

ENDESA

23 de noviembre de 2022

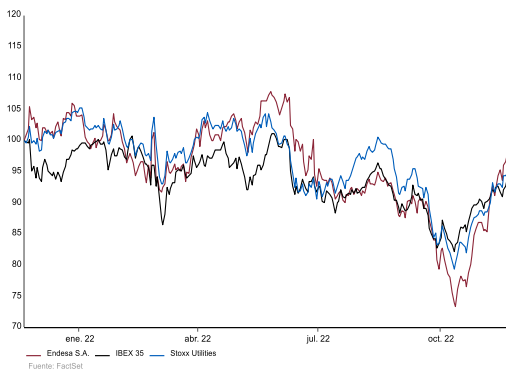
Ángel Pérez Llamazares, CIAA
Equity Research Analyst

Descensos de beneficio relevantes en los años 2023 y 2024.

MANTENER

Precio objetivo: 22,63 eur
Precio actual: 18,14 eur
Potencial: 24,8 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	22%	1%	-8%
Relativo	11%	-1%	-2%

ELEM / ELEES

Capitalización (mln eur)	19.205,8
Nº acciones (mln)	1.058,8
Free Float	29,9%
Vol. día (mln eur)	21,2
Mín/Máx 12 meses (eur)	14,07 - 21,06
Revalorización YTD	-10,2%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	75%	25%	0%

	2021	2022e	2023e
PER	14,9x	9,8x	14,8x
VE/EBITDA	7,1x	6,0x	7,5x
VE/Ventas	1,6x	1,3x	1,7x
PVC	4,0x	3,5x	3,6x
DN/EBITDA	2,1x	2,0x	2,6x
Pay-Out	152,9%	106,0%	70,0%
Rent. Div.	10,0%	7,1%	7,1%
FCF Yield	0,8%	-1,9%	3,0%
ROCE	13,8%	20,4%	13,7%
ROE	26,7%	36,1%	24,2%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Plan estratégico 2023-2025, incrementan inversiones en renovables.

Se incrementan las inversiones (8.600 mln eur vs 7.500 mln eur plan previo) gracias principalmente al impulso de las renovables (4.300 mln eur vs 3.100 mln eur previo). Se prevén instalar +4,4 GW de renovables en el periodo (vs 9,2 GW de capacidad en 2022e), contando para ello con una cartera madura de 15 GW. La inversión en el negocio de redes permitirá mantener el RAB en 11.300 mln eur en 2025e (vs 11.600 mln eur 2022e)

Recorte en las previsiones de 2023 y 2024.

El EBITDA de los años 2023 y 2024 se prevé que **descienda** vs 2022e por el impuesto a las **utilities** y los efectos de la inflación. El EBITDA 2025 +4% vs 2022e gracias a la **mayor contribución de renovables** y la mayor base de clientes liberalizados que se verán beneficiados por los menores costes de aprovisionamiento previstos, que previsiblemente **ampliarán los márgenes del negocio de comercialización**, y a pesar de la **normalización de la generación convencional** esperada (muy elevada en 2022, menor capacidad instalada) y los **efectos en los costes de la inflación**. El **beneficio neto** se verá afectado por las **mayores amortizaciones** por el crecimiento en renovables y el **mayor coste de la deuda** (previsto 2,7% en 2025 vs 1,5% 2022e).

Política de dividendos permite mantener la solidez del balance.

Se ha reiterado la política de **dividendos** con un **pay-out del 70%**, lo que permite mantener la **solidez en el balance**, con una deuda neta que, aunque está previsto que se incremente, se mantendrá en niveles de **2,1x DN/EBITDA 2025e** vs 1,9x DN/EBITDA 2022e. Del plan de Enel (70,1% del capital de Endesa) se desprende que podría haber una venta de la cartera de clientes de gas, pero no se han dado referencias al respecto.

Conclusión: revisamos nuestras estimaciones, P.O. y recomendación.

Teniendo en cuenta el escenario planteado en la presentación del plan, **recogido negativamente por la cotización, hemos revisado las estimaciones** de todos los negocios, previendo un menor beneficio neto en 2023 y 2024 respecto a nuestras anteriores previsiones. A través de una suma de partes en la que hemos valorado cada negocio individualmente, **hemos reducido el precio objetivo hasta 22,63 eur** (vs 24,96 eur), lo que nos lleva a **rebajar la recomendación a mantener** (ligero incremento en tasas de descuento mayor deuda y valoraciones inferiores en redes y generación convencional pese a la mejora en renovables).

