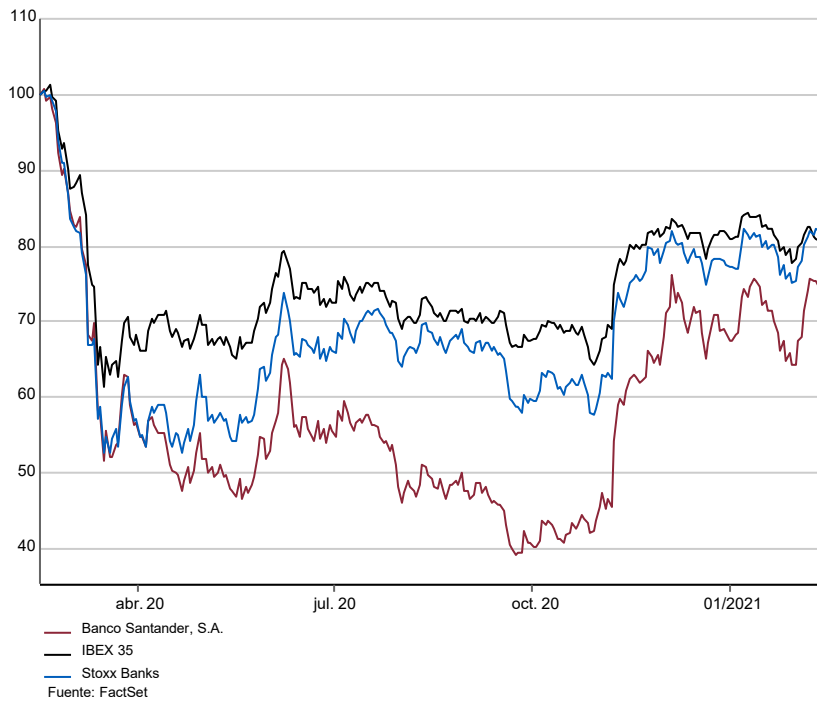
Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2021	1 año
Bankia, S.A.	2,7%	2,8%	3,1%	13,3%	8,6%	-6,6%
Liberbank SA	2,2%	0,4%	0,6%	-11,7%	-6,0%	-24,8%
CaixaBank SA	2,4%	3,3%	3,8%	12,9%	9,9%	-17,8%
Banco de Sabadell SA	3,4%	1,9%	4,2%	18,2%	12,3%	-53,4%
Bankinter SA	3,2%	2,1%	8,1%	26,2%	16,8%	-17,5%
<b>IBEX 35</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>5,4%</b>	<b>1,6%</b>	<b>-17,6%</b>

