

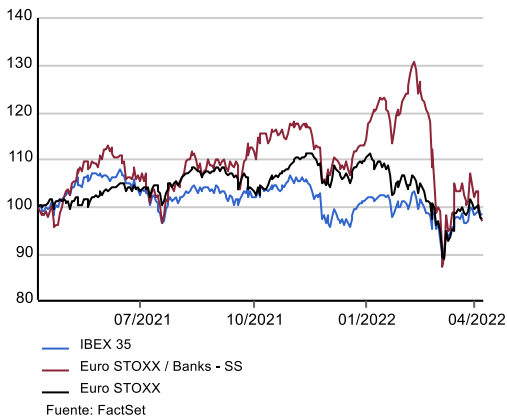
S. FINANCIERO

20 de abril de 2022

Previo 1T22. Pendientes de las guías de coste de riesgo.

Analista financiero

Nuria Álvarez Añibarro



Evolución cotización	1 mes	2022
Santander	1%	8%
BBVA	-4%	-3%
Caixabank	-5%	26%
Sabadell	0%	25%
Bankinter	0%	17%
IBEX 35	3%	0%
Stoxx Banks	-3%	-11%

Fuente: Factset

Resultados 1T22e. Suelo en margen de intereses.

En términos generales será un trimestre débil en margen de intereses por efecto calendario y en ausencia de reprecación del Euribor, con unos volúmenes que deberían mostrar crecimientos sin haber recogido aun una potencial ralentización en el ritmo de concesión del crédito en el contexto actual (en todo caso debería notarse en 2T22). Las comisiones netas serán las que mantengan un ritmo de crecimiento sólido, en algunos casos a doble dígito. Un buen comportamiento de los ingresos recurrentes que debería compensar en parte el alza esperado en costes de explotación, excepto en Sabadell y Caixabank por impacto de los procesos de eficiencia. Las provisiones estarán contenidas, en niveles más normalizados y en línea con las guías de coste de riesgo proporcionadas.

Capital. Menores plusvalías de la cartera de renta fija.

El repunte de TIRes que se ha producido en 1T22 supondrá una disminución de las plusvalías latentes procedentes de la cartera de renta fija. Una menor aportación al capital que se verá compensada con la generación orgánica, + 14 pbs de media R4e. En términos generales no deberíamos ver cambios significativos en el CET 1 "fully loaded" en comparativa con 4T21. En algunos casos con cierta mejora (p.e Sabadell) y en otros con algo de deterioro (p.e Bankinter, BBVA).

Los resultados no deberían actuar de catalizador.

A pesar de que esperamos un buen tono generalizado en los resultados en 1T22, no descartamos que la incertidumbre sobre provisiones derivada de los efectos de la guerra, junto con la inflación en costes puedan pesar en el corto plazo, sobre todo si los mensajes posteriores no aportan claridad o consiguen despejar dudas. Consideramos que aún es pronto para ver cambios en guías, que en caso de producirse vemos más probable que sea en 2T22. Una revisión con presión al alza en coste de riesgo, sin esperar que vayan a ser significativas, y potencial mejora en margen de intereses apoyado en la recuperación del Euribor (ya en positivo) y en el repunte de TIRes. **Mantenemos a BBVA y Sabadell como top picks, -3% y +25% vs Ibx en 2022 respectivamente.**

1T22e	Margen Bruto	Var % i.a.	Margen neto	Var % i.a.	Beneficio neto	Var % i.a.	Precio Objetivo	Potencial	Recomendación
Santander	12.132	7%	6.515	4%	2.302	-19%	3,99	26%	Sobreponderar
BBVA	5.202	1%	2.810	-1%	1.145	-5%	6,91	36%	Sobreponderar
Caixabank	2.705	-2%	1.200	2%	617	-87%	3,31	9%	Mantener
Sabadell	1.241	1%	520	13%	144	97%	1,01	36%	Sobreponderar
Bankinter	479	10%	265	7%	117	16%	6,07	15%	Mantener

