

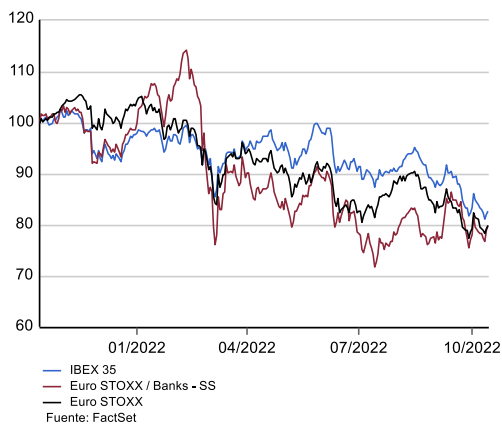
S. FINANCIERO

17 de octubre de 2022

Previo 3T22. Potencial mejora de guías de margen de intereses.

Analista financiero

Nuria Álvarez Añibarro



Resultados 3T22. Ingresos con perspectiva de mejora para 4T22.

La evolución del **margen de intereses será muy dispar entre las entidades en cobertura**. La menor aportación de la TLTRO se verá más que compensada, por la recuperación del Euribor y las TIRes así como el menor coste de la liquidez. Esto nos lleva a estimar un margen de intereses con crecimientos en 3T22 vs 2T22 (+c.2% de media, tom) y a pesar de la estacionalidad del trimestre. Comisiones netas débiles, recogiendo una evolución negativa de los mercados. Los gastos de explotación podrán dar la sorpresa negativa mostrando crecimientos superiores a los estimados, que pueda lugar a un mensaje más negativo para el conjunto del año. Sin presiones elevadas en dotaciones, de media estimamos un crecimiento del beneficio neto en 3T22 del +23%, con BBVA y Santander planos.

Morosidad. Todos pendientes de las provisiones.

Tras mejorar las guías de coste de riesgo o mantenerlas en 2T22, no esperamos sorpresas en 3T22, con saldos de dudosos estables o ligero crecimiento y provisiones contenidas o algo al alza que permitan vislumbrar el cumplimiento de las guías de coste de riesgo para el conjunto del año. De forma generalizada las **guías de coste de riesgo actuales ya asumen un 2S22 más exigente en dotaciones vs 1S22 por tanto el incremento previsto en 3T22 vs 2T22 no debería suponer una sorpresa**. Esperamos que el mensaje de cara al resto del año continúe siendo positivo, aunque las dinámicas puedan sugerir unos costes de riesgo algo menores vs guías actuales consideramos que las entidades optarán por no hacer cambios y ser más exigentes en dotaciones en 4T22. Tampoco esperamos guías para 2023.

Euribor en máximos y más subidas de tipos previstas: potencial de revisiones de guías al alza.

El impacto de la recuperación del Euribor se verá de manera importante en 4T22. Un movimiento de la referencia principal de las hipotecas no esperado y que aporta potencial de revisión al alza de guías de margen de intereses para 2022. Consideramos que el sector debería responder de manera favorable a los resultados, que continuarán siendo sólidos por el lado del capital y sin riesgo de modificaciones de política monetaria. A pesar de un deterioro lógico en provisiones y gastos, el efecto positivo en ingresos de las subidas de tipos debería seguir siendo superior al impacto de dichos riesgos.

Evolución cotización	1 mes	2022
Santander	-1%	-15%
BBVA	-5%	-12%
Caixabank	1%	39%
Sabadell	-4%	21%
Unicaja	-2%	5%
Bankinter	3%	27%
IBEX 35	-8%	-15%
Stoxx Banks	-5%	-21%