**SANTANDER**

**Evolución cotización últimos 12 meses**



**Evolución cotización relativa Ibex.**



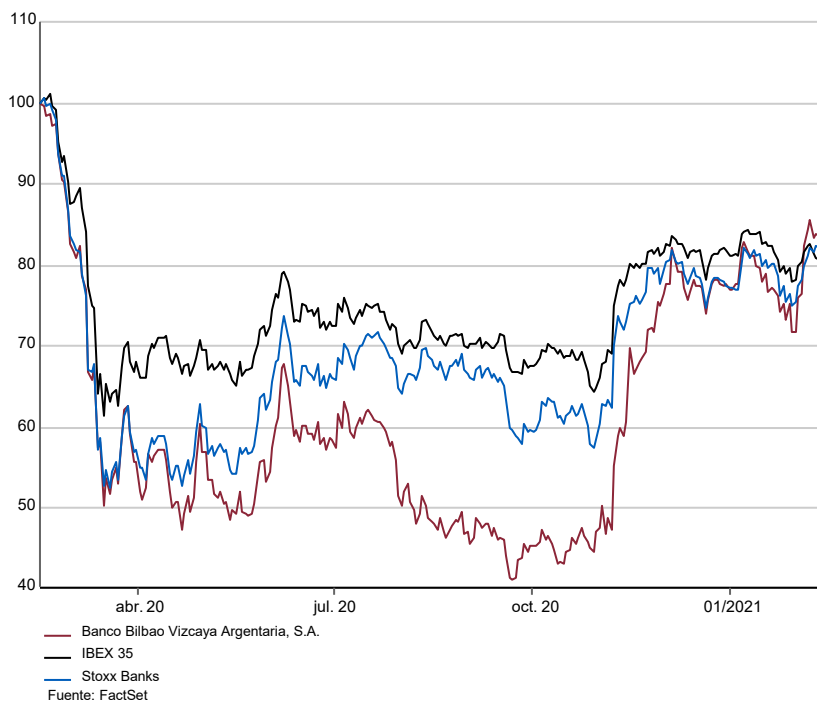


**BBVA**

**Evolución cotización últimos 12 meses**



**Evolución cotización relativa Ibex.**

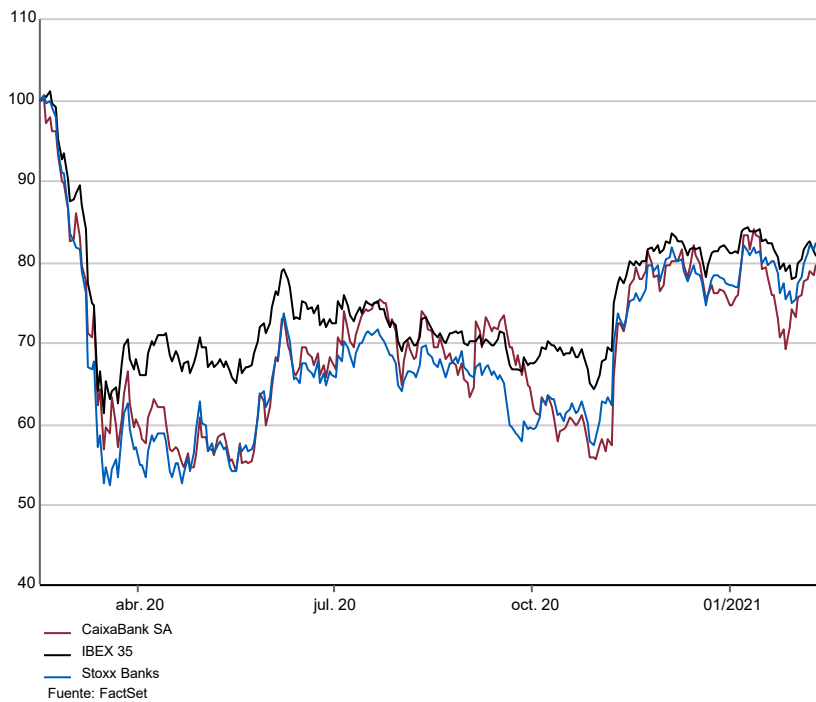


**CAIXABANK**

**Evolución cotización últimos 12 meses**



**Evolución cotización relativa Ibex.**

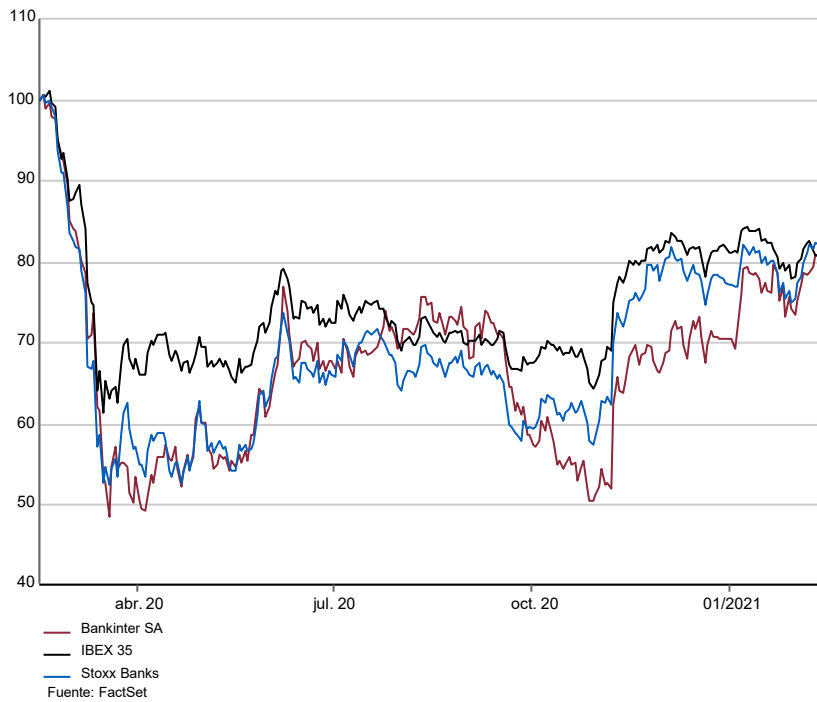


**BANKINTER**

**Evolución cotización últimos 12 meses**



**Evolución cotización relativa Ibox.**

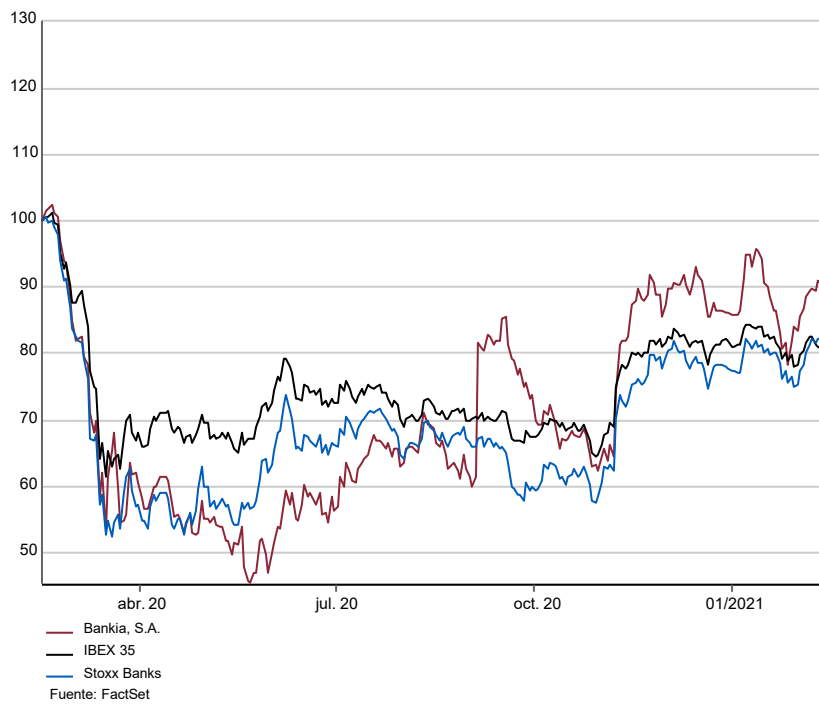


**BANKIA**

**Evolución cotización últimos 12 meses**



**Evolución cotización relativa Ibex.**

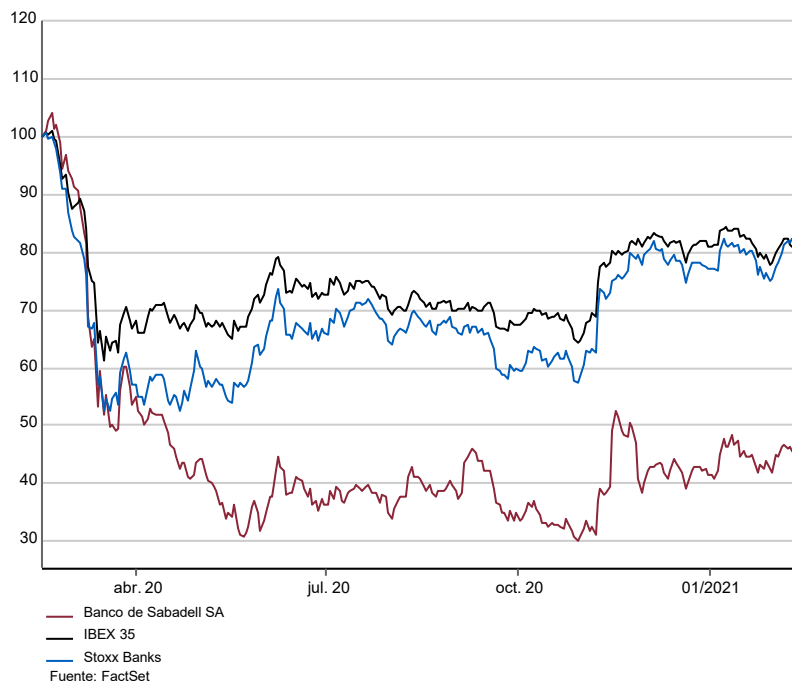


**SABADELL**

**Evolución cotización últimos 12 meses**



**Evolución cotización relativa Ibox.**

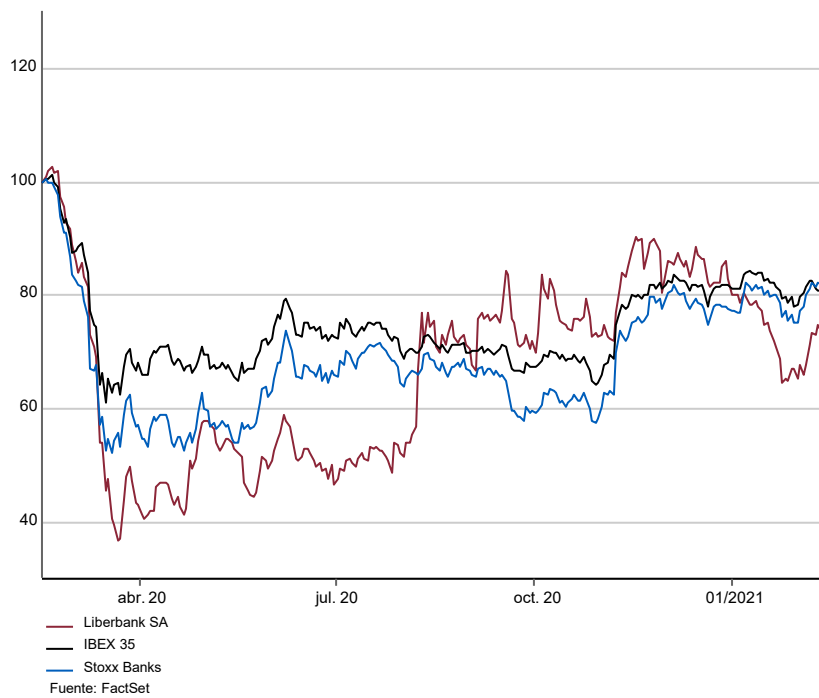


**LIBERBANK**

**Evolución cotización últimos 12 meses**



**Evolución cotización relativa Ibox.**



## 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 ILCs 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, Inmobiliaria Colonial, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado); asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios e inversión con Grupo Ezentis, S.A., asesoramiento a accionista significativo en Mediaset España y cobertura de Análisis en Clínica Baviera y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

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.

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

Departamento de Análisis

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: 55% Sobreponderar, 35% Mantener y 10% Infraponderar.