

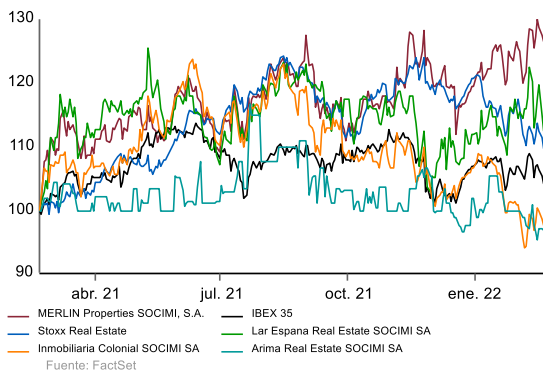
# SOCIMIS

22 de febrero de 2022

## SOCIMIS previo 2021: el retorno.

### Analista financiero

Javier Díaz Izquierdo



### Resultados 2021...

Durante la última semana de febrero, las principales SOCIMIS españolas presentarán sus resultados correspondientes a 4T21 y cierre del ejercicio 2021.

### ...superando un año de transición e incertidumbres...

2021 se perfilaba como un año de transición para las principales SOCIMIS, con el avance de la campaña de vacunación en paralelo a la relajación o aumento de restricciones en función de la situación sanitaria. Con ello, la persistencia del teletrabajo y el auge del comercio electrónico han continuado tiñendo de incertidumbre los sectores de oficinas y retail, mientras que logístico vive su particular frenesí con niveles de contratación e inversión récord. Sin embargo, la positiva evolución sanitaria (de la mano de las vacunas), la reactivación económica y la reducción del desempleo, han marcado especialmente en 2S21, el retorno al trabajo presencial y la recuperación de afluencias en comercios físicos.

### ...estimamos tengan un impacto neutro...

Con todo ello, y en línea con lo registrado a 9M21, durante el ejercicio el sector no ha vivido especiales sobresaltos operativos, con ocupaciones bastante estables en términos generales en prácticamente todos los sectores (ligera caída en oficinas) y rentas que, salvo en retail, permanecen planas o con ligero aumento. De este modo, y al margen de cierta mejora en términos de generación de caja por el fin de las bonificaciones relacionadas con la pandemia (especialmente en retail y menor medida en oficinas), no esperamos impacto significativo de los resultados.

### ...si bien siendo optimistas con las valoraciones...

Uno de los focos de atención en la presentación de resultados anuales será la actualización del valor de los activos. En este sentido, y de acuerdo con los datos publicados por JLL (una de las principales consultoras inmobiliarias a nivel mundial) en cuanto a la evolución de yields durante 2021, podríamos asistir a una ligera revisión al alza del valor de las carteras de activos de las Compañías, en especial aquellas con exposición a logístico (-0,70 p.p. de compresión de yields en 2021) y en menor medida oficinas (ligera compresión de yields de -0,10 p.p. vs 2020).