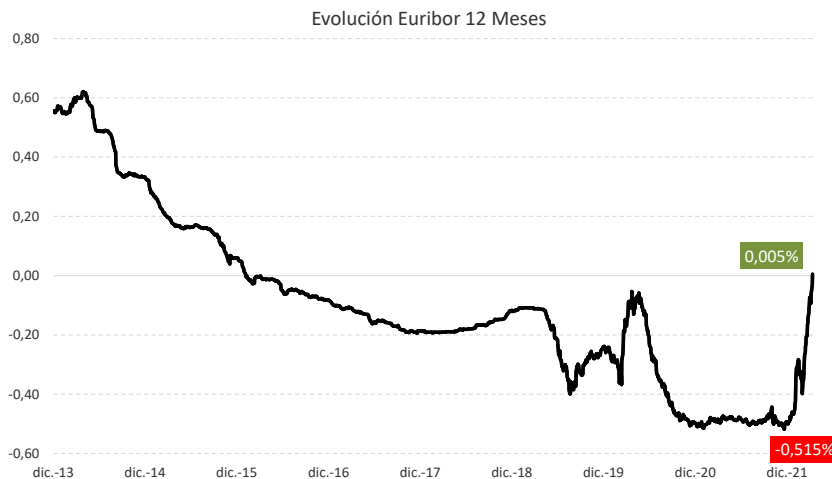
** Mln de euros

*** Fuente: R4e

PREVIO 1T22. TRIMESTRE CARACTERIZADO POR LA DEBILIDAD EN MARGEN DE INTERESES Y PROVISIONES CONTROLADAS.

Todo apunta que el primer trimestre del año será el suelo en términos de generación de margen de intereses teniendo en cuenta el efecto calendario (dos días menos), y a pesar del impacto a partir de julio de la menor contribución de la TLTRO III ya prevista. Es por ello que las estimaciones apuntan a un margen de intereses en 1T22 mostrando cierta caída en comparativa interanul recogiendo en algunos casos todavía un efecto negativo de la reprecación de la cartera de crédito y siendo aun **pronto para ver el efecto positivo de la recuperación del Euribor a 12 meses** (más evidente en 2S22).

La expectativa del mercado de una subida de los tipos de interés en Europa ha llevado al **Euribor a 12 meses a terreno positivo por primera vez desde febrero 2016**. Con una recuperación más rápida a finales del trimestre (ver gráfico), tal y como muestran los diferenciales de cada mes del 1T22 en comparativa con 1T21, con un Euribor medio en enero +3 pbs vs enero-21, +16 pbs en febrero y +21 pbs en marzo. Un efecto que debería comenzar a notarse en 2T22 y de manera más evidente en 2S22, en un escenario donde se prevé que la subida del Euribor continúe. De hecho, las estimaciones de Bloomberg apuntan a un Euribor en niveles de 0,003% a finales de año y en el 1,465% a cierre de 2023.



Fuente: Facset

Otro aspecto del que el mercado estará muy pendiente será la evolución de los costes de explotación en el escenario actual de inflación elevada. En este sentido, deberíamos ver incremento de los costes, +3% de media 1T22 vs 1T21 (con incrementos de doble dígito en Bankinter vs caídas en Sabadell y Caixabank), en línea con el margen bruto, +3% de media 1T22 vs 1T21, lo que llevaría a evitar un deterioro del ratio de eficiencia.

El **otro elemento a vigilar**, y donde el mensaje que puedan dar las entidades de cara a próximos trimestres consideramos será decisivo para la respuesta de las cotizaciones a los resultados, **será el coste de riesgo**. No esperamos que vaya a producirse un cambio en las guías de coste de riesgo dado el entorno de incertidumbre. Una revisión que en caso de darse consideramos debería llevarse a cabo con los resultados del 2T22, momento en el que las entidades podrán contar con mayor visibilidad. En el contexto actual, con el riesgo sobre el freno al crecimiento económico, la presión de revisiones al alza del coste de riesgo es mayor que hace unos meses. Sin embargo, de producirse, no esperamos que vayan a ser significativos como para cuestionar la recuperación de los beneficios.

De cara a las guías de las diferentes líneas de la cuenta de resultados, por el lado de los ingresos no esperamos cambios, donde, como hemos comentado anteriormente, la mayor presión se encuentra en el coste de riesgo. No obstante, no contemplamos que vaya a producirse un cambio de guías, hasta que las entidades no tengan más visibilidad.

Consideramos que será un año en el que el margen de intereses y el coste de riesgo medirán sus fuerzas, en una guerra clara por ver qué factor termina pesando más en el comportamiento de las cotizaciones: **1) La lectura positiva del repunte de TIRes**, el proceso de reprecación del activo recogiendo la **recuperación del Euribor** y la expectativa de una **subida del tipo de depósito** que aliviaría al margen de intereses por el lado del coste que supone contar con liquidez, **o por el contrario, 2) los efectos sobre las provisiones del freno en el crecimiento económico** y la evolución de los volúmenes de concesión de crédito.

