

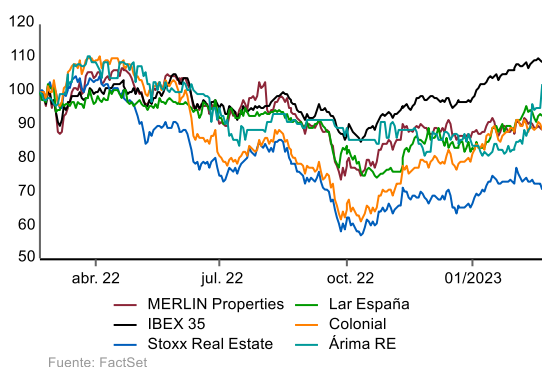
SOCIMIS

24 de febrero de 2022

SOCIMIS previo 2022: La *soga-tira*.

Analista financiero

Javier Díaz Izquierdo



Fuente: FactSet

Soga-tira...

Las principales SOCIMIS españolas presentarán sus resultados correspondientes a 4T22 y ejercicio 2022 los últimos días de febrero (lunes 27 Árima y Lar España, y martes 28 Colonial y MERLIN Properties). Consideramos que **la sal de estos resultados estará en las valoraciones** de los activos de las Compañías, determinando así la clásica referencia al relativizar unos niveles de cotización en los que la subida de tipos ha ganado el pulso al desempeño operativo en 2022.

...con el crecimiento de rentas, ocupación y FFO a un lado...

En términos generales, desde el punto de vista operativo, 2022 ha resultado un excelente año para las Compañías a nivel de resultados. La indexación de los contratos en un entorno de inflación ha permitido registrar sólidos crecimientos de rentas. Por su parte, el crecimiento económico registrado en 1S22 (dejando atrás restricciones mayores por Covid) unido a la escasez de espacios y ubicaciones de calidad en los diversos subsectores inmobiliarios han elevado las ocupaciones. En este sentido, teniendo en cuenta el apalancamiento operativo propio del negocio, los flujos de caja generados en 2022 registrarán sólidos crecimientos, y por ende, "tirarían" al alza las valoraciones. Igualmente, no debemos dejar de prestar atención a la mejora de dividendos en un entorno de inflación.

...y la expansión de yields, menor spread, coste de capital a otro...

Por su parte, el nuevo entorno de tipos, con el repunte de TIRes de la deuda soberana y el consiguiente estrechamiento del spread con la rentabilidad de los activos inmobiliarios, ha supuesto un claro freno a la inversión en el sector (a partir de 2S22) y el inicio de un periodo de expansión de yields desde mínimos históricos. En consecuencia, ha supuesto un incremento en las tasas de descuento empleadas para el cálculo de las valoraciones. Con todo ello, estos factores "tirarían" a la baja las valoraciones.

...para determinar unas valoraciones muy esperadas.

Bajo este escenario, con el tirón del buen tono operativo tratando de neutralizar la fuerza de la expansión de yields e incrementos de las tasas de descuento, se presentan unos resultados muy esperados para determinar si por primera vez desde 2013 (ciclo de contracción de yields en el sector) se produce una clara corrección en las valoraciones de los activos.

*Comportamiento (%)	2022	YTD
Arima Real Estate SOCIMI SA	-18,3%	18,4%
Inmobiliaria Colonial SOCIMI SA	-24,2%	6,3%
Lar España Real Estate SOCIMI SA	-10,5%	9,7%
MERLIN Properties SOCIMI, S.A.	4,2%	-0,4%

*Incluye dividendos

	Rentas 2022 R4e	i.a.	EBITDA 2022 R4e	i.a.	LTV 1S22	EP RANTA 1S22	dto.	P.O.	Recomendación
Arima Real Estate SOCIMI SA	6,4	23,3%	-0,5	n.a.	8,5%	12,75	-31,8%	9,50	Mantener
Inmobiliaria Colonial SOCIMI SA	348,6	11,0%	265,2	6,9%	36,9%	12,49	-47,6%	6,60	Mantener
Lar España Real Estate SOCIMI SA	81,2	6,5%	59,1	16,5%	39,8%	10,72	-56,1%	7,30	Sobreponderar
MERLIN Properties SOCIMI, S.A.	452,0	7,7%	336,7	21,3%	28,2%	17,10	-48,0%	10,30	Sobreponderar

2022 por sectores

A continuación, ofrecemos un comentario sobre la **evolución de los principales KPIs en 2022** por subsector inmobiliario terciario, de acuerdo con los **datos recopilados y publicados por JLL**.