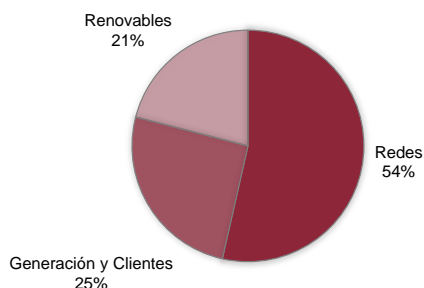
mln eur	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ventas	20.158	17.050	19.445	24.004	19.536	21.316
EBITDA	3.841	3.809	4.278	5.341	4.396	4.796
Margen (%)	19,1%	22,3%	22,0%	22,3%	22,5%	22,5%
EBITDA consenso	3.841	3.809	4.278	4.580	4.407	4.580
Bº neto	171	1.394	1.435	2.177	1.444	1.664
BPA (eur)	0,16	1,32	1,36	2,06	1,36	1,57
DPA (eur)	1,43	1,48	2,01	1,44	1,44	0,95
FCF	696	1.182	175	-397	650	754
DFN + / Caja neta -	6.377	6.853	8.806	10.725	11.599	11.856

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Endesa en una página

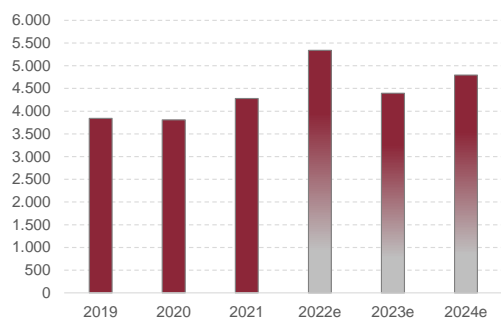
Compañía energética con presencia en España y Portugal, y más de 10 millones de clientes. El grupo se dedica a la generación, distribución y comercialización de electricidad, operando en mercados regulados y liberalizados de electricidad, y en menor medida comercialización de gas. La compañía busca el crecimiento en el área de las renovables y digitalización, esperando destinar 8.600 mln eur hasta 2025 para alcanzar un 91% de la producción eléctrica libre de emisiones, y con el objetivo de tener cero emisiones en 2040.

Valor Empresa R4e por negocio



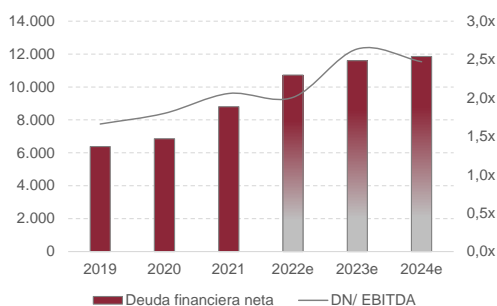
Fuente: Endesa y estimaciones Renta 4 Banco

Evolución del EBITDA (mln eur)



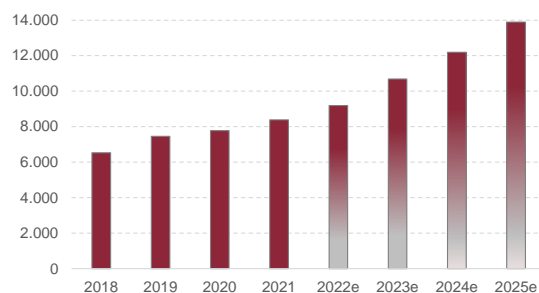
Fuente: Endesa y estimaciones Renta 4 Banco

Deuda neta / EBITDA



Fuente: Endesa y estimaciones Renta 4 Banco

Capacidad renovable instalada (MW)



Fuente: Endesa y estimaciones Renta 4 Banco

Catalizadores

- 1- Adjudicaciones adicionales y/o mejora en los costes de instalación en renovables.
- 2- Normalización del escenario de precios de la energía antes de lo previsto.
- 3- Derogación/modificación del impuesto a las *utilities* en España.

