

S. FINANCIERO

19 de julio de 2022

Previo 2T22. Coste de riesgo controlado. Capital estable.

Analista financiero

Nuria Álvarez Añibarro



Resultados 2T22. Tendencias en línea con 1T22.

El **margen de intereses debería confirmar la recuperación esperada**, mostrando cierto crecimiento en comparativa trimestral, y antes del deterioro previsto en 2S22 por la menor aportación de la TLTRO. En cuanto a las **comisiones netas**, si bien esperamos un crecimiento medio en 2T22/1T22 del c.+6%, los movimientos de mercado que afectan al negocio de CIB podrían llevar a que **se sitúe por debajo de lo esperado**. Los **gastos de explotación**, así como las provisiones, **mantendrán una senda de crecimiento** en línea nuestras estimaciones y con las guías proporcionadas, donde el coste de riesgo debería situarse por debajo de los niveles de 2021.

Capital. Presión por el lado del repunte de TIRes.

La **generación orgánica de capital** prevista en el trimestre, y en ausencia de impactos concretos, **será suficiente para compensar el consumo derivado de las menores plusvalías latentes de la cartera de renta fija**, que de media en el trimestre calculamos que podría elevarse a -10 pbs, siendo BBVA el más afectado (-16 pbs estimados). En el caso de Caixabank, el ratio de capital debería mostrar una caída significativa al incluir el impacto del programa de recompra de acciones que se eleva a -83 pbs.

A pesar del deterioro macroeconómico esperamos guías sin cambios. Sobreponderar CABK y BBVA.

A pesar de que la **evolución de la morosidad por el momento no se ve afectada en el entorno macro actual**, ante las dudas crecientes de recesión consideramos que las **entidades optarán por ser prudentes y mantener las guías** aun existiendo margen para mejorarlas. Consideramos que las caídas recientes provocadas por este motivo y por el anuncio del impuesto a la banca (aún pronto para calcular impacto) ha llevado a las **cotizaciones a niveles que descuenten un escenario excesivamente negativo y que no se justifica, con unos múltiplos de PER 23e 6,1x y P/V 0,5x**. El sector se enfrenta a esta etapa con unos niveles de capital holgados, un entorno de subidas de tipos que apoyan el margen de intereses, coberturas más elevadas de dudosos y menores activos problemáticos. Aunque el potencial a precio objetivo tras las caídas es elevado en todos los bancos bajo cobertura, estos niveles de entrada nos parecen atractivos y **aprovecharíamos para tomar posiciones en BBVA y Caixabank**, dos entidades que consideramos que desde un punto de vista de gestión de riesgo están mejor posicionadas.

| Evolución cotización | 1 mes | 2022 |
|----------------------|-------|------|
| Santander | -11% | -18% |
| BBVA | -4% | -22% |
| Caixabank | -17% | 12% |
| Sabadell | -20% | 4% |
| Bankinter | -14% | 5% |
| IBEX 35 | -3% | -9% |
| Stoxx Banks | -12% | -26% |

Fuente: Factset

| 2T22e | Margen Bruto | Var % i.a. | Margen neto | Var % i.a. | Beneficio neto | Var % i.a. | Precio Objetivo | Potencial | Recomendación |
|-----------|--------------|------------|-------------|------------|----------------|------------|-----------------|-----------|---------------|
| Santander | 13.082 | 16% | 7.169 | 19% | 2.552 | -12% | 3,99 | 63% | Sobreponderar |
| BBVA | 5.269 | 3% | 2.805 | 12% | 966 | 38% | 6,91 | 67% | Sobreponderar |
| Caixabank | 2.716 | n.r | 1.186 | -4% | 620 | -3% | 4,29 | 59% | Sobreponderar |
| Sabadell | 1.170 | 4% | 441 | 15% | 109 | -26% | 1,01 | 65% | Sobreponderar |
| Bankinter | 449 | 0% | 232 | -4% | 81 | -8% | 6,07 | 25% | Mantener |

* Mln de euros

** Fuente: R4e

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



| (mln de euros) | 2T22 | | Var. % |
|--|------------|------------|------------|
| | 2T21 | R4e | |
| Margen de intereses | 328 | 325 | -1% |
| Comisiones netas | 135 | 158 | 17% |
| Otros ingresos | -13 | -34 | n.r |
| Margen Bruto | 450 | 449 | 0% |
| Gastos de explotación/Amortización | -209 | -217 | 4% |
| Margen antes de provisiones | 241 | 232 | -4% |
| Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos | -111 | -106 | -4% |
| Beneficio neto atribuido* | 88 | 81 | -8% |

*Excluye actividades discontinuadas

Beneficio neto recurrente.

Fuente: Bankinter y R4e.

