

S. FINANCIERO

16 de enero de 2023

Previo 4T22. Por fin llegó la recuperación del Euribor.

Analista financiero

Nuria Álvarez Añibarro



Margen de intereses recogiendo mayor impacto del Euribor.

La fuerte subida del Euribor en 2S22 (+1,51 pp hasta 3,291% a cierre de año) ya se notará en 4T22, donde deberíamos ver un crecimiento vs 3T22 importante, +10% de media banca (banca doméstica, Sabadell ex - TSB y áreas de España de BBVA y Santander). Un margen de intereses que aun contará con la contribución de la TLTRO y dejará de incorporar completamente el cobro a grandes clientes por los depósitos. El buen comportamiento esperado en margen de intereses, a pesar de la esperada moderación en los volúmenes de concesión de crédito, permitirá compensar unas comisiones netas débiles de manera generalizada. Dos partidas que en el conjunto del año apoyarán un margen bruto creciendo +17% de media vs 2021.

Provisiones. Cumplimiento de guías. Posibles extraordinarios.

En los 9M22 los costes de riesgo de las entidades han estado controlados, por debajo de unas guías que se han mantenido a pesar de los buenos datos. Es por ello que en 4T22 deberíamos ver un aumento de la dotación a provisiones vs 3T22, +45% de media entre los bancos domésticos (ex TSB e incluyendo las áreas de España de BBVA y Santander) que permita cumplir con los objetivos. Si bien este aumento debería estar descontado en las cotizaciones (no supondrá una sorpresa salvo que no cumplan con las guías), adicionalmente no descartamos que se produzcan dotaciones a provisiones extraordinarias para hacer cierta limpia en el último trimestre, un elemento que creemos el mercado podría recoger negativamente.

Guías 2023. Buscando el equilibrio.

Esperamos que el mensaje de las entidades sea prudente, sin un excesivo optimismo por el lado del margen de intereses y unas métricas de riesgo menos negativas de lo que el mercado podría descontar. No hay que descartar guías de crecimiento de doble dígito de margen de intereses (entre +20%/+30%) y moderadas en comisiones netas, que deberían más que compensar el alza prevista en gastos de explotación y coste de riesgo. Destacar en el caso de Santander no esperamos que proporcionen detalles sobre 2023 derivándolo a la presentación del Plan Estratégico (28 de febrero). En cuanto a la posible reacción de los valores a los resultados, consideramos que existe más presión a la baja tras el buen comportamiento acumulado en la primera mitad de enero.

Evolución cotización	1 mes	2023
Santander	12%	12%
BBVA	15%	13%
Caixabank	18%	6%
Sabadell	17%	12%
Unicaja	31%	20%
Bankinter	14%	7%
IBEX 35	7%	8%
Stoxx Banks	12%	10%

Fuente: Factset.

4T22e	Margen Bruto	Var % i.a.	Margen neto	Var % i.a.	Beneficio neto	Var % i.a.	Precio Objetivo	Potencial	Recomendación
Santander	14.236	21%	7.808	27%	2.416	6%	4,24	35%	Sobreponderar
BBVA	7.047	29%	4.048	55%	1.768	32%	8,39	32%	Sobreponderar
Caixabank	2.790	9%	1.281	44%	582	37%	4,45	14%	Sobreponderar
Sabadell	1.184	6%	439	22%	66	-59%	1,28	30%	Sobreponderar
Unicaja	354	13%	137	52%	35	n.r	1,43	15%	Sobreponderar
Bankinter	531	23%	294	44%	122	48%	6,63	-1%	Mantener

* Mln de euros

** Fuente: estimaciones Renta 4 y compañías

PREVIO 4T22. SOLIDEZ OPERATIVA MÁS ALLÁ DE LAS GUÍAS.

El **4T22 será el trimestre más fuerte en generación de margen de intereses**, crecimiento medio del +10% estimado vs 3T22 (banca doméstica, Sabadell ex - TSB y áreas de España de BBVA y Santander), recogiendo en mayor proporción la recuperación del Euribor a 12 meses y su impacto en el proceso de depreciación de la cartera de crédito.