Riesgos

- 1- Instalación de renovables por debajo de las previsiones o a costes por MW superiores.
- 2- Riesgo regulatorio/político.
- 3- Mayor competencia en comercialización.
- 4- Deterioro de las condiciones macro.

ESG

E (Medioambiente)	mejor
S (Social)	mejor
G (Buen gobierno)	mejor

Rating

MSCI Rating ¹	AAA
Sustainalytics Risk Rating ²	17,2
S&P Global ESG Rank ³	95,0
Divulgación ESG Bloomberg ³	66,5
CPD del clima ⁴	7,0
Governance Qualityscore ISS ⁵	2,0
ISS ESG ¹	B
FTSE Russell ⁶	4,9

Fuente: Bloomberg, datos compañía. ¹ (CCC-AAA), ² (Min >40 - Max 0), ³ (0-100), ⁴ (1-8), ⁵ (0-10), ⁶ (0-5).

1. Plan estratégico 2023-2025.

Objetivos 2022: se esperan alcanzar los 2.500 mln eur en inversiones (vs 2.510 mln eur R4e), un EBITDA comparable entre 5.000 y 5.300 mln eur (EBITDA publicado, que recoge la plusvalía por la venta de Endesa X Way, entre 5.200 mln eur y 5.500 mln eur vs 5.341 mln eur R4e) y un beneficio neto comparable en 1.900 mln eur (vs 2.020 R4e).

Aumento de las inversiones: En lo que respecta al **periodo 2023-2025**, se **incrementan significativamente las inversiones** con respecto al plan anterior (8.600 mln eur vs 7.500 mln eur previo) gracias principalmente al **impulso** que se quiere dar al área de **renovables** (4.300 mln eur vs 3.100 mln eur previo). Se **prevén instalar 4,4 GW de renovables** en el periodo (3GW solar, 1,4 GW eólico) respecto a los 9,2 GW de capacidad instalada prevista a final de 2022, contando para ello con una **cartera madura de 15 GW** sobre un *pipeline* total de 85 GW. En el negocio de redes se reduce el nivel de inversión previsto (2.600 mln eur vs 2.900 mln eur previo), esperando que el **RAB baje hasta 11.300 mln eur** (vs 11.600 mln eur 2022e).

Objetivos 2025: El EBITDA comparable está previsto que se eleve en **2025** un **+4%** respecto al nivel estimado de 2022 pese a la **normalización de la generación convencional** esperada (muy elevada en 2022, además de que incluye una menor capacidad instalada), gracias a la **mayor contribución de renovables** y la mayor integración de los negocios prevista que podría permitir **rebajar los costes de aprovisionamiento**, lo que favorecería significativamente el negocio de comercialización. Elevado nivel de cobertura de las ventas de electricidad a precio fijo (66% en 2022e y 71% en 2025e) por una mayor base de clientes liberalizados esperada y una mayor gama de productos y servicios. La **inflación** y el **crecimiento** previsto **e elevarán el coste fijo** pese a cierto nivel de eficiencias previsto. El **EBITDA** de los años **2023 y 2024** se verá afectado por el **nuevo impuesto a las utilities** por alrededor de 400 mln eur cada año, lo que ha llevado a dar una guía que implica importantes descensos desde las cifras previstas de 2022e. El **beneficio neto** se verá afectado por las **mayores amortizaciones** por el crecimiento en renovables y el **mayor coste de la deuda** (previsto 2,7% en 2025 vs 1,5% 2022e).

Estructura de balance saneada: Se mantiene la **solidez en el balance** con una deuda neta que está previsto que se incremente un 15% hasta 2025 (entre 11.600 y 12.100 mln eur **2025e**, **2,1x DN/EBITDA** vs 10.000 y 10.500 mln eur 2022e, 1,9x DN/EBITDA), aunque la deuda bruta se reducirá considerablemente por las menores garantías a medida que se normalicen los precios. Del plan de Enel (70,1% del capital de Endesa) se desprende que podría haber una venta de la cartera de clientes de gas, pero no se han dado referencias al respecto.