Fuente: Factset

3T22e	Margen Bruto	Var % i.a.	Margen neto	Var % i.a.	Beneficio neto	Var % i.a.	Precio Objetivo	Potencial	Recomendación
Santander	13.265	20%	7.205	20%	2.177	1%	3,99	58%	Sobreponderar
BBVA	6.379	20%	3.600	36%	1.614	15%	6,91	46%	Sobreponderar
Caixabank	2.875	2%	1.384	13%	754	1%	4,29	29%	Sobreponderar
Sabadell	1.291	-17%	565	10%	200	30%	1,01	36%	Sobreponderar
Unicaja	418	8%	199	33%	100	86%	1,32	44%	Sobreponderar
Bankinter	508	0%	281	-5%	130	17%	6,87	18%	Sobreponderar

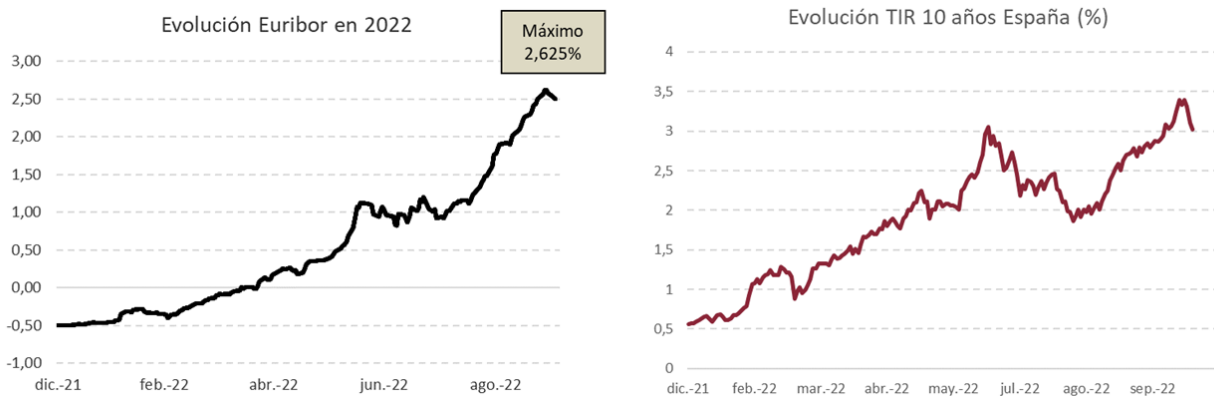
* Mln de euros

** Fuente: R4e

PREVIO 3T22. SIN TENSIONES EN RIESGO VS POTENCIAL MEJORA DE GUÍAS DE MARGEN DE INTERESES.

El 3T por estacionalidad siempre suele ser el trimestre más débil en cuanto a generación de margen de intereses y producción. Un margen de intereses que en un principio se estimaba que fuese a mostrar caídas significativas, en comparativa trimestral, como consecuencia de la **menor aportación de la TLTRO** (pasa de -1% al -0,5%), pero que ahora **gran parte se compensará con el proceso de reprecación de la cartera de crédito** que comenzará a reflejarse ya en 3T22 así como por la **oportunidad de arbitraje surgida por la subida de tipos**.

Por tanto, lo que en un principio se esperaba que fuese a ser un 2S22 más débil en margen de intereses vs 1S22, podría no producirse con un 4T22 que debería ser el más fuerte en términos de generación. Y es que en 3T22 hemos visto como ha continuado la tendencia al alza del Euribor a 12 meses (+1,519 pp en 3T22) y de las TIRes (+0,75 pp TIR 10 años España), como puede verse en el gráfico:



Una **subida del Euribor a 12 meses** cuyo **impacto en margen de intereses** será **moderado en 3T22** de manera generalizada, y será en 4T22 cuando realmente veamos un salto importante. Por lo que respecta a la **cartera de renta fija**, la **rentabilidad media debería mostrar una recuperación** recogiendo la mejora vista en las TIRes. Por el lado del **coste del pasivo**, en **3T22 todavía será pronto para ver incrementos en este sentido**, pero sí se apreciará en las comisiones netas que dejarán de percibir el cobro de depósitos como estaba ocurriendo hasta ahora. Así, el aumento del coste del pasivo tanto mayorista como minorista debería tener un impacto más claro en 2023 sin descartar que en 4T22 pueda comenzar a dar señales.