Este impulso en margen de intereses servirá para minimizar el efecto del cargo al FGD que siempre ocurre en 4T, y en ausencia de unas comisiones netas creciendo fuerte, +4,5% estimado vs 3T22 bancos domésticos (banca doméstica, Sabadell ex - TSB y áreas de España de BBVA y Santander) en un contexto de menores comisiones de éxito y mal comportamiento de los mercados.

La generación de margen neto se verá afectada por una evolución de los gastos de explotación al alza como viene siendo habitual el último trimestre del año.

Por lo que respecta al **coste de riesgo**, en lo que llevamos de año, se han situado de media por debajo de la guía proporcionada para todo 2022. Es por ello, que **esperamos que en 4T22 se produzca un incremento de las dotaciones a provisiones frente a lo visto en trimestres anteriores. Un aumento que debería permitir cumplir sin problemas con las guías.**

Asimismo, no descartamos que las entidades opten por ser algo más prudentes y lleven a cabo provisiones extraordinarias que permitan minimizar la presión al alza existente de cara a 2023.

Consideramos que los resultados deberían mantener un buen tono operativo, y que **en 4T22 se debería ver cierto freno en la evolución de los volúmenes de crédito**, sobre todo en el hipotecario. Según datos del Banco de España en octubre el saldo de crédito mostró un crecimiento de c.+1% i.a. y estabilidad vs septiembre (-0,1%) y acumula un descenso del 1% frente a junio momento del año en el que el saldo de crédito alcanzó máximos.

Por tipo de crédito, todavía no se ha reflejado el entorno actual de inflación y Euribor al alza (por encima del 3%) en el comportamiento del crédito hipotecario para adquisición de vivienda que en 3T22 está plano vs 3T21 y 2T22.

De cara a las **guías** que puedan dar para **2023, la atención se concentrará en el coste de riesgo, la presión al alza en los costes, así como la visibilidad que puedan dar sobre la evolución del coste de pasivo (minorista y mayorista) que será clave para el avance del margen de intereses. Un margen de intereses cuyas guías al menos deberían ser de doble dígito para 2023 y cuya intensidad dependerá de la capacidad de cada entidad para frenar la subida del coste del pasivo minorista.**

BANKINTER. Presenta resultados el 19 de enero. Conferencia a las 9:00h.




(mln de euros)	4T21	4T22 R4e	Var. %
Margen de intereses	320	427	33%
Comisiones netas	161	166	3%
Otros ingresos	-49	-63	30%
Margen Bruto	432	531	23%
Gastos de explotación/Amortización	-229	-237	3%
Margen antes de provisiones	203	294	44%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-101	-114	13%
Beneficio neto atribuido	82	122	48%

Fuente: R4e y Bankinter.

- Esperamos que el **margen de intereses** se sitúe en 4T22 en 427 mln de eur (+7% vs 3T22 y +33% i.a., y 436 mln de eur consenso) alcanzando los 1.493 mln de eur en el **conjunto del año** lo que supone un incremento del **+17% vs 2021**, y estaría **en línea con la guía de crecimiento a doble dígito** que el banco mejoró en el último trimestre desde dígito medio-alto.
- Las **comisiones netas**, estimamos alcancen los 166 mln de eur (+12% vs 3T22 y +3% i.a., y 159 mln de eur consenso). En el conjunto del año las comisiones netas se situarían en 618 mln de eur, lo que supondría un **avance del +3% i.a en línea con la guía de crecimiento a un dígito bajo-medio** (vs medio guía anterior). **No descartamos que podamos ver mayor presión en esta línea** vs nuestras estimaciones y puedan decepcionar en este aspecto.
- Un mayor esfuerzo en provisiones estimado, +40% 4T22/3T22 hasta -92 mln de eur, llevarían al beneficio neto a situarse en 4T22 en 122 mln de eur (+36% i.t y +48% i.a.). **Para 2022, el beneficio neto alcanzaría los 552 mln de eur y supondría cumplir con el objetivo de 550 mln de eur un año antes de lo previsto.**
- En términos generales **deberíamos ver continuidad de las tendencias vistas en trimestres anteriores**. Destacando para 4T22 una moderación en la concesión de hipotecas, tanto por competencia como por menor demanda, y un coste del pasivo minorista aun sin tensiones.