2. Revisamos nuestras estimaciones.

Bajo el escenario planteado en el plan estratégico presentado, y asumiendo unas hipótesis de los precios de la electricidad por debajo de los 67 eur/MWh para los próximos años (por encima se aplica el *clawback* del gas), hemos revisado nuestras estimaciones, **destacando la bajada en el beneficio neto esperado para 2023 y 2024.**

(mln eur)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	TACC 22e-25e
EBITDA comparable	4.278					
Guía Plan Actual		5.000-5.200	4.400-4.700	4.900-5.200	5.200-5.500	1,6%
Guía Plan Anterior		4.100	4.500	4.700		
R4e		5.103	4.396	4.796	5.141	0,3%
R4e anterior		3.909	4.192	4.222		
Bº neto	1.457					
Guía Plan Actual		2.200-2.300	1.400-1.500	1.700-1.800	2.000-2.100	-3,1%
Guía Plan Anterior		1.800	1.900	2.000		
R4e		2.186	1.454	1.675	1.903	-4,5%
R4e anterior		1.675	1.852	1.959		
DPA (eur/acc)	1,44					
Guía Plan Actual		1,50	1,00	1,20	1,40	-2,3%
Guía Plan Anterior		1,20	1,30	1,30		
R4e		1,44	0,95	1,10	1,26	-4,4%
R4e anterior		1,11	1,22	1,29		
Pay-out (%)						
Guía Plan Actual		70%	70%	70%	70%	
Guía Plan Anterior		70%	70%	70%		

Fuente: datos compañía, estimaciones R4.

3. Valoración y recomendación.

Tras ajustar nuestras estimaciones con el escenario actual, hemos realizado una valoración por suma de partes en la que valoramos individualmente cada uno de los negocios. **Reducimos el precio objetivo ligeramente hasta 22,63 eur** (vs 24,96 eur previo) y la **recomendación a mantener** (ligeros incrementos en las tasas de descuento, mayor deuda neta y menor valoración en redes y generación convencional, pese a la mejora en el negocio de renovables).

(mln de euros)	Método	EV	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Distribución de electricidad	DCF	19.884	1.804	11,0x
Generación y Comercialización		17.249	2.992	5,8x
Enel Green Power España	DCF	7.793	600	13,0x
Generación convencional y comercialización	DCF	9.456	2.391	4,0x
EV		37.133	4.396	8,4x
Otras sociedades participadas	BV	180		
Deuda neta ajustada 2022e		10.725		
Provisiones	BV	4.151		
Equity		22.437		
Nº de acciones		1.059		
Precio por acción		21,19		
Dividendos pendientes 2023		1,44		
Precio Objetivo		22,63		

Fuente: estimaciones Renta 4.