### ...que continúan mostrando un interesante descuento.

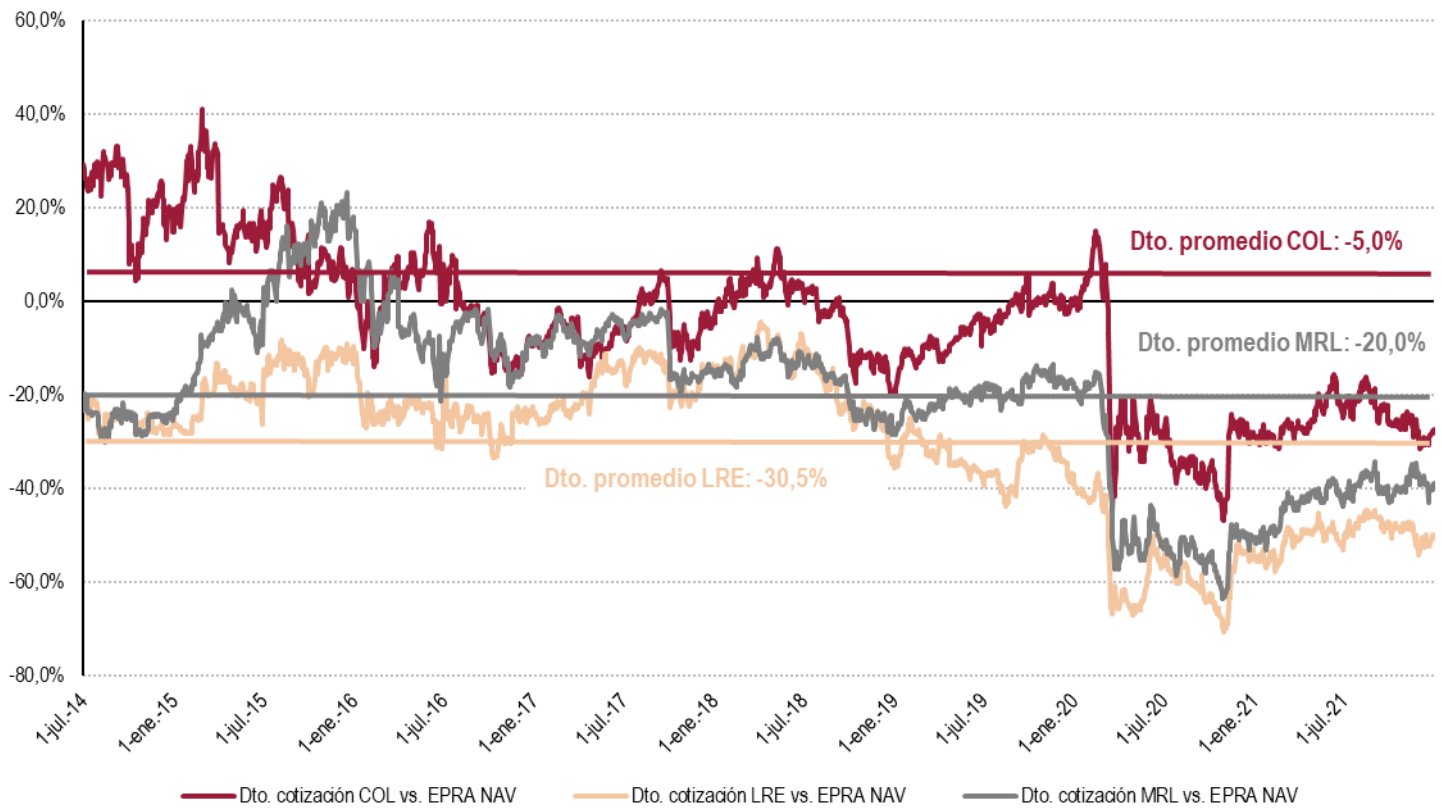
Las cotizaciones de las SOCIMIS han avanzado en 2021 un +10,6% vs cierre de 2020 en el caso de Árima, +2,8% Colonial, +9,6% Lar España y +23,0% MERLIN Properties. A pesar de ello, todas ellas continúan cotizando con descuentos atractivos frente a su última valoración (-21,8% Árima, -33,6% Colonial, -50,0% Lar y -35,4% MERLIN), así como frente a sus descuentos históricos.

Rentabilidad	2021	YTD
Arima	10,6%	-5,0%
Colonial	2,8%	-8,5%
Lar España	9,6%	0,4%
MERLIN	23,0%	5,9%
IBEX 35	7,9%	-2,6%
STOXX Europe Real Estate	14,8%	-7,8%

Compañía	Rentas 2021 R4e	Var. % vs 2020	EBITDA rec.	Var. % vs 2020	DTO. s/NAV	LTV	P.O.	Recomendación
Arima	5,5	-9,6%	-0,1	n.a.	-21,8%	-3,0%	12,5	Sobreponderar
Colonial	316,1	-7,0%	245,4	-9,4%	-33,6%	36,6%	10,0	Sobreponderar
Lar España	79,1	-15,2%	50,2	-28,0%	-50,0%	41,0%	7,4	Sobreponderar
MERLIN	500,8	-0,5%	364,5	-1,3%	-35,4%	41,2%	12,6	Sobreponderar