SABADELL. Presenta resultados el 26 de enero. Conferencia a la 9:00h.

BancoSabadell 		Sobreponderar	
	4T21	4T22 R4e	Var. %
Margen de intereses	863	1.017	18%
Comisiones netas	397	389	-2%
Otros ingresos	-142	-223	57%
Margen Bruto	1.118	1.184	6%
Gastos de explotación/Amortización	-759	-745	-2%
Margen antes de provisiones	360	439	22%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-276	-283	2%
Beneficio neto atribuido	159	66	-59%

* Fuente: R4e y Grupo Sabadell

- **El margen de intereses recogerá en positivo el impacto del proceso de reprecación de la cartera de crédito con la recuperación del Euribor**, mayor contribución de la cartera Alco y todavía una contribución positiva de la TLTRO (aunque en menor medida que en 3T). Estos efectos positivos se verán en parte contrarrestados por un aumento del coste de financiación mayorista, y la no contribución de la remuneración de los depósitos a empresas cobrando tipos negativos (que en 3T se situaron en 13 mln de eur). En conjunto esperamos que el margen de intereses alcance los 1.017 mln de eur (+18% i.a. y +5% i.t.).
- También destacar las comisiones netas, que podrían ceder un -% trimestral. A pesar de que 4T de manera estacional siempre es un trimestre de mayor generación de comisiones, en esta ocasión la buena evolución de las comisiones por pagos en la temporada de verano y unas comisiones extraordinarias en TSB en 3T, y probablemente la ausencia del cobro de comisiones de éxito en 4T22 (en 4T21 fueron 17 mln de eur, 4% del total) llevarían a las comisiones a registrar esa caída, cumpliendo en el conjunto del año con la guía de crecimiento a un dígito bajo.
- **En 4T22, también se incluirá el impacto de la multa de TSB por 55 mln de eur.**
- **El beneficio neto alcanzaría los 66 mln de eur, con incremento de dotaciones a provisiones en línea con una guía de coste de riesgo de 60 pbs, y una mayor presión fiscal puntual del trimestre.**
- **Capital**, esperamos que cierre el año en niveles de 12,56% lo que supone estabilidad vs 3T.

UNICAJA. Presenta resultados el 31 de enero. Conferencia a la 9:30h.

	4T22		
	4T21	R4e	Var. %
Margen de intereses	235	298	27%
Comisiones netas	134	131	-2%
Otros ingresos	-56	-74	n.r
Margen Bruto	313	354	13%
Gastos de explotación/Amortización	-223	-217	-3%
Margen antes de provisiones	90	137	52%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-90	-91	1%
Beneficio neto atribuido	-18	35	n.r

Fuente: R4e y Unicaja

- El **margen de intereses** estimamos que registre un **crecimiento del +13% i.t** apoyado por el proceso de reprecación, lo que implica 298 mln de eur para 4T22 vs 300 mln de eur guía. Un margen de intereses que contará con una contribución limitada de la TLTRO que en 3T22 supuso 3 mln de eur. Para el **conjunto del año** nuestras estimaciones apuntan a un margen de intereses de **1.063 mln de eur (+3,4% i.a.) frente a un +4% i.a. de guía para 2022.**
- Sin novedades en la evolución esperada de las **comisiones netas** que **deberían situarse en línea con trimestres anteriores**, con un mayor impacto del cargo del FGD y unos gastos de explotación algo por debajo vs 3T22, llevarían al **margen neto** a mostrar un avance del +37% i.a. en 4T22 y **+25% i.a para el conjunto del año.**
- Por el lado de las **provisiones**, la **guía de coste de riesgo de 30 pbs** para el conjunto del año requiere un aumento de esta partida para 4T22. **Nuestras estimaciones** apuntan a **-45,5 mln de eur en el trimestre**, lo que **supondría un coste de riesgo de 31 pbs.** Por otro lado, en el **resto de provisiones** esperamos un **cargo de c. -46 mln de eur**, recogiendo los 25 mln de eur que de manera recurrente la entidad suele realizar para cubrir litigios y un cargo adicional asociado a ajuste de modelos macroeconómicos.
- **Un esfuerzo en provisiones, aprovechando la solidez del crecimiento del margen neto, que llevaría al beneficio neto a 35 mln de eur en 4T22 y c. 296 mln de eur para 2022.**
- **Capital**, esperamos que cierre el año en niveles de 13,10% muy en línea con 9M22 de 13,01%.