Cifras Clave

PYG (mIn eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC 20/24
Ventas	20.158	17.050	19.445	24.004	19.536	21.316	5,7%
Coste de ventas	-14.386	-11.044	-13.367	-20.297	-15.724	-17.509	12,2%
Margen Bruto	5.772	6.006	6.078	3.707	3.811	3.808	-10,8%
Gastos operativos	-1.931	-2.197	-1.800	1.634	584	989	n.a.
EBITDA	3.841	3.809	4.278	5.341	4.396	4.796	5,9%
EBITDA ordinario	3.938	4.053	4.278	5.341	4.396	4.796	4,3%
Amortizaciones	-3.550	-2.141	-2.322	-1.921	-1.996	-2.079	-0,7%
EBIT	388	1.912	1.956	3.420	2.400	2.717	9,2%
Resultado financiero	-184	-158	-31	-234	-275	-290	16,4%
Puesta en equivalencia	15	34	-1	15	15	15	-18,5%
Otros y extraordinarios	11	0	0	0	0	0	n.a.
BAI	230	1.788	1.924	3.201	2.140	2.442	8,1%
Impuestos sobre beneficios	-50	-388	-467	-1.015	-686	-767	18,6%
Minoritarios	-9	-6	-22	-9	-10	-11	16,4%
Otros							n.a.
Bº Neto	171	1.394	1.435	2.177	1.444	1.664	4,5%
Márgenes y crecimiento (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Crec. Ventas	-0,2%	-15,4%	14,0%	23,4%	-18,6%	9,1%	
Margen Bruto	28,6%	35,2%	31,3%	15,4%	19,5%	17,9%	
Crec. EBITDA	5,9%	-0,8%	12,3%	24,8%	-17,7%	9,1%	
Margen EBITDA	19,1%	22,3%	22,0%	22,3%	22,5%	22,5%	
Crec. EBITDA ordinario	8,6%	2,9%	5,6%	24,8%	-17,7%	9,1%	
Margen EBITDA ordinario	19,5%	23,8%	22,0%	22,3%	22,5%	22,5%	
Crec. EBIT	-79,8%	392,8%	2,3%	74,9%	-29,8%	13,2%	
Margen EBIT	1,9%	11,2%	10,1%	14,2%	12,3%	12,7%	
Crec. BPA	-87,9%	715,2%	2,9%	51,7%	-33,7%	15,2%	
Balance (mIn eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Inmovilizado material	21.390	21.412	22.152	22.741	23.546	24.467	
Inmovilizado inmaterial	2.069	2.078	2.184	2.184	2.184	2.184	
Inmovilizado financiero	908	947	1.618	1.618	1.618	1.618	
Otro activo fijo	1.514	1.391	2.362	2.362	2.362	2.362	
Clientes	3.485	3.346	5.382	5.382	5.382	5.382	
Otro activo circulante	2.385	2.468	4.698	6.692	6.692	6.692	
Tesorería y equivalentes	230	420	1.572	1.572	1.572	1.572	
Total activo	31.981	32.062	39.968	42.551	43.356	44.277	
Recursos propios	7.688	7.315	5.380	6.036	5.956	6.609	
Minoritarios	149	150	164	173	183	194	
Deuda financiera a largo plazo	5.652	5.901	7.211	9.130	10.004	10.261	
Otros pasivos a largo plazo	10.027	10.141	11.391	11.391	11.391	11.391	
Deuda financiera a corto plazo	955	1.372	3.167	3.167	3.167	3.167	
Proveedores	6.934	6.003	6.856	6.856	6.856	6.856	
Otros pasivos a corto plazo	576	1.180	5.799	5.799	5.799	5.799	
Total pasivo	31.981	32.062	39.968	42.551	43.356	44.277	
Principales ratios	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Nº acciones (mln)	1.059	1.059	1.059	1.059	1.059	1.059	
Precio (eur)	23,79	22,35	20,20	20,20	20,20	20,20	
BPA (eur/acción)	0,16	1,32	1,36	2,06	1,36	1,57	
DPA (eur/acción)	1,43	1,48	2,01	1,44	1,44	0,95	
Payout (%)	106,6%	913,3%	152,9%	106,0%	70,0%	0,0%	
Rentabilidad por dividendo (%)	6,0%	6,6%	10,0%	7,1%	7,1%	4,7%	
VE/ Ventas (x)	1,6	1,8	1,6	1,3	1,7	1,6	
VE/ EBITDA (x)	8,2	8,0	7,1	6,0	7,5	6,9	
VE/ EBIT (x)	81,4	16,0	15,4	9,4	13,7	12,2	
PER (x)	147,3	17,0	14,9	9,8	14,8	12,9	
ROCE (%)	2,8%	13,5%	13,8%	20,4%	13,7%	14,7%	
ROE (%)	2,2%	19,1%	26,7%	36,1%	24,2%	25,2%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	6.377	6.853	8.806	10.725	11.599	11.856	
Deuda neta / EBITDA (x)	1,7	1,8	2,1	2,0	2,6	2,5	
Cobertura de intereses (x)	2,1	12,1	63,1	14,6	8,7	9,4	
Capex / ventas (%)	9,5%	10,1%	10,5%	10,5%	14,3%	0,0%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mIn eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	388	1.912	1.956	3.420	2.400	2.717
Amortización de inmovilizado	3.550	2.141	2.322	1.921	1.996	2.079
Variación fondo de maniobra	396	-271	1.206	-1.994	0	0
Resultado financiero	-158	-124	-32	-219	-260	-275
Impuestos	-50	-388	-467	-1.015	-686	-767
Flujo de caja operativo	4.126	3.270	4.985	2.113	3.450	3.754
Inversiones en activo mat e inmat.	-3.024	-2.172	-3.168	-2.510	-2.800	-3.000
Otras inversiones	-406	84	-1.642	0	0	0
Flujo de caja libre	696	1.182	175	-397	650	754
Dividendos (sociedad dominante)	-1.511	-1.562	-2.132	-1.522	-1.524	-1.011
Otros movimientos de FF.PP.	-13	-210	-1.246	0	0	0
Otros	221	114	1.250	0	0	0
Cambio en deuda neta	-607	-476	-1.953	-1.919	-874	-257
Deuda neta (+) / caja neta (-)	6.377	6.853	8.806	10.725	11.599	11.856