- ▶ Durante la última semana de febrero, **las principales SOCIMIS españolas presentarán sus resultados** correspondientes a 4T21 y cierre del ejercicio 2021.
- ▶ Tras el **shock operativo y en cotizaciones** que supuso el Covid-19 en **2020, 2021** se perfilaba como un **año de transición** para las principales **SOCIMIS**. A pesar del avance de la campaña de vacunación, la relajación o aumento de restricciones en función de la situación sanitaria ha mantenido durante gran parte del año la persistencia del **teletrabajo** y el auge del **comercio electrónico**. De este modo, ha permanecido presente cierta incertidumbre en los sectores de oficinas y *retail*, mientras que **logístico** ha vivido su particular frenesí, con **niveles de contratación e inversión récord**. Sin embargo, la **positiva evolución sanitaria** (de la mano de las vacunas), la **reactivación económica** y la **reducción del desempleo**, han marcado especialmente en **2S21**, el **retorno al trabajo presencial** y la **recuperación de afluencias en comercios físicos**.
- ▶ Bajo este contexto de recuperación, en **2021** se ha **reactivado la inversión en el sector**. En **oficinas**, la actividad inversora aceleró su ritmo con un crecimiento anual del +45% vs 2020 y 2.500 mln eur de inversión. En **retail** la inversión acumulada en 2021 se situó cerca de los 1.000 mln eur, con Lar España y MERLIN Properties realizando desinversiones de sus respectivas carteras de supermercados (por encima de GAV ambas operaciones). Por su parte, La inversión en **logístico** rondó los 2.350 mln eur, incrementándose un +65% vs 2020 y registrando un nuevo máximo histórico.
- ▶ De este modo, la fuerte inversión en **logístico** ha supuesto una **compresión de yields** de -0,70 p.p. vs 2020, llegando a registrarse operaciones al 3,80%. En este sentido, y de acuerdo con los datos de JLL, la compresión de las rentabilidades y el soporte de las rentas *prime* han impulsado al alza los valores de mercado un +28% en Madrid y un +22% en Barcelona vs 2020. Por su parte, en **oficinas**, tanto rentas *prime* como *yields*, habrían recuperado en 2021 los niveles pre pandemia tanto en Madrid como Barcelona (ligera compresión de -0,10 p.p. de las *yields* hasta el 3,25% en Madrid y el 3,5% en Barcelona. Por último, las rentabilidades *prime* de los activos **retail** se han mantenido estables a lo largo del año 2021.
- ▶ Recordemos que uno de los **focos de atención** en la presentación de resultados anuales será la actualización del **valor de los activos**. En este sentido, y de acuerdo con lo expuesto en el punto anterior, **podríamos asistir a una ligera revisión al alza del valor de las carteras de activos de las Compañías**, en **especial** aquellas con **exposición a logístico** (Árima y especialmente MERLIN Properties).
- ▶ Las **cotizaciones** de las **SOCIMIS** han **avanzado** en **2021** un **+10,6%** vs cierre de 2020 en el caso de **Árima, +2,8% Colonial, +9,6% Lar España** y **+23,0% MERLIN Properties**. A pesar de ello, **todas ellas continúan cotizando con descuentos atractivos** frente a su última valoración (-21,8% Árima, -33,6% Colonial, -50,0% Lar y -35,4% MERLIN), así como frente a sus descuentos históricos.

**Descuento en cotización vs. EPRA NAV de las principales SOCIMI españolas (promedio histórico desde 2S14 a cierre 2021).**



Fuente: Factset, Inmobiliaria Colonial, Merlin Properties, Lar España y Renta 4 Análisis.

## Árma previo 2021: poniendo a punto la cartera.


Árma presentará sus **resultados** correspondientes a **4T21/2021** el próximo jueves 24 de febrero tras el cierre de mercado (sin conferencia posterior).

Desde el punto de vista **cuantitativo no esperamos sorpresas**, en tanto que **5 de los 9 activos** gestionados por la Compañía se encuentran en fase de **reforma**. Del mismo modo, y teniendo en cuenta las características de los activos de la Compañía (nave logística 100% ocupada por Eroski y oficinas sin exposición directa a retail), estimamos que Árma continúe **sin registrar contingencias** en los inmuebles operativos y mantenga la **tasa de cobro de rentas** en el **100%**.