BANKINTER. Presenta resultados el 21 de abril. Conferencia a las 9:00h.




(mln de euros)	1T22		Var. %
	1T21	R4e	
Margen de intereses	308	319	4%
Comisiones netas	123	145	18%
Otros ingresos	5	15	174%
Margen Bruto	436	479	10%
Gastos de explotación/Amortización	-189	-215	14%
Margen antes de provisiones	247	265	7%
Dotaciones a provisiones +			
Pérdidas por deterioro de activos	-103	-98	-4%
Beneficio neto atribuido	101	117	16%

Fuente: Bankinter y R4

- **Esperamos un margen de intereses en 1T22 de 319 mln de euros, +4% i.a y -0,3% i.t** (vs 319 mln de euros consenso), recogiendo el efecto calendario que hace la comparativa trimestral desfavorable y la menor inversión en 1T vs 4T que suele producirse. Un margen de intereses que **continuará apoyado por un buen comportamiento de los volúmenes**. Si bien es cierto que en este trimestre no se recogerá efecto alguno de la **recuperación del Euribor a 12 meses** (con un retraso de 2 meses en el proceso de reprecación), **no esperamos** que el impacto positivo que esto pueda suponer a partir de 2T22 (siendo más evidente en 2S22) **vaya a llevar a la entidad a cambiar la guía de crecimiento a un dígito bajo** del margen de intereses que proporcionó en la presentación de resultados de 4T21.
- En cuanto a las **comisiones netas**, **mantendrán un buen ritmo** (+18% i.a. 1T22 R4e y +17% i.a. consenso) **que debería ir moderándose a lo largo del año**, hasta alcanzar la **guía de crecimiento a un dígito medio con la que cuenta la entidad**.
- Del mismo modo los **costes** (+14% i.a. 1T22 R4e vs +12% i.a consenso) **estimamos que se mantendrán más en línea con el nivel visto en 2S21. Sin efecto inflacionario esperado en 2S22** (se notará más en 2023), y con una **guía de crecimiento a un dígito bajo que ya recoge la revisión salarial** del +2%, no vemos riesgo elevado de una posible revisión de la guía para el conjunto del año.
- El beneficio neto esperado para 1T22 se eleva a 117 mln de euros (+16% i.a. y +42% i.t) vs 123 mln de euros estimados por el consenso.
- **Capital. Esperamos que el CET 1 “fully loaded” se reduzca ligeramente**, como consecuencia de menores plusvalías de la cartera de renta fija y el mal comportamiento de la cotización de LDA (-13% en 1T22).


SANTANDER. Presenta resultados el 26 de abril. Conferencia a las 10:00h.

		Sobreponderar	
(mln de euros)	1T21	1T22 R4e	Var. %
Margen de intereses	7.956	8.928	12%
Comisiones netas	2.548	2.752	8%
Otros ingresos	886	452	-49%
Margen Bruto	11.390	12.132	7%
Gastos de explotación/Amortización	-5.119	-5.617	10%
Margen antes de provisiones	6.271	6.515	4%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-1.992	-2.811	41%
Beneficio neto atribuido	2.839	2.302	-19%