- Las **tendencias vistas en 1T22**, crecimiento de los ingresos básicos apoyado por volúmenes, **deberían mantenerse para el segundo trimestre**. Esperamos que el margen de intereses muestre cierta recuperación en comparativa trimestral, +1,4% 2T22/1T22, que supondría alcanzar los 325 mln de eur (vs 329 mln de eur consenso). En cuanto a las comisiones netas, esperamos que se sitúen en el entorno de 158 mln de eur (vs 150 mln de eur consenso) lo que supone un incremento del +17% i.a. y +8% i.t). En este trimestre, tenemos el impacto del FUR, lo que explicaría un margen bruto en 449 mln de eur (vs 455 mln de eur consenso) con caída trimestral del 10%.
- **Capital**. En 1T22 cerraron con un CET “fully loaded” del 11,9% (-15 pbs vs 4T21), tras apuntarse un impacto por menores plusvalías latentes de la cartera de renta fija de -16 pbs. **En este trimestre, esperamos un nuevo deterioro del ratio de capital recogiendo:** 1) Subida de TIRes y por tanto **menores plusvalías latentes**, 2) El **crecimiento de volúmenes** también repercutirá de forma negativa al capital por el aumento de los APRs, y 3) **Disminución de la valoración de su participación en LDA** cuya cotización ha caído un 10% en el trimestre. Una caída que estimamos podría suponer un consumo de -7 pbs aproximadamente (vs -10 pbs en 1T22).
- En la **conferencia de resultados** esperamos que mantengan sin cambios las guías para 2022 de crecimiento a un dígito bajo del margen de intereses y los gastos de explotación, y a un dígito medio del crédito y las comisiones netas. Por el lado del coste de riesgo, esperan que se sitúe en torno a los 40 pbs

SANTANDER. Presenta resultados el 28 de julio. Conferencia a las 10:00h.

| | Santander | | |
|--|---------------|---------------|-------------|
| | 2T21 | 2T22 R4e | Var. % |
| Margen de intereses | 8.240 | 9.458 | 15% |
| Comisiones netas | 2.621 | 3.014 | 15% |
| Otros ingresos | 445 | 609 | 37% |
| Margen Bruto | 11.306 | 13.082 | 16% |
| Gastos de explotación/Amortización | -5.258 | -5.913 | 12% |
| Margen antes de provisiones | 6.048 | 7.169 | 19% |
| Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos | -2.233 | -2.888 | 29% |
| Beneficio neto atribuido | 2.897 | 2.552 | -12% |

* Fuente: Santander y R4e

- **El aumento esperado en provisiones, +29% i.a en 2T22 R4e (vs +37% i.a. consenso) explica una caída esperada del beneficio neto vs 2T21 del -12% i.a. R4e (vs -21% i.a. consenso) hasta alcanzar los 2.552 mln de eur (vs 2.285 mln de eur consenso). La parte alta de la cuenta de resultados esperamos continúe siendo sólida, con crecimientos del margen de intereses y comisiones netas de doble dígito, +15% i.a 2T22 R4e para ambas líneas (vs +13% i.a. consenso). El margen bruto esperamos que alcance los 13.082 mln de eur (vs 12.685 mln de eur consenso) creciendo a tasas del +16% i.a. por encima del +12% i.a. que esperamos para los gastos de explotación derivado del impacto de la inflación en los gastos de las divisiones de los países emergentes.**
- **Capital. El banco debería cerrar el trimestre por encima del 12% (vs 12,12% en 1T22, 12,05% si tenemos en cuenta el impacto de la compra de Amherst Pierpont Securities), guía que han dado para todos los trimestres y que mantienen que cumplirán. En el 2T22, no se esperan grandes impactos en capital, -5 pbs aproximadamente de consumo por la cartera de renta fija (en línea con 1T22) e impactos regulatorios, que en 1T22 fueron de -3 pbs y quedarían pendientes un máximo de 27 pbs.**
- Las previsiones de beneficio neto 2T22 por áreas geográficas son las siguiente:

Beneficio atribuido al grupo

| (mln de euros) | 2T21 | 2T22 R4e | 2T22e consenso | Var R4 2T22e/21 | Var consenso 2T22e/21 |
|------------------------------|------------|------------|----------------|-----------------|-----------------------|
| España | 147 | 309 | 299 | 109% | 103% |
| Portugal | 73 | 119 | 101 | 62% | 38% |
| Polonia | 29 | 115 | 101 | 303% | 253% |
| Reino Unido | 391 | 318 | 363 | -19% | -7% |
| Brasil | 617 | 641 | 621 | 4% | 1% |
| Méjico | 200 | 210 | 257 | 5% | 28% |
| Chile | 169 | 155 | 151 | -8% | -10% |
| Estados Unidos | 655 | 679 | 469 | 4% | -28% |
| Digital Consumer Bank | 236 | 297 | 260 | 26% | 10% |
| Actividades Corporativas | -410 | -321 | -373 | -22% | -9% |