OFICINAS: Solidez en la contratación sostiene ligero incremento de rentas

2022 ha resultado un **año sólido desde el punto de vista operativo** para el segmento de **oficinas**, con una **contratación conjunta en Madrid y Barcelona superior a los 840k m²** (aproximadamente +10% vs 2021), impulsado principalmente por la demanda en Madrid (+20% vs 2021). La **ocupación ha aumentado** +0,7pbs vs 2021 en Madrid y +0,8pbs en Barcelona. Por su parte, las **rentas prime** continuaron **al alza en 2022**, hasta situarse en los 37,50 eur/m²/mes (+2,7% vs 2021) en Madrid, y en los 28,00 eur/m²/mes (+1,8% vs 2021) en Barcelona. Los incrementos de rentas responden, principalmente a la escasez de producto de calidad disponible en zona CBD.

En cuanto a la **inversión en oficinas en 2022**, la cifra se situó cerca de los 2.300 mln eur en Madrid y Barcelona, lo que supone una **caída del -8% vs 2021**, ante un 2S22 en el que se ha moderado claramente el ritmo de inversión dada la coyuntura económica y el entorno de tipos de interés. Por último, las **rentabilidades prime han aumentado +65pbs vs 2021** tanto en Madrid como en Barcelona, situándose en el 3,90% en Madrid y en el 4,15% en la Ciudad Condal. Teniendo en cuenta dicha expansión de *yields*, y tomando en consideración el mencionado incremento de rentas, la valoración de los *capital value prime* en oficinas habría descendido aproximadamente un -14%.

RETAIL: Inversión récord, rentas estables y ligera expansión de yields.

El segmento **retail** ha alcanzado en **2022 un récord de inversión** (4.450 mln eur), si bien este extraordinario nivel se ha registrado gracias a la **mayor operación de los últimos 5 años** (compra por parte de **BBVA a MERLIN** de las 659 sucursales bancarias). Excluyendo dicha transacción, el volumen de inversión en **retail** se habría situado a 2.450 mln eur en 2022 (aproximadamente un +125% en comparación con el año anterior). Al igual que en el resto de segmentos, la inversión se ha ralentizado en 4T22 ante el contexto macro de desaceleración y el aumento de tipos (605 mln eur de inversión en 4T22; -5% vs el volumen medio transaccionado en el 4T de los últimos 5 ejercicios) si bien se ha comportado mejor en comparación al resto de segmentos, en nuestra opinión, dada la mayor rentabilidad implícita que ofrece. Por su parte, las **rentas prime** en **centros comerciales** y parques de medianas se **han mantenido estables** en 2022.

En cuanto a las **rentabilidades**, el **retail** es el **segmento** del inmobiliario terciario **que menor presión al alza ha sufrido** como consecuencia del incremento de tipos, fruto de la ligera expansión de *yield* que el sector lleva experimentando desde 2020 (de la mano de la mayor percepción de riesgo ante la aceleración de la penetración del comercio online durante la pandemia y el impacto operativo de la misma sobre los activos). De este modo, la **rentabilidad prime en centros comerciales se sitúa en el 5,75% a cierre de 2022** (+45 pbs vs 2021), mientras que la **rentabilidad de centros core cierra en el 5,60%** (+10 pbs vs 2021). Por último, destacar que el **retail** (centros comerciales y parques de medianas), es el segmento inmobiliario que ostenta el mayor *spread* de rentabilidad respecto a la deuda soberana, dotándole de mayor atractivo a la inversión en el contexto actual.

LOGÍSTICO: Contratación e inversión récord, pero registrando una fuerte expansión de yields.

2022 ha supuesto de nuevo un ejercicio **tremendamente positivo** desde el punto de vista operativo para el mercado logístico español, con **niveles de contratación que mantienen los récords alcanzados en 2021** (por encima de los 2 mln de m²), ante un menor nivel de terminaciones que lleva a tasas de disponibilidad muy reducidas (6,4% en Madrid y 3,1% en Barcelona). La elevada demanda y escasa oferta continúa impulsando el **crecimiento de rentas**, con **subidas del +5% vs 2021** en el caso de las **rentas prime** tanto en Madrid como Barcelona, situándose en el **nivel más elevado desde 2009**. Igualmente, destacamos el fuerte incremento de las rentas en 2ª corona (+17% vs 2021). Con todo ello, **la inversión se ha mantenido en niveles récord**, ligeramente por encima de los **2.300 mln eur** (en línea con 2021), si bien en el 4T22 se

ha producido una pronunciada ralentización, con una inversión de 200 mln eur (-70% vs el volumen medio transaccionado en el 4T de los últimos 5 ejercicios).