* Fuente: Santander y R4e

- Esperamos que el **margen de intereses a nivel Grupo se sitúe en 8.928 mln de euros en 1T22** (vs 8.875 mln de euros consenso), lo que supone un crecimiento del +12% i.a. y +2,4% trimestral. También esperamos un buen comportamiento de las **comisiones netas del Grupo** (+8% i.a. en 1T22 R4e, +6% estimado por el consenso), destacando la caída trimestral esperada en áreas como Reino Unido tras sacar el negocio de banca de inversión o Brasil tras incorporar en 4T21 la venta de seguros a Sao Paulo. Una buena evolución de los ingresos recurrentes que permitirán compensar menor aportación de otros ingresos, -49% i.a. R4e y -35% i.a. consenso estimado, y el aumento esperado de los costes de explotación (+10% i.a. R4e, +7% i.a. consenso).
- Del mismo modo, la dotación a provisiones debería converger hacia unos niveles más recurrentes en comparativa con un 1T21 más bajo de lo habitual. Nosotros estamos estimando unas dotaciones en el trimestre de 2.811 mln de euros por encima del “nivel recurrente normalizado” que apunta la compañía de unos 2.300 mln de euros al trimestre (vs 2.324 mln de euros consenso estimado). Aumento de las provisiones en Brasil por apreciación del real.
- **El beneficio neto recurrente esperamos se sitúe en 2.302 mln de euros** (vs 2.247 mln de euros consenso), **niveles compatibles con la guía del banco de generación en el año de más de 9.000 mln de euros coherente con un RoTE del 13%**.
- En cuanto a **capital, no esperamos grandes movimientos en el CET 1 en comparativa con 4T21 cuando cerró en niveles de 12,12%**. La generación orgánica de capital se verá compensada con el consumo de entre 5-10 pbs por menor aportación de la cartera de renta fija, -15 pbs por el programa de recompra de acciones, y -8 pbs de la compra de los minoritarios de SCUSA. Recordamos que la entidad tiene pendiente contabilizar impactos regulatorios negativos entre 20 -25 pbs máximo 30 pbs, que no hay que descartar puedan incluir parte en este trimestre. En todo caso, en conjunto el ratio CET 1 “fully loaded” debería mantenerse en el entorno del 12% en línea con la guía para el conjunto del año.

SABADELL. Presenta resultados el 28 de abril. Conferencia a la 9:00h.

BancoSabadell 		Sobreponderar	
(mln de euros)	1T21	1T22 R4e	Var. %
Margen de intereses	833	833	0%
Comisiones netas	342	370	8%
Otros ingresos	55	38	-32%
Margen Bruto	1.230	1.241	1%
Gastos de explotación/Amortización	-769	-722	-6%
Margen antes de provisiones	461	520	13%
Dotaciones a provisiones +	-336	-285	-15%
Pérdidas por deterioro de activos			
Beneficio neto atribuido	73	144	97%

Fuente: R4e y Sabadell

- Esperamos un **margen de intereses** de 833 mln de euros en 1T22 a nivel Grupo, 0% i.a. y -3% i.t, recogiendo **el efecto calendario habitual del primer trimestre**. Mientras, las comisiones netas, estimamos que alcancen los 370 mln de euros, lo que implica un crecimiento del +8% i.a. y -7% i.t.
- La evolución de las dos principales líneas de ingresos, con un margen de intereses estable en 1T22 vs 1T21 y la fortaleza de las comisiones netas, permitiría un **margen bruto mejorando ligeramente**, y ello a pesar de la menor aportación de la línea de “otros ingresos”.
- Por su parte, los gastos de explotación deberían reflejar parte del ahorro de costes derivado del plan de eficiencia, un ahorro que se hará más evidente según vaya pasando el año. Esto junto con menores dotaciones a provisiones, 285 mln de euros R4e (-15% i.a. en 1T22) se reflejará en un beneficio neto de 144 mln de euros (+97% i.a.).
- El **capital**, también **se verá afectado por las menores plusvalías latentes**, aunque los movimientos de TIRes no tiene tanto efecto como consecuencia de las coberturas. **El consenso estima una mejora entre 5 – 6 pbs en el CET 1 “fully loaded” en el trimestre**.
- **No esperamos que la entidad vaya a cambiar las guías para 2022**, manteniendo un mensaje prudente sobre las posibles implicaciones de la guerra de Rusia-Ucrania en provisiones, el elemento que a día de hoy más preocupa al mercado.

BBVA. Presenta resultados el 29 de abril. Conferencia a las 9:30h (estimado).

(mln de euros)	1T22		
	1T21	R4e	Var. %
Margen de intereses	3.451	3.793	10%
Comisiones netas	1.133	1.173	4%
Otros ingresos	571	237	-59%
Margen Bruto	5.155	5.202	1%
Gastos de explotación/Amortización	-2.304	-2.392	4%
Margen antes de provisiones	2.850	2.810	-1%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-1.074	-986	-8%
Beneficio neto atribuido	1.210	1.145	-5%