Fuente: Santander y R4e

SABADELL. Presenta resultados el 28 de julio. Conferencia a las 8:30h.

| (mln de euros) | 2T22 | | Var. % |
|--|--------------|--------------|-------------|
| | 2T21 | R4e | |
| Margen de intereses | 852 | 860 | 1% |
| Comisiones netas | 368 | 372 | 1% |
| Otros ingresos | -94 | -62 | -34% |
| Margen Bruto | 1.127 | 1.170 | 4% |
| Gastos de explotación/Amortización | -778 | -729 | -6% |
| Margen antes de provisiones | 383 | 441 | 15% |
| Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos | -236 | -258 | 9% |
| Beneficio neto atribuido | 147 | 109 | -26% |

Fuente: R4e y Grupo Sabadell

- Margen de intereses.** Para 2T22 esperamos un **margen de intereses de 860** mln de eur (vs 871 mln de eur consenso) **dejando atrás las caídas en comparativa anual.** Por lo que respecta a las **comisiones netas, nuestras estimaciones apuntan a una recuperación** de las mismas hasta 372 mln de eur (vs 366 mln de eur consenso) que supone un incremento de c.+4% i.t y +1% i.a. Esta recuperación de los ingresos servirá para compensar en parte el cargo al fondo de resolución (-108 mln de eur en 2T21) que se espera crezca de forma significativa vs 2021. El **control de costes de explotación,** con la caída de los mismos (-6% i.a. R4e vs -8% i.a. en 2T22 del consenso) **recogiendo los ajustes realizados, y unas provisiones contenidas,** en línea con la guía de coste de riesgo, nos deberían llevar a un beneficio neto de 109 mln de eur (vs 119 mln de eur consenso).
- Esperamos una buena lectura en lo que a la evolución de los dudosos respecta, recogiendo la venta de una cartera de fallidos** de préstamos no garantizados, sin impacto en cuenta de resultados (provisiones asociadas a dichos activos en línea con el descuento).
- Capital. Esperan cierta estabilidad en 2T22 vs 1T22 que cerraron en niveles del 12,45%.** La generación orgánica del trimestre se verá parcialmente impactada por el pago al FUR, mientras que el crecimiento de volúmenes que habría sido bastante estable no debería impactar significativamente a los APRs. Por el lado de la cartera de renta fija, se espera que el consumo sea superior a los -9 pbs recogidos en 1T22.
- Tras reiterar la guía de margen de intereses plano para el año estaremos atentos** en la conferencia de resultados **si hay algún cambio por este lado** tras el repunte visto en el Euribor a 12 meses y las TIRes. No esperamos novedades por el lado de los gastos de explotación que estiman cerrar el año por debajo de los 2.900 mln de eur y tampoco en lo que respecta al coste de riesgo, con una guía amplia entre 32-49 pbs para 2022.

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

| BBVA | | Sobreponderar | |
|--|--------------|----------------------|---------------|
| (mln de euros) | 2T21 | 2T22 R4e | Var. % |
| Margen de intereses | 3.504 | 3.986 | 14% |
| Comisiones netas | 1.182 | 1.260 | 7% |
| Otros ingresos | 418 | 23 | -94% |
| Margen Bruto | 5.104 | 5.269 | 3% |
| Gastos de explotación/Amortización | -2.600 | -2.464 | -5% |
| Margen antes de provisiones | 2.504 | 2.805 | 12% |
| Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos | -679 | -1.166 | 72% |
| Beneficio neto atribuido | 701 | 966 | 38% |