Este apoyo en ingresos (de la subida de tipos de interés) se debería ver contrarrestado de manera parcial por una ralentización en la concesión del crédito, a raíz del deterioro macroeconómico y un entorno de mayor incertidumbre, pero que debería ser más evidente en 4T22. De este modo, la **menor concesión de crédito que veamos en 3T22 debería estar asociada a la estacionalidad típica del trimestre**. De hecho, los últimos datos del Banco de España muestran una producción nueva de crédito c.19.000 mln de eur en agosto, lo que supone un avance del +18% i.a. (+25% i.a. en el caso del crédito nuevo a la vivienda) y del +11% i.a. acumulado 8 meses.

Por el lado de los **gastos de explotación no deberíamos ver sorpresas al igual que en coste de riesgo**, con unas **provisiones** que esperamos sean **más altas en 2S22 vs 1S22** (dándose el mayor esfuerzo en 4T22) **pero en línea para cumplir con las guías** de coste de riesgo.

BANKINTER. Presenta resultados el 20 de octubre. Conferencia a las 9:00h.



(mín de euros)	3T22		
	3T21	R4e	Var. %
Margen de intereses	316	355	12%
Comisiones netas	178	155	-13%
Otros ingresos	15	-2	n.r
Margen Bruto	508	508	0%
Gastos de explotación/Amortización	-214	-227	6%
Margen antes de provisiones	295	281	-5%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-135	-101	-25%
Beneficio neto atribuido	110	130	17%

Fuente: Bankinter y R4e.

- En el caso de Bankinter esperamos que el **tercer trimestre** sea **positivo en margen de intereses**, mostrando un **crecimiento del +3% i.t** (y +12% i.a), frente a la debilidad típica de este periodo. Los **factores** detrás de este buen comportamiento serían el efecto positivo del proceso de reprecación de la cartera de crédito por el lado de empresas principalmente y la contribución de la TLTRO que en el caso de Bankinter no se reducirá como en el resto de bancos. Dos palancas en un contexto sin presiones por el lado del coste del pasivo.

No esperamos sorpresas en comisiones netas, que en comparativa trimestral deberían mostrar cierta caída (-1% 3T22/2T22 R4e) por menor actividad, ni en coste de riesgo, donde las provisiones deberían ser algo superiores vs trimestres anteriores para cumplir con la guía de coste de riesgo de 35 pbs para 2022 (vs 30 pbs en 1S22).

- En cuanto a actividad, esperamos que las dinámicas vistas en 1S22 de producción en Evo Banco e Irlanda se mantengan permitiendo compensar la ralentización en España en la producción de hipotecas. En conjunto una evolución de volúmenes que no debería llevar a modificar la guía de crecimiento a un dígito medio que tiene para 2022.
- **Capital. En este trimestre esperamos un ratio de capital sin grandes cambios vs cierre de 1S22 en 11,85%.** Un movimiento que recogería la generación de beneficio neto compensado principalmente por el **consumo de capital como consecuencia de la disminución de la valoración de LDA** cuya cotización ha caído un 23% en el trimestre.
- **En la conferencia de resultados no descartamos que puedan mejorar la guía de margen de intereses** que a junio esperaban que fuese a crecer a un dígito medio-alto en el conjunto del año. No esperamos cambios en el resto de guías, con costes creciendo por debajo del ritmo de avance de los ingresos y coste de riesgo para 2022 en 35 pbs.

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



(mln de euros)	3T21	3T22 R4e	Var %
Margen de intereses	8.459	9.827	16%
Comisiones netas	2.423	2.974	22,7%
Otros ingresos	205	465	127%
Margen Bruto	11.087	13.265	20%
Gastos de explotación/Amortización	-5.073	-6.060	19%
Margen antes de provisiones	6.014	7.205	20%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-2.839	-3.182	12%
Beneficio neto atribuido*	2.159	2.177	0,8%

Fuente: R4e y Santander

*Beneficio neto con extraordinarios.