BBVA. Presenta resultados el 1 de febrero. Conferencia a las 9:30h (est.).

(mln de euros)	4T22		
	4T21	R4e	Var. %
Margen de intereses	3.978	5.523	39%
Comisiones netas	1.247	1.480	19%
Otros ingresos	251	44	-83%
Margen Bruto	5.477	7.047	29%
Gastos de explotación/Amortización	-2.859	-2.999	5%
Margen antes de provisiones	2.618	4.048	55%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-864	-1.326	53%
Beneficio neto atribuido	1.342	1.768	32%

Fuente: BBVA compañía y R4e

- El 4T22 debería seguir mostrando una buena evolución operativa.** A nivel grupo estimamos que el **margen de intereses** alcance los 5.523 mln de eur (+5% i.t y +39% i.a.) y **19.352 mln de eur en 2022 (+16% i.a.)**. Cifras que recogen el **impacto positivo de la evolución de las divisas en el año y el entorno de subidas de tipos**. En **Turquía**, la depreciación de la lira turca afectará a toda la cuenta de manera significativa, mientras que la inflación, 77% de media en 4T22, seguirá teniendo su efecto positivo en la cartera de bonos ligados a la inflación.
- En cuanto al coste de riesgo, estimamos un incremento de las provisiones por deterioro de activos financieros del +20% i.t. en 4T22, lo que supondría elevar las provisiones hasta 3.500 mln de eur compatible con un coste de riesgo de 1,06 pp vs 1 pp de guía.
- Capital. Esperamos que la entidad cierre con un ratio de capital CET 1 “fully loaded” del 12,54%** (vs 12,45% a 9M22), recogiendo el impacto positivo de la generación orgánica de capital, y un consumo de -11 pbs derivado del impacto divisas y aumento de las TIRes. Asimismo, se espera que en 4T22 se haga el cargo de los impactos regulatorios pendientes <35 pbs, y no incluido en nuestra estimación.
- Por **áreas geográficas**, las estimaciones R4e son las siguientes:

Beneficio neto por Áreas geográficas			
(mln de euros)	4T22		
	4T21	R4e	Var. %
España	358	263	-26%
México	752	1.211	61%
Turquía	156	215	38%
Resto de Negocios	47	73	55%
América del Sur	148	188	27%
Actividades corporativas	-120	-182	n.r

* Actividades corporativas incluye ajuste fondo de comercio de Estados Unidos y venta de la JV No Vida con

SANTANDER. Presenta resultados el 2 de febrero. Conferencia a las 10:00h (Est).



(mln de euros)	4T21	4T22 R4e	Var %
Margen de intereses	8.716	10.837	24%
Comisiones netas	2.691	3.473	29%
Otros ingresos	370	-73	n.r
Margen Bruto	11.777	14.236	21%
Gastos de explotación/Amortización	-5.637	-6.428	14%
Margen antes de provisiones	6.140	7.808	27%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-2.313	-3.854	67%
Beneficio neto atribuido	2.276	2.416	6%


Fuente: R4e y Santander

- Esperamos que el **margen de intereses a nivel Grupo se sitúe en 11,112 mln de eur en 4T22, lo que supone un crecimiento del +27% vs 4T21**. En el año el margen de intereses estimamos muestre un avance del +18% i.a. apoyado por el efecto divisa y el entorno de subidas de tipos de interés. Por su parte las comisiones netas, reflejarían un crecimiento de doble dígito en el computo anual, +18% i.a. 2022 R4e.