Por su parte, al igual que en el resto de activos, **las rentabilidades registraron mínimos históricos a finales de 2021 y 1T22** (en 3,75%), iniciándose **a partir de 2T22 un cambio de tendencia** de la mano de la **subida de los tipos de interés** y el consiguiente encarecimiento de los costes de financiación, incremento de la rentabilidad de la deuda soberana y estrechamiento del *spread* con la rentabilidad inmobiliaria. Con ello, en el **4T22 la rentabilidad *prime* se ha situado en 4,75% en Madrid y Barcelona, incrementándose 50 pbs en la comparativa trimestral y 100 pbs vs 2021**. Teniendo en cuenta dicha expansión de *yields* y tomando en consideración el incremento del +5% en rentas, la valoración de los *capital value prime* habrían descendido aproximadamente un -17% (-8% en el caso de 2ª corona).

Árma, previo 2022: hacia el punto de inflexión.

Árma presentará sus **resultados** correspondientes a **4T22 y ejercicio 2022** el próximo **lunes 27 de febrero** antes de la apertura de mercado (sin conferencia posterior).

Al igual que a 1S22, esperamos unos **resultados sin sorpresas en cuanto a cifras** en la cuenta de pérdidas y ganancias, en tanto que a 1S22, **5 de los 9 activos gestionados por la compañía continuaban en fase de reforma** o las habían finalizado recientemente (como el caso de Habana y Botanic). No obstante, cabe señalar que a nivel de **ingresos** deberíamos ver **cierto incremento** en tanto que el inicio de **arrendamiento de Habana** se estimaba diera **comienzo en octubre** de 2022. Operativamente, prevemos que la Compañía continúe registrando el **cobro del 100% de las rentas**, mientras registre un incremento de las mismas por encima del **+6% dada la indexación de los contratos**. Igualmente, no esperamos sorpresas por el lado de balance (si acaso un ligero incremento de coste financiero), ante un LTV que estimamos se sitúe en niveles cercanos al 10% con el 80% de la deuda a tipo fijo y vencimientos a partir de 2026.

Atención a **posibles novedades y noticias positivas en cuanto a la actividad comercial** de nuevos arrendamientos (Botanic), toda vez que la cartera de activos de Árma esperamos entre en una nueva fase operativa en 2023 con la finalización de los proyectos (Bº neto positivo en 2023). Por último, estimamos que el **EPRA NAV se situará por encima de los 11,90 eur/acción de 2021** (12,75 eur/acción a 1S22), a medida que los activos entran en fase final de reforma y la Compañía registra avances operativos en los arrendamientos.

Reiteramos recomendación de **MANTENER** y **P.O. de 9,50 eur/acción**.

Principales cifras:

	Mantener		
(mln de euros)	2021	2022 R4e	Var % R4e
Ingresos brutos totales (GRI)	5,2	6,4	23,3%
EBITDA ajustado	-1,1	-0,5	-53,4%
Margen EBITDA	-20,7%	-7,8%	12,9%
EBIT	-1,1	-0,5	-55,9%
Margen EBIT	-21,8%	-7,8%	14,0%
Beneficio neto recurrente	-2,3	-1,9	-16,7%

Colonial, previo 2022: solidez operativa.

Colonial publicará sus **resultados** correspondientes a **4T22 y ejercicio 2022** el próximo **martes 28 de febrero tras el cierre de mercado** (Conference Call el mismo día a las 18:30h CET, que podrá seguirse a través de su web: <https://www.inmocolonial.com/>).

Estimamos **continuidad en 4T22 de las positivas tendencias registradas a lo largo del ejercicio, en un 2022 que esperamos cierre siendo muy positivo desde el punto de vista operativo para Colonial**. En este sentido, al margen de la desocupación por entradas en explotación derivadas del programa de renovaciones especialmente en Barcelona, estimamos **incrementos de ocupación en Madrid y París vs 2021**, con los activos de la capital francesa en plena ocupación. En cuanto a **rentas**, estimamos **incrementos like for like del +5,0%, +9,0% y 7,0% en Madrid, Barcelona y París** respectivamente vs 2021, **capturando así la indexación de los contratos**. Igualmente esperamos buenos niveles de rentas en renovaciones (en línea con el release spread del +7,0% registrado a 9M22), toda vez que a 9M22 la Compañía ya registraba un **volumen récord de contratación** (más de 136k m² de contratos firmados (172k m² en 2021). Del mismo modo, la **entrada en el perímetro de consolidación** de las adquisiciones de la sede Amundi en París y la de Danone en Barcelona estarían contribuyendo cerca de un 5% al crecimiento global. Con todo ello, **estimamos unas rentas para el conjunto del año de 349 mln eur** (+11% vs 2021) junto a un **Bº neto recurrente de 149 mln eur** (+16,5% vs 2021). No prevemos sorpresas por el lado de balance ni en cuanto a coste financiero, en tanto que el 83% de la deuda bruta Colonial está compuesta por bonos corporativos, 100% verdes y tipo de interés fijo.