- Esperamos un beneficio neto estable en 3T22 vs 3T21 (2.177 mln de eur vs 2.219 mln de eur del consenso) en un trimestre donde se contabilizará el impacto de -190 mln de eur (1.300 mn de slotys polacos aproximadamente) de la división de Polonia como consecuencia de las moratorias a hipotecas como medida implantada por el Gobierno.

El buen comportamiento esperado del margen de intereses, apoyado por el impacto de subidas de tipos de interés en España, Reino Unido y Polonia, y de las comisiones netas (+23% i.a. en 3T22 R4e y -2% vs 2T22) deberían ayudar a compensar el aumento previsto de costes (+19% i.a. y +3% i.t. en 3T22 R4e). Un comportamiento de los ingresos y los costes cuyo crecimiento esperado no daría lugar a una mejora de la eficiencia.

Las dotaciones a insolvencias alcanzarían los 2.669 mln de eur R4e para 3T22 (vs 2.763 mln de eur consenso) que supone un coste del riesgo del Grupo para 2022 de 97 pbs vs guía inferior a 100 pbs.


- **Capital. Esperamos que el CET 1 “fully loaded” cierre el trimestre cumpliendo con la guía: por encima del 12%.** En un trimestre sin grandes impactos esperados por el lado de la cartera de bonos y sin incluir impactos regulatorios.
- Las previsiones de beneficio neto 3T22 por áreas geográficas son las siguiente:

Beneficio atribuido al grupo

(mln de euros)	3T21	3T22 R4e	3T22e consenso	Var R4 3T22e/21	Var consenso 3T22e/21
España	203	363	343	79%	69%
Portugal	95	116	116	23%	23%
Polonia	65	9	12	-86%	-82%
Reino Unido	443	376	395	-15%	-11%
Brasil	580	586	581	1%	0%
Méjico	210	271	283	29%	34%
Chile	142	142	171	0%	21%
Estados Unidos	479	346	397	-28%	-17%
Digital Consumer Bank	324	288	291	-11%	-10%
Actividades Corporativas	-420	-379	-427	-10%	2%

Fuente: Santander y R4e

SABADELL. Presenta resultados el 27 de octubre. Conferencia a las 9:00h.

BancoSabadell 		Sobreponderar	
(mln de euros)	3T21	3T22 R4e	Var. %
Margen de intereses	877	902	3%
Comisiones netas	361	369	2%
Otros ingresos	313	20	n.r
Margen Bruto	1.551	1.291	-17%
Gastos de explotación/Amortización	-1.037	-725	-30%
Margen antes de provisiones	515	565	10%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-280	-257	-8%
Beneficio neto atribuido	154	200	30%

Fuente: R4e y Grupo Sabadell

- **Esperamos solidez en el margen de intereses para 3T22.** La menor contribución de la TLTRO (cuentan con un saldo de 32.000 mln de eur) se reducirá a un impacto de -7/-8 mln de eur, es decir prácticamente neutral. A esto se le une cierto efecto del proceso de reprecación de las carteras y mayor aportación de la cartera de renta fija esperada, que apoyarían un margen de intereses creciendo +2% i.t a pesar de un mayor coste de financiación mayorista.

Pocas novedades por el lado de las **comisione netas**, que **estimamos se mantengan prácticamente sin cambios** en 3T22 vs 2T22 en 369 mln de eur (+2% i.a.). Mientras los **costes de explotación** seguirán recogiendo los ahorros de costes derivados del plan de eficiencia lo que explica una caída en 3T22e del -30% i.a.