Quedaremos pendientes de confirmar que el ritmo de **ejecución de las obras continúa sin sufrir cambios**, confirmando el calendario de entrega de proyectos y entrada en operación de los distintos activos.

Por su parte, estaremos atentos a **posibles avances** en cuanto a **adquisiciones** dada la **posición de liquidez de la compañía** (caja neta de 9 mln eur 2021e).

Reiteramos recomendación de **Sobreponderar** y **P.O. de 12,50 eur/acción**.

	Sobreponderar		
(mln de euros)	2020	2021 R4e	Var % R4e
<b>Ingresos brutos totales (GRI)</b>	6,1	5,5	-9,6%
<b>EBITDA ajustado</b>	-1,3	-0,1	-95,8%
Margen EBITDA	-21,3%	-1,0%	20,3%
<b>EBIT</b>	-1,3	-0,1	-95,8%
Margen EBIT	-21,3%	-1,0%	20,3%
<b>Beneficio neto recurrente</b>	-2,4	-1,4	-42,7%

- Atentos a: **1)** comunicación de **nuevas inversiones**; **2)** evolución de **pre-alquileres** y ocupación, y; **3)** **EPRA NAV/NTA 2021**.

## Colonial previo 2021: superando su año de transición.

Colonial presentará sus **resultados** correspondientes a 4T21/2021 el próximo **lunes 28 de febrero tras el cierre de mercado** (Conference Call el mismo día a las 18:30h CET, que podrá seguirse a través de su web: <https://www.inmocolonial.com/>).

Esperamos que la Compañía cierre el ejercicio **2021 con una caída de rentas brutas y EBITDA del entorno del -10% vs 2020 en línea con lo registrado a lo largo de los trimestres anteriores**, y fruto de las **variaciones en el perímetro de consolidación** tras las **desinversiones** realizadas en 2020. En este sentido, reiteramos la idea de que **2021 ha sido un año de transición para Colonial**, en el que aprovechando el entorno operativo (con más teletrabajo hasta el 4T21, ligero incremento de desocupación y rentas like for like planas), la Compañía ha **consolidado el posicionamiento de su cartera** (desinviertiendo activos no estratégicos y adquiriendo los minoritarios de SFL), ha **iniciado un programa de reformas** (que complementa los proyectos en curso) y refinanciado la deuda (reduciendo el coste financiero medio por debajo del 1,5%).

Con todo ello, Colonial superará este año de transición con unos resultados no especialmente boyantes, cuyo impacto en cotización consideramos será limitado, y en los que un sesgo positivo podría venir por un ligero aumento en el valor de los activos (dada la ligera compresión de yields de -0,10 p.p. en oficinas).

Con motivo de la publicación del previo de resultados, hemos **ajustado ligeramente a la baja nuestras estimaciones**, si bien reiteramos nuestra recomendación de **Sobreponderar con un nuevo P.O. de 10,0 eur/acción** (vs. 10,70 eur/acción anterior).

Colonial		Sobreponderar								
(mln de euros)	4T20	4T21 R4e	Var % R4e	4T21 consens	Var % consens	2020	2021 R4e	Var % R4e	2021 consens	Var % consens
Ingresos brutos totales (GRI)	80	82	2,6%	82	2,4%	340	316	-7,0%	316	-7,1%
EBITDA recurrente	60	63	5,2%	64	6,7%	271	245	-9,4%	247	-8,9%
Margen EBITDA	75,0%	76,9%	1,9%	78,1%	3,1%	79,7%	77,6%	-2,1%	78,2%	-1,5%
Beneficio neto atribuible	34	38	12,1%	n.a.	n.a.	62	252	306,6%	n.a.	n.a.
Margen neto	42,5%	46,4%	3,9%	n.a.	n.a.	18,2%	79,8%	61,5%	n.a.	n.a.
Beneficio neto recurrente	26	35	35,0%	n.a.	n.a.	138,0	72	-47,7%	n.a.	n.a.