Fuente: BBVA compañía y R4e

- Esperamos tener una lectura positiva a nivel Grupo del ritmo de actividad, con **crecimientos de volúmenes en casi todas las geografías**. Estimamos un **margen de intereses creciendo +10% i.a. en 1T22** y **+4% las comisiones netas** (vs +14% i.a y +5% i.a respectivamente esperado por el consenso). Los gastos de explotación deberían crecer a un ritmo moderado (+4% i.a. vs +6% i.a consenso) que junto con una menor dotación a provisiones (-8% i.a. R4e vs -10%e consenso) llevarían al beneficio neto a situarse en 1.145 mln de euros (-5% i.a.) vs 1.235 mln de euros consenso.
- Por **áreas geográficas**, en **España la comparativa trimestral en margen de intereses se verá afectada por el efecto calendario** (2 días menos) y sin impacto de reprecación del Euribor 12 M (856 mln de euros, -1% vs 4T21) en un año donde la tendencia del margen debería ser de menos a más. Las comisiones netas (-14% vs 4T21 R4e) se verán afectadas por el negocio de gestión de activos, mientras que los costes de explotación recogerán el impacto del plan de eficiencia (-11% vs 4T21).
- En **Turquía**, el **margen de intereses recogerá el dato de inflación de octubre-21 del 40% por lo que habrá un impacto positivo por la cartera de bonos ligados a la inflación**. El resto de la cuenta de resultados se verá afectada también por la inflación así como por la depreciación de la lira turca. **Esperamos un beneficio neto de 128 mln de euros en 1T22** (vs 156 mln de euros en 4T21 vs 159 mln de euros consenso).
- **Capital**, recogerá un consumo de 10 pbs derivado de la inversión en Neon y el impacto del pago del dividendo. Asimismo, veremos menor aportación de la cartera de renta fija y ligero impacto positivo de la revalorización de Telefónica en el trimestre. En conjunto el consenso espera que el CET 1 “fully loaded” se sitúe en 12,67% (vs 12,75% en 4T21).
- Por **áreas geográficas**, las estimaciones R4e son las siguientes:

(mln de euros)	Beneficio neto por Áreas geográficas				
	1T21	1T22 R4e	Var. %	1T22e consenso	Var consenso 1T22e/21
España	358	379	6%	435	22%
México	752	633	-16%	671	-11%
Turquía	156	128	-18%	159	2%
Resto de negocios	148	68	-54%	129	-13%
América del Sur	47	100	110%	54	15%
Actividades corporativas	-120	-161	34%	-217	81%

* Fuente: BBVA compañía y R4e

CAIXABANK. Presenta resultados el 29 de abril. Conferencia a las 11:30h.



(mln de euros)	1T22		
	1T21	R4e	Var. %
Margen de intereses	1.639	1.515	-8%
Comisiones netas	941	993	6%
Otros ingresos	194	197	2%
Margen Bruto	2.774	2.705	-2%
Gastos de explotación/Amortización	-1.593	-1.505	-6%
Margen antes de provisiones	1.181	1.200	2%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-297	-238	-20%
Beneficio neto atribuido	4.840	617	-87%

Fuente: R4 y compañía.

- Esperamos que el **margen de intereses** se sitúe en 1T22 en 1.515 mln de euros (**-8% i.a.** y -3% i.t, 1.541 mln de eurs consenso) recogiendo el impacto del Euribor y la estacionalidad del trimestre, y una evolución de volúmenes algo débil. Por lo que respecta a las comisiones netas, esperamos que este trimestre muestren un crecimiento del +6% i.a. (vs +4% consenso).
- En términos de **coste de riesgo**, la entidad en la anterior presentación de resultados dio una guía de coste de riesgo para 2022 en línea con 2021, c. 25 pbs. Una guía, que en el nuevo entorno de guerra y el impacto esperado de una reducción del crecimiento del PIB en 1,3 pp, se elevaría en torno a +5 pbs hasta c. 30 pbs (vs 25 pbs 2022 R4e y 30 pbs 2023 R4e).
- El **beneficio neto estimado en 1T22 R4** se eleva a mln de euros 617 mln de euros (vs 593 mln de euros consenso) que supone un aumento del **+20% i.a. en comparativa homogénea.**
- **La atención en la conferencia de resultados estará en el mensaje que proporcionen sobre la evolución esperada de la actividad y el impacto esperado del Euribor a 12 meses en 2022 tras la recuperación del mismo que ya se encuentra en terreno positivo.**
- Por otro lado, **la entidad en su momento no proporcionó guías a la espera de la presentación del Plan Estratégico el próximo día 17 de mayo.**

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 tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado) y Almagro (asesor registrado). 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 Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros.

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

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 70% Sobreponderar, 23% Mantener y 7% Infraponderar.