Por último, **esperamos que Colonial de visibilidad sobre las últimas desinversiones llevadas a cabo en Madrid**, en tanto que, de acuerdo con recientes artículos de prensa, la Compañía habría vendido los activos de Almagro 9, José Abascal 56 y Miguel Ángel 11 por importe de 300 mln eur (a valor de mercado o con ligera prima sobre GAV; -8.418 eur/m²- R4e).

Atentos a: 1) release spread y crecimiento de rentas like for like; 2) detalle sobre desinversiones y dividendo; 3) evolución EPRA NTA, y; 4) posible guía 2023 dada la visibilidad de la cartera de proyectos y el programa de renovaciones (88% de los proyectos pre-alquilados en rentas máximas).

Reiteramos recomendación de **MANTENER y P.O. de 6,60 eur/acción**.

Principales cifras:

Colonial						Mantener				
(mln de euros)	4T21	4T22 R4e	Var % R4e	4T22 consenso	Var % consenso	2021	2022 R4e	Var % R4e	2022 consenso	Var % consenso
Ingresos brutos totales (GRI)	80	87	8,2%	87	9,3%	314	349	11,0%	349	11,3%
EBITDA recurrente	65	60	-7,5%	72	10,5%	248	265	6,9%	277	11,6%
Margen EBITDA	81,3%	69,5%	-11,8%	82,1%	0,9%	79,0%	76,1%	-2,9%	79,2%	0,2%
Beneficio neto atribuible	291	30	n.a.	37	n.a.	474	149	n.a.	156	n.a.
Margen neto	363,8%	34,8%	n.a.	42,7%	n.a.	151,0%	42,8%	n.a.	44,7%	n.a.
Beneficio neto recurrente	36	30	-16,3%	37	3,7%	128,0	149	16,5%	156	22,1%

* Consenso Bloomberg a 21/02/2023

Lar España previo 2022: retail dominante.

Lar España publicará sus **resultados** correspondientes a **4T22 y ejercicio 2022** el próximo **lunes 27 de febrero** (Conference Call el mismo día a las 16:30h CET, que podrá seguirse a través de su web: <https://www.larespana.com/lar-espana/>).

Estimamos unos **resultados sólidos desde el punto de vista operativo**, soportando un **4T22** en el que, si bien se ha producido una **moderación** en el ritmo de **crecimiento** de la economía y el **consumo** de los hogares, **los centros comerciales de Lar España no lo habrían notado**. Este hecho sería el resultado de la **dominancia de sus activos dentro de su área de influencia**, y por ello, esperamos que nuevamente la **cartera de Lar España vuelva a batir al sector en todos los KPIs**, registre un **crecimiento de rentas like for like del entorno del +6% / +7%** (capturando así la indexación de los contratos), mantenga la **ocupación estable por encima del 95%**, y todo ello, con un **nivel de cobro de rentas cercano al 100%** (gracias a la calidad de sus inquilinos y una **tasa de esfuerzo muy competitiva del 9,3%** a cierre de 9M22). De este modo, estimamos que Lar España cierre 2022 con unas rentas brutas de 81,2 mln eur (+6,5% vs 2021).

Atentos a: **1) crecimiento de rentas like for like;** **2) dato de afluencias** (estimamos queden aproximadamente un -5% por debajo de los niveles de 2019) **y ventas retail** (claramente por encima de las cifras de 2019 e impulsadas por el entorno de inflación); **3) nivel de apalancamiento** (especialmente tras la recompra de bonos del pasado enero) y; **4) evolución EPRA NTA** (donde prevemos estabilidad teniendo en cuenta).

Reiteramos recomendación de **SOBREPONDERAR** y **P.O. de 7,3 eur/acción**.

Principales cifras:

	Sobreponderar					
	4T21	4T22 R4e	Var % R4e	2021	2022 R4e	Var % R4e
(mln de euros)						
Ingresos totales	17,9	19,4	8,1%	76,3	81,2	6,5%
EBITDA recurrente	15,1	15,5	2,8%	50,7	59,1	16,5%
Margen EBITDA	84,3%	80,1%	-4,1%	66,5%	72,7%	6,3%
Beneficio neto	5,2	9,8	88,7%	25,8	37,1	44,0%
Margen neto	29,1%	50,7%	21,7%	33,8%	45,7%	11,9%
Beneficio neto rec.	5,2	9,8	88,7%	27,1	37,1	37,1%

MERLIN Properties previo 2022: no descartamos sorpresa positiva en FFO.