\* Consenso Bloomberg a 16/02/2022

- ▶ Estimamos una evolución de las **rentas like for like similar** a la registrada a **9M21** (+1,0% en Madrid; Barcelona 0%; +1,0% en París), toda vez que prevemos **niveles de ocupación estables** (al margen de las desocupaciones producidas por las reformas). Por su parte, esperamos que las entregas de los edificios Diagonal 525 en Barcelona, Miguel Ángel 23 y Velázquez 88 en Madrid y Marceau 83 en París hayan realizado una pequeña contribución en los ingresos trimestrales. Con ello, prevemos unos ingresos totales de 82 mln eur en 4T21 (+2,6% vs 4T20), mejorando ligeramente el margen EBITDA hasta el 76,9% (vs 75% en 4T20).
- ▶ Por su parte, estimamos que los costes financieros continúen en niveles normalizados de aproximadamente 25 mln eur trimestrales, tras el aumento hasta 48 mln eur registrado en 2T21 con motivo de la refinanciación llevada a cabo. En este sentido, prevemos que la Compañía mantenga la ratio LTV en el entorno del 37%.
- ▶ Atentos a: **1) release spread** y **crecimiento de rentas like for like**; **2) niveles finales de ocupación**; **3) calendario de reformas** y entregas de proyectos, y; **4) EPRA NAV 2021**.

### Tabla de cambio de estimaciones

	2021e	2022e	2023e
Rentas brutas Anterior	320,9	349,2	394,6
<b>Rentas brutas Nuevo</b>	<b>316,1</b>	<b>340,0</b>	<b>373,1</b>
Var. %	-1,5	-2,6	-5,4
EBITDA Anterior	249,7	273,8	313,0
<b>EBITDA Nuevo</b>	<b>245,4</b>	<b>265,8</b>	<b>294,2</b>
Var. %	-1,7	-2,9	-6,0
Margen EBITDA Anterior (%)	77,8	78,4	79,3
<b>Margen EBITDA Nuevo (%)</b>	<b>77,6</b>	<b>78,2</b>	<b>78,8</b>
Var.(p.p.)	-0,2	-0,3	-0,5
Bº neto Anterior	127,3	152,5	183,6
<b>Bº neto Nuevo</b>	<b>107,1</b>	<b>141,8</b>	<b>167,5</b>
Var. %	-15,9	-7,0	-8,8
DPA Anterior	0,20	0,22	0,25
<b>DPA Nuevo</b>	<b>0,20</b>	<b>0,22</b>	<b>0,25</b>
Var. %	-0,2	-0,7	-0,5
Precio objetivo Anterior	10,7		
<b>Precio objetivo Nuevo</b>	<b>10,0</b>		
Var. %	-6,5		


## Lar España previo 2021: consolidando recuperación.

Lar España presentará sus **resultados** correspondientes a 4T21/2021 el próximo **lunes 28 de febrero** (Conference Call el mismo día a las 16:30h CET, que podrá seguirse a través de su web: <https://www.larespana.com/>).

Estimamos unos **resultados sin sorpresas** por el lado operativo, con un **nivel de rentas brutas** ya por encima de los **20 mln eur** en el trimestre, gracias a la **reapertura prácticamente total de los centros** y una **recuperación de afluencias** y ventas de los inquilinos **por encima del 90%**. Del mismo modo, preveemos una ocupación estable en el 95% apoyada en el programa de bonificaciones, que además asegura una elevada tasa de cobro (del 90% a cierre de 9M21).

Con todo ello, **no estimamos impacto significativo** de estos resultados, considerando que una positiva reacción en mercado sólo podría estar apoyada en la comunicación de un dividendo por encima de lo esperado (0,36 eur/acc. R4e), o bien por una revisión del EPRA NAV/NTA mejor de la que cabría esperar para activos retail.

Aprovechando la publicación del previo de resultados, hemos **ajustado ligeramente a la baja nuestras estimaciones** y actualizado nuestro modelo de valoración (DFC y ajuste por autocartera). Con ello, reiteramos nuestra recomendación de **Sobreponderar con un nuevo P.O. de 7,4 eur/acción** (vs.7,3 eur/acción anterior).