La buena evolución de los ingresos, permitirá absorber el repunte en los gastos de explotación recogiendo el efecto inflación principalmente de Latinoamérica, con la vista puesta en Brasil donde podría seguir viéndose un menor crecimiento de los ingresos vs gastos. **Así como el de las provisiones, +17% i.t en 4T22e y +44% i.a. en 2022.**

- Por **áreas geográficas, esperamos ver presión en Chile** (7% del beneficio neto del Grupo 2022 R4e) donde todavía continuará pesando el impacto de la fuerte subida de los tipos de interés y el efecto inmediato que esto tiene sobre el coste del pasivo. Un diferencial a la clientela presionado, y dando continuidad a esa caída que en 3T22 vs 2T22 supuso una pérdida de 2,3 pp hasta situarse en el 9% y que explicó un MI/ATM a la baja en casi un punto porcentual. **En positivo deberíamos seguir viendo la fortaleza en comisiones netas**, con crecimiento interanual >+20% en 2022 R4e y la aportación positiva de los resultados por operaciones financieras. En conjunto unos ingresos que deberían ser capaces de absorber el aumento en costes de explotación y mayor coste de riesgo.
- En **capital, no esperamos novedades con un ratio en torno al 12% en línea con la guía de la entidad.**
- Por lo que respecta a la **conferencia de resultados, no esperamos novedades y tampoco creemos que vayan a dar guías muy concretas, algo que dejarán para el 28 de febrero día en el que celebrarán su Investor Day en Londres.**

CAIXABANK. Presenta resultados el 3 de febrero. Conferencia a las 11:00h (Est).

		Sobreponderar	
(mln de euros)	4T21	4T22 R4e	Var. %
Margen de intereses	1.559	1.891	21%
Comisiones netas	1.101	1.014	-8%
Otros ingresos	-96	-115	n.r
Margen Bruto	2.563	2.790	9%
Gastos de explotación/Amortización	-1.676	-1.509	-10,0%
Margen antes de provisiones	888	1.281	44%
Dotaciones a provisiones	-344	-420	22%
Beneficio neto atribuido	426	582	37%

Fuente: R4e y compañía.

- **Esperamos que el margen de intereses muestre un crecimiento del +12% trimestral apoyado por el efecto reprecación de la cartera de crédito** y más que compensando la finalización del cobro a grandes clientes por los depósitos (90 ml de eur/año) y la probable desaceleración en el ritmo de concesión de crédito.
- **Una evolución positiva del margen de intereses junto con la contribución de los dividendos de Telefónica y unos ingresos por seguros sólidos que no lograrán compensar unas comisiones netas débiles** (+1% i.t y -9% i.a R4e), menores resultados por operaciones financieras estimados (23 mln de eur R4e vs 107 mln de eur medio por trimestre en 9M22) y el **cargo a FGD**, -376 mln de eur R4e. Lo que explicaría la caída del margen bruto del -7% R4e vs 3T22. No obstante en el conjunto del año el margen bruto crecería +4% i.a.
- Por el lado de **coste de riesgo esperamos que la entidad cumpla con la guía proporcionada, c. 25 pbs para el conjunto del año** (vs 22 pbs 9M22). Esto supondría una dotación a provisiones por deterioro de activos financieros de 420 mln de eur en el trimestre (vs media trimestral de 183 mln de eur en 9M22). Asimismo, esperamos que el banco aproveche la contabilización de las plusvalías por 98 mln de eur derivadas de la venta de un edificio en Madrid para llevar a cabo saneamientos extraordinarios.
- **El beneficio neto alcanzaría los 582 mln de eur R4e en 4T22** (+37% i.a) **y los 3.039 mln de eur en 2022** (-44% i.a. y +28% i.a en términos homogéneos).
- En **capital**, el ratio CET 1 “fully loaded” recogerá el impacto del programa de recompra de acciones finalizado y la amortización de las acciones adquiridas bajo ese programa equivalente al 6,93% del capital social (-27 pbs R4e). Asimismo, la venta del edificio en Madrid tendrá una contribución positiva de +4 pbs en capital.

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: 58% Sobreponderar, 36% Mantener y 6% Infraponderar.