Por lo que respecta a las provisiones, estimamos unas provisiones de 178 mln de eur, lo que equivaldría a un coste de riesgo de 15 pbs en el trimestre, 66 pbs anualizado vs 61 pbs estimado para el conjunto del 2022 vs rango objetivo 50-72 pbs dado por la entidad.

- **Capital. En 1S22 cerraron con un CET 1 “fully loaded” del 12,85%, un ratio que en 3T22 podría situarse en línea o ligeramente por encima**, con la generación orgánica del trimestre compensada por el consumo de capital por menores plusvalías de la cartera de renta fija (que en 2T22 fue de -8 pbs) y el consumo derivado del aumento de los activos ponderados por riesgo en un contexto de crecimiento de volúmenes.
- En la **conferencia de resultados tras mejorar la guía de margen de intereses en junio a un crecimiento esperado a un dígito bajo**, no descartamos que tras el repunte visto en el Euribor puedan volver a mejorarla.

UNICAJA. Presenta resultados el 27 de octubre. Conferencia a las 11:30h.



(mln de euros)	3T21	3T22 R4e	Var. %
Margen de intereses	251	271	8%
Comisiones netas	121	128	6%
Otros ingresos	13	18	n.r
Margen Bruto	385	418	8%
Gastos de explotación/Amortización	-235	-218	-7%
Margen antes de provisiones	150	199	33%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-69	-62	-9%
Beneficio neto atribuido	54	100	86%

Fuente: R4e y Unicaja


- Para Unicaja **estimamos que el margen de intereses muestre fortaleza en 3T22**, alcanzando los 271 mln de eur (+1,5% 3T22/2T22 y +8% i.a.). Un comportamiento que debería permitir compensar en parte unas **menores comisiones netas previstas**, 128 mln de eur en 3T22e (-2%vs 2T22 y +6% i.a.) y **menor aportación de las líneas de resultados por operaciones financieras y puesta en equivalencia**. De este modo alcanzaríamos un margen bruto de 418 mln de eur, lo que supone un aumento del +8% i.a. pero del -6% vs 2T22.

Los gastos de explotación esperamos que caigan un 7% i.a. en 3T22e, evolución que recoge los ahorros de costes del plan de eficiencia, aunque en comparativa trimestral crecerían un +1%.

Por lo que respecta a las dotaciones a provisiones, esperamos que aumenten un +8% 3T22/2T22 aunque en comparativa interanual mantendría una tendencia de caída (-6% i.a. en 3T22e).

- La última guía proporcionada por la entidad en cuanto a margen de intereses apuntaba a un crecimiento del +3% i.a. para 2022, una guía que no descartamos puedan mejorar tras los últimos movimientos en el Euribor y el mercado de renta fija.

BBVA. Presenta resultados el 28 de octubre. Conferencia a las 9:30h.

		Sobreponderar	
(mln de euros)	3T21	3T22 R4e	Var. %
Margen de intereses	3.753	4.926	31%
Comisiones netas	1.203	1.413	17%
Otros ingresos	375	40	-89%
Margen Bruto	5.330	6.379	20%
Gastos de explotación/Amortización	-2.691	-2.779	3%
Margen antes de provisiones	2.639	3.600	36%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-622	-976	57%
Beneficio neto atribuido	1.401	1.614	15%