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mIn)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mIn eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 23e
Endesa S.A. *	1.059	18,14	19.206	Mantener	22,63	24,8%	7,1%
Iberdrola SA *	6.362	10,76	68.456	Sobreponderar	13,57	26,1%	4,6%
Naturgy Energy Group, S.A. *	970	27,15	26.325	Infraponderar	24,77	-8,8%	4,4%
ENGIE SA.	2.435	14,39	35.044	Sobreponderar	18,20	26,5%	8,1%
EDP-Energias de Portugal SA	3.966	4,48	17.770	Sobreponderar	5,70	27,2%	4,5%
E.ON SE	2.641	8,95	23.645	Sobreponderar	10,73	19,8%	5,9%
RWE AG	676	41,05	27.759	Sobreponderar	53,00	29,1%	2,2%
Promedio						20,7%	5,3%

Compañía	PER 23e	PER 24e	Cto. Bº Neto 22-24e	PEG 23e	PEG 24e	ROE 23e	P/V C 23e
Endesa S.A. *	14,8x	12,9x	7,7%	1,9x	1,7x	24,2%	3,6x
Iberdrola SA *	15,4x	14,2x	8,2%	1,9x	1,7x	10,1%	1,6x
Naturgy Energy Group, S.A. *	18,0x	19,7x	-2,1%	n.r.	n.r.	23,0%	4,1x
ENGIE SA.	8,1x	8,8x	-10,3%	n.r.	n.r.	11,2%	0,9x
EDP-Energias de Portugal SA	16,6x	15,5x	15,0%	1,1x	1,0x	10,9%	1,8x
E.ON SE	10,3x	10,2x	-3,7%	n.r.	n.r.	15,9%	1,6x
RWE AG	12,6x	17,0x	-22,7%	n.r.	n.r.	11,9%	1,5x
Promedio	13,7x	14,0x	-1,2%	n.r.	n.r.	15,3%	2,2x

Compañía	VE/EBITDA 23e	VE/EBITDA 24e	Cto. EBITDA 22-24e	Margen EBITDA 23e	EVG 23e	EVG 24e	DNE/EBITDA 23e
Endesa S.A. *	7,5x	6,9x	5,9%	22,5%	1,3x	1,2x	2,6x
Iberdrola SA *	8,6x	8,2x	8,8%	28,2%	1,0x	0,9x	3,7x
Naturgy Energy Group, S.A. *	8,9x	9,2x	0,2%	16,5%	47,1x	48,9x	2,9x
ENGIE SA.	4,7x	4,8x	-4,2%	18,3%	n.r.	n.r.	1,8x
EDP-Energias de Portugal SA	7,1x	6,9x	7,9%	26,1%	0,9x	0,9x	3,4x
E.ON SE	7,9x	7,7x	-1,2%	8,9%	n.r.	n.r.	4,8x
RWE AG	5,9x	6,8x	-5,9%	18,2%	n.r.	0,4x	0,7x
Promedio	7,2x	7,2x	1,7%	19,8%	4,4x	0,4x	2,9x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2022	1 año
Endesa S.A. *	-5,1%	-2,0%	21,9%	0,7%	-10,2%	-7,5%
Iberdrola SA *	0,0%	2,6%	12,9%	-1,0%	3,4%	7,2%
Naturgy Energy Group, S.A. *	-0,3%	1,6%	14,5%	-8,6%	-5,2%	13,1%
ENGIE SA.	-0,7%	0,9%	17,8%	11,3%	10,6%	10,1%
EDP-Energias de Portugal SA	0,0%	1,4%	6,4%	-12,9%	-7,3%	-5,7%
E.ON SE	-0,5%	0,7%	13,1%	0,0%	-26,6%	-15,8%
RWE AG	-0,6%	2,9%	11,2%	-4,7%	14,9%	26,3%
Ibex 35	0,1%	2,8%	10,4%	1,3%	-4,4%	-5,5%

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Evolución cotización últimos 12 meses.



©FactSet Research Systems

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) y 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 Opdenergy.

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: 73% Sobreponderar, 20% Mantener y 7% Infraponderar.