		<b>Sobreponderar</b>								
(mln de euros)	4T20	4T21 R4e	Var % R4e	4T21 consens	Var % consens	2020	2021 R4e	Var % R4e	2021 consens	Var % consens
Ingresos totales	22	21	-5,2%	20	-6,8%	93	79	-15,2%	79	-15,6%
EBITDA recurrente	16	15	-9,6%	12	-27,4%	70	50	-28,0%	47	-32,1%
Margen EBITDA	73,5%	70,1%	-3,4%	57,3%	-16,3%	74,7%	63,4%	-11,3%	60,0%	-14,7%
Beneficio neto	-36	8	n.a.	10	n.a.	-54	22	n.a.	24	n.a.
Margen neto	n.a.	37,9%	n.a.	48,8%	n.a.	n.a.	27,9%	n.a.	30,8%	n.a.
Beneficio neto rec.	8	8	-7,2%	10	-100,0%	47	30	-36,6%	24	-48,3%

\* Consenso Factset a 16/02/2022

- Atentos a: **1)** evolución de **rentas** y **ocupación** y **KPI relativos**; **2)** revisión de **EPRA NAV** a cierre de 2021, y; **3)** dividendo, recompra de acciones, liquidez y desinversiones.

### Tabla de cambio de estimaciones

	2021e	2022e	2023e
Rentas brutas Anterior	83,0	86,0	89,0
<b>Rentas brutas Nuevo</b>	<b>79,1</b>	<b>83,1</b>	<b>85,5</b>
<i>Var. %</i>	-4,6	-3,4	-4,0
EBITDA Anterior	63,0	65,0	67,0
<b>EBITDA Nuevo</b>	<b>50,2</b>	<b>61,2</b>	<b>62,9</b>
<i>Var. %</i>	-20,4	-5,8	-6,1
Margen EBITDA Anterior (%)	75,9	75,6	75,3
<b>Margen EBITDA Nuevo (%)</b>	<b>63,4</b>	<b>73,7</b>	<b>73,6</b>
<i>Var.(p.p.)</i>	-12,5	-1,9	-1,7
Bº neto Anterior	42,0	44,0	46,0
<b>Bº neto Nuevo</b>	<b>29,8</b>	<b>43,8</b>	<b>45,6</b>
<i>Var. %</i>	-29,1	-0,6	-0,9
DPA Anterior	0,38	0,40	0,42
<b>DPA Nuevo</b>	<b>0,36</b>	<b>0,42</b>	<b>0,44</b>
<i>Var. %</i>	-6,3	5,9	5,1
Precio objetivo Anterior	7,3		
<b>Precio objetivo Nuevo</b>	<b>7,4</b>		
<i>Var. %</i>	1,6		




## MERLIN Properties previo 2021: fin a las bonificaciones por Covid-19.

MERLIN Properties presentará sus **resultados** correspondientes a 4T21/2021 el próximo **miércoles 23 de febrero tras el cierre de mercado y celebrará conferencia con analistas el día 24 a las 15:00h CET** (que podrá seguirse a través de su web: <https://www.merlinproperties.com/>).

Esperamos unos **resultados trimestrales** que continúen con la **positiva tendencia** ya evidenciada en 3T21 y en la que destacaron la **mejora de rentas** intertrimestral, ligera reducción de la desocupación, **reducción de bonificaciones/incentivos** por Covid-19 (únicamente 4 mln eur en 3T21 vs aprox. 20 mln eur a 1S21) y, consecuentemente, una **clara mejora del FFO** (+12,5% vs FFO promedio en 1T21 y 2T21). Teniendo en cuenta la progresiva eliminación de restricciones, el avance de la campaña de vacunación y a pesar de la ola provocada por la variante ómicron a finales de año, **prevedemos** que la Compañía haya puesto prácticamente **fin en 2021 a las bonificaciones e incentivos derivadas del impacto de la pandemia** (especialmente en retail). Con ello, debemos prestar atención a la evolución de las tasas de ocupación en retail y tasa de esfuerzo de los inquilinos. En este sentido, a excepción de retail, no esperamos sorpresas en cuanto a la tasa de cobro de rentas, estimando que se sitúe en niveles prácticamente del 100% en oficinas, logístico y net leases).