Fuente: BBVA compañía y R4e


- Pocas novedades en un trimestre que no contará con ningún evento extraordinario. Esperamos que se mantenga la buena evolución operativa, con crecimiento de los ingresos que compensará el avance de los gastos de explotación en un contexto de mayor inflación.
- Volveremos a contar con el impacto de la aplicación de **contabilidad hiperinflacionaria. Un impacto negativo que se espera sea menor vs 2T22 y 1T22 en el caso de Turquía** aplicando una inflación del 52,4% (acumulada en el año) y un mayor impacto en Argentina donde la inflación se está acelerando.
- **En España**, esperamos que el **margen de intereses muestre un crecimiento vs 2T22 del +2%, hasta 923 mln de eur**, a pesar de la menor contribución de la TLTRO que se compensará con el efecto de la subida de los tipos de interés y el arbitraje positivo que esto supone, y el proceso de repreciaación de la cartera de crédito. Este avance del margen de intereses **compensaría unas comisiones netas más débiles**, -4% 3T22/2T22, por estacionalidad, peor comportamiento de los mercados y que desde mediados de agosto se ha dejado de cobrar los depósitos que en 1S22 supuso 50 mln de eur de contribución (equivalente a un 4,5% del total de las comisiones en 1S22). **El beneficio neto 3T22e alcanzaría los 491 mln de eur (+5,5% vs 3T21)** con mayores provisiones esperadas (+28% i.t.).
- **Capital. Esperamos que el ratio CET 1 “fully loaded” se mantenga sin grandes cambios vs 1S22 cuando cerró en el 12,5%**. En positivo tendremos la generación de capital orgánica y un impacto positivo entre 10 – 12 pbs tras la finalización del programa de recompra de acciones para el que finalmente han destinado 3.160 mln de eur (vs 3.500 mln de eur contabilizados en capital). En negativo, contaremos con un consumo estimado de 9 pbs por impacto divisa, unos -12 pbs por la caída de la cotización de Telefónica (c.-31% en 3T22) y c. -12 pbs por el aumento de TIRes. Un trimestre en el que no esperamos impactos regulatorios, con -35 pbs pendientes de reconocer que se cargaran a finales de año o principios de 2023.

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

Beneficio neto por Áreas geográficas					
(mln de euros)	3T21	3T22 R4e	Var. %	3T22e consenso	Var consenso 3T22e/21
España	465	491	6%	504	8%
México	681	989	45%	972	43%
Turquía	199	95	-52%	81	-59%
Resto de Negocios	69	48	-31%	44	-37%
América del Sur	117	180	54%	180	54%
Actividades corporativas	-131	-189	44%	-231	77%

- **En la conferencia de resultados no esperamos novedades con reiteración de guías, excepto en el caso de España donde podríamos asistir a una mejora de los ingresos previstos.**

CAIXABANK. Presenta resultados el 28 de octubre. Conferencia a las 11:30h.

		Sobreponderar	
(mln de euros)	3T21	3T22 R4e	Var. %
Margen de intereses	1.589	1.628	2%
Comisiones netas	964	992	3%
Otros ingresos	274	255	-7%
Margen Bruto	2.828	2.875	2%
Gastos de explotación/Amortización	-1.606	-1.490	-7%
Margen antes de provisiones	1.221	1.384	13%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-165	-238	44%
Beneficio neto atribuido	744	754	1%

Fuente: R4e y compañía.

- A pesar de la menor actividad típica del trimestre, esperamos que el margen de intereses muestre una tímida recuperación en **comparativa trimestral, recogiendo un impacto negativo más limitado de la menor contribución de la TLTRO**. Un efecto que también se compensará con una mayor contribución de la cartera Alco, un trimestre que tiene un día más y cierto efecto del proceso de reprecación de la cartera de crédito (aunque esta aún será poco significativa).

Por su parte las comisiones netas se verán penalizadas por menores comisiones de custodia, 30 mln de eur aproximadamente en el trimestre y una comparativa con un 2T muy fuerte.

En cuanto a los **gastos de explotación**, a pesar del **impacto del ahorro de costes previsto estimamos que alcancen los 1.490 mln de eur en 3T22e**, muy en línea con lo visto en 2T22. En unas cifras afectadas por la inflación.

- En la **conferencia de resultados**, al igual que en el resto del sector **no descartamos que la entidad pueda revisar al alza la guía de margen de intereses para el conjunto del año** que actualmente está entre los 6.300 – 6.400 mln de eur.

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), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Repsol, Making Science, Inversa Prime Socimi 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: 78% Sobreponderar, 17% Mantener y 5% Infraponderar.