- A nivel **Grupo**, esperamos que las dinámicas vistas en 1T22 se mantengan, con crecimiento del crédito en todas las áreas geográficas, y manteniendo una recuperación de los ingresos básicos, con un margen de intereses que estimamos podría mostrar un crecimiento del +14% i.a. en 2T22 R4e (vs +16% i.a. consenso) y del +7% i.a. en el caso de las comisiones netas (vs +7% consenso).
- La atención se concentrará en **Turquía, tras comunicar el banco la aplicación de contabilidad hiperinflacionaria** en esta región desde el 1 de enero de 2022. Un impacto en la cuenta de resultados del Grupo en 1T22 de -324 mln de eur (19% del beneficio neto reportado en 1T22), y entrar en pérdidas en Turquía (beneficio neto 1T22 ajustado por hiperinflación -75 mln de eur vs +256 mln de eur reportado inicialmente). Para esta división **esperamos que cierre 2T22 con un beneficio neto de 44 mln de eur** (vs 137 mln de eur en 2T21), donde ya se recoge la reducción de minoritarios por el aumento de la participación en el capital de Garanti.
- **En España**, esperamos un **beneficio neto de 180 mln de eur** (vs 173 mln de eur consenso y 238 mln de eur en 2T21). Una cifra que **recoge el impacto de la operación de compra de las oficinas a Merlin Properties** y que asciende a -198 mln de eur (-129 mln de eur en provisiones y -69 mln de eur en mayor tasa fiscal). Recordamos que esta operación permitirá a la entidad un ahorro de costes de 60 mln de eur anuales, por lo que en 2S22 se debería recoger un ahorro de 30 mln de eur.
- **Capital. Varios serán los impactos en capital esperados para este trimestre**, -23 pbs por la OPA de Garanti, -7 pbs derivado de la operación con Merlin Properties, -8 impacto divisas, +4 pbs de Telefónica y -16 pbs estimado por las menores plusvalías latentes de la cartera Alco. **Con todo, el trimestre se espera que BBVA cierre con un nivel de capital en torno al 12,43%** (vs 12,7% en 1T22), sin que se tenga en cuenta posibles cargos regulatorios pendientes de c.35 pbs.

- Por **áreas geográficas**, las estimaciones son las siguientes:

| Beneficio neto por Áreas geográficas | | | | | |
|--------------------------------------|------|-------------|--------|-------------------|-----------------------------|
| (mln de euros) | 2T21 | 2T22 R4e | Var. % | 2T22e consenso | Var consenso 2T22e/21 |
| España | 238 | 180 | -24% | 173 | -27% |
| México | 283 | 722 | 155% | 790 | 179% |
| Turquía | 137 | 44 | -68% | -14 | n.r |
| Resto de Negocios | 41 | 48 | 18% | 54 | 32% |
| América del Sur | 89 | 133 | 49% | 143 | 61% |
| Actividades corporativas** | -153 | -161 | 5% | -197 | 29% |

* Fuente: BBVA y R4e

** Centro corporativo incluye extraordinarios

En la conferencia de resultados no esperamos sorpresas negativas en cuanto a las guías para 2022, y consideramos que el mensaje será prudente para 2S22, condicionando la evolución del negocio al entorno macroeconómico, pero manteniendo la senda de crecimiento de los ingresos para el conjunto del año

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



| (mln de euros) | 2T21 | 2T22 R4e | Var. % |
|--|--------------|--------------|------------|
| Margen de intereses | 1.636 | 1.556 | -5% |
| Comisiones netas | 981 | 1.048 | 7% |
| Otros ingresos | 207 | 112 | -46% |
| Margen Bruto | 2.824 | 2.716 | -4% |
| Gastos de explotación/Amortización* | -1.598 | -1.530 | -4% |
| Margen antes de provisiones | 1.226 | 1.186 | -3% |
| Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos | -1.156 | -238 | -79% |
| Beneficio neto atribuido | -601 | 620 | n.r |

Fuente: R4 y compañía.

- En **comparativa interanual el margen de intereses aún presentará debilidad**, con una caída estimada en 2T22 del 5% i.a. (vs -4% i.a. consenso) hasta 1.556 mln de eur (1.567 mln de eur consenso), y prácticamente en línea con 1T22, teniendo en cuenta que todavía no se notará la recuperación del Euribor y a pesar de que hay un día más vs 1T22.

Es posible que veamos un deterioro de la rentabilidad de los activos como consecuencia del crecimiento en volúmenes, pero a precios más bajos.

Por el lado de las **comisiones netas, nuestras cifras apuntan a una recuperación trimestral hasta los 1.048 mln de eur** (vs 984 mln de eur consenso), donde **no descartamos** que podamos ver **sorpresas negativas** dado el comportamiento negativo de los mercados en 2T22 y su impacto en las comisiones asociadas a gestión de ahorro e inversión.

En cuanto a los **gastos de explotación, el impacto del ahorro de costes previsto se producirá a partir de 3T22**, momento en el que se habrán completado todas las salidas.

- **Capital.** Este trimestre veremos un **descenso importante del ratio CET 1 “fully loaded”** recogiendo el **impacto del programa de recompra de acciones, -83 pbs**, que se encuentra en ejecución. Por otro lado, tendrán **en positivo la revalorización de Telefónica cuya aportación positiva debería compensar las menores plusvalías latentes por la cartera Alco**, impacto estimado c. -8 pbs.
- **En la conferencia de resultados no esperamos cambios en las guías para 2022, tras reiterarlas durante** la presentación a finales de mayo de su Plan Estratégico 22-24.

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, Making Science, Almagro y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenenergy.

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: 77% Sobreponderar, 16% Mantener y 6% Infraponderar.