Por último, destacar **dos aspectos** que **consideramos pueden impactar positivamente** con la publicación de resultados: **1) FFO por encima de la guía oficial** (0,56 eur/acc; vs 0,61 R4e), y; **2) la revisión al alza del valor de los activos** (GAV revisado al alza un +1% a 1S21; compresión de yields especialmente en logístico podría suponer un catalizador).

Reiteramos recomendación de **Sobreponderar** y **P.O. de 12,60 eur/acción**.

						<b>Sobreponderar</b>				
(mln de euros)	4T20	4T21 R4e	4T21 Consen	Var % R4e	Var % Consen	2020	2021 R4e	2021 Consen	Var % R4e	Var % Consen
<b>Rentas Brutas</b>	<b>122,5</b>	<b>125,3</b>	<b>129,0</b>	<b>2,3%</b>	<b>5,2%</b>	<b>503,4</b>	<b>500,8</b>	<b>504,4</b>	<b>-0,5%</b>	<b>0,2%</b>
Oficinas	57,3	58,5	n.a.	2,1%	n.a.	233,2	227,8	n.a.	-2,3%	n.a.
Net Leases	21,5	17,8	n.a.	-17,1%	n.a.	86,2	82,2	n.a.	-4,5%	n.a.
Centros comerciales	26,2	28,3	n.a.	8,1%	n.a.	114,4	113,6	n.a.	-0,7%	n.a.
Logística	15,2	17,4	n.a.	14,4%	n.a.	58,9	66,2	n.a.	12,4%	n.a.
Otros	2,4	3,3	n.a.	37,5%	n.a.	10,5	10,9	n.a.	3,7%	n.a.
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>84,2</b>	<b>96,9</b>	<b>105,5</b>	<b>15,1%</b>	<b>25,3%</b>	<b>369,4</b>	<b>364,5</b>	<b>373,0</b>	<b>-1,3%</b>	<b>1,0%</b>
Margen EBITDA	68,7%	77,3%	81,8%	8,6%	13,1%	73,4%	72,8%	74,0%	-0,6%	0,6%
<b>Beneficio neto recurrente</b>	<b>29,0</b>	<b>33,9</b>	<b>-37,3</b>	<b>16,6%</b>	<b>-228,6%</b>	<b>140,8</b>	<b>288,2</b>	<b>217,0</b>	<b>104,7%</b>	<b>54,1%</b>
Margen Neto	23,7%	27,0%	-28,9%	3,3%	-52,6%	28,0%	57,6%	43,0%	29,6%	15,1%
<b>NTA/acc.</b>	15,68	n.a.	15,60	n.a.	-0,5%	15,68	n.a.	15,60	n.a.	-0,5%
<b>FFO</b>	64,7	87,7	n.a.	35,5%	n.a.	262,4	289,6	270,3	10,4%	3,0%
<b>Deuda Neta</b>	5.268,0	5.394,4	5.546,0	2,4%	2,8%	5.268,0	5.394,4	5.546,0	2,4%	5,3%
LTV	41,1%	42,0%	41,2%	2,2%	-1,9%	41,1%	42,0%	41,2%	2,2%	0,2%

\*Consenso Compañía 22/02/2022

- Esperamos un **ligero aumento en rentas brutas** (+2,3% vs 4T20) derivado de una ligera mejora en la ocupación de oficinas y logístico (tras la renegociación de algunos contratos a lo largo del año) e incremento de las rentas pasantes en oficinas. Por su parte, esperamos que la práctica **finalización de incentivos** por el impacto de la pandemia tenga un positivo efecto en el apalancamiento operativo de la Compañía, impulsando EBITDA, Bº neto y FFO.

- ▶ Atentos a **1)** evolución rentas *like for like* y *release spreads*; **2)** niveles de ocupación y *zombificación* de inquilinos, y; **3)** guía de BPA/FFO y dividendo 2023e.

## 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 tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado), Clerhp Estructuras y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health y Almagro, y cobertura de Análisis en Deoleo 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: 69% Sobreponderar, 21% Mantener y 10% Infraponderar