MERLIN Properties publicará sus **resultados** correspondientes a **4T22 y ejercicio 2022** el próximo **martes 28 de febrero**, celebrando una **conference call** con analistas e inversores el mismo día a las **15.00h CET** (enlace al [webcast](#)).

Prevedemos un **buen cierre** de ejercicio, con un **4T22 que apoye el sólido crecimiento interanual registrado en prácticamente todas las métricas financieras y operativas de todos los subsectores**. En este sentido, estimamos que las **rentas like for like** cierren el ejercicio con **incrementos** vs 2021 del **+5%, +5,5% y +9% en oficinas, centros comerciales y logístico** respectivamente, capturando en gran medida la indexación de los contratos. Igualmente, estimamos **incremento de ocupación en oficinas hasta niveles del 92,5%** (por encima de niveles pre-covid) apoyado en las nuevas contrataciones fundamentalmente en Madrid (nuevo contrato de 13.899 m² en Adequa 1). Igualmente, **sólidos niveles de ocupación previstos en centros comerciales** con neto de m² contratados en positivo, toda vez que las ventas de los inquilinos se sitúan en niveles por encima de 2019. Por su parte, en **logístico**, recordemos que en 3T22 MERLIN finalizó el desarrollo de Cabanillas Park I, con la entrega de 45.241 m², por lo que prevemos niveles prácticamente de **plena ocupación** en esta área. Con todo ello, teniendo en cuenta esta mejora operativa, **no descartamos que finalmente MERLIN supere su guía de FFO ya revisada al alza** (de 0,58 eur/acc. a 0,60 eur/acc). La venta de las oficinas de BBVA ha permitido distribuir 468 mln eur de dividendo extraordinario y reducir significativamente el nivel de endeudamiento, tras repagar 2.100 mln eur de deuda, situando el LTV en el 31% a 9M21 (vs 39,2% en 2021), con un vencimiento medio de la deuda de 5,2 años y el 100% a tipo fijo, además de mantener una posición de liquidez de 1.294 mln eur, lo que garantiza la solidez del balance ante la incertidumbre actual. Recordemos que La Compañía, consolida la actividad de **net leases** como **operaciones discontinuadas**, y que MERLIN tendrá en cuenta las rentas provenientes de esta división para el Resultado neto, FFO y AFFO.

Atentos a: 1) crecimiento de rentas like for like, ocupación, release spread y FFO; 2) guía FFO y dividendo 2023; y; 3) evolución EPRA NTA (podría registrar cierta corrección dada la exposición a logístico, segmento en el que mayor expansión de yields se habría registrado, si bien la fuerte operativa de la cartera de MERLIN podría suponer un fuerte contrapeso).

Reiteramos recomendación de **SOBREPONDERAR y P.O. de 10,30 eur/acción**.

Principales cifras:

		Sobreponderar								
		4T21	4T22 R4e	Var % R4e	4T22 Consenso	Var % Consenso	2021	2022 R4e	Var % R4e	2022 Consenso
<i>(mln de euros)</i>										
Rentas Brutas	108,7	117,0	8%	119,5	10%	419,7	452,0	8%	454,5	8%
Oficinas	59,3	69,6	17%	n.a.	n.a.	228,6	249,4	9%	n.a.	n.a.
Centros comerciales	29,6	27,9	-6%	n.a.	n.a.	114,9	119,2	4%	n.a.	n.a.
Logística	17,1	18,7	9%	n.a.	n.a.	65,9	72,9	11%	n.a.	n.a.
Otros	2,7	0,8	-69%	n.a.	n.a.	10,3	10,5	2%	n.a.	n.a.
EBITDA recurrente	74,4	93,4	26%	105,1	41%	277,5	336,7	21%	348,5	26%
Margen EBITDA	68,4%	79,8%	11,4%	88,0%	19,5%	66,1%	74,5%	8,4%	76,7%	10,6%
Beneficio neto recurrente	n.a.	62,7	n.a.	77,9	n.a.	227,6	244,9	8%	260,1	14%
Margen Neto	n.a.	53,6%	n.a.	65,2%	n.a.	54,2%	54,2%	0,0%	57,2%	3,0%
NTA/acc.	16,11	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16,11	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FFO	71,1	20,6	-71%	n.a.	n.a.	273,0	235,0	-14%	n.a.	n.a.
Deuda Neta	5.247,0	4.221,7	-20%	3.874,0	-26%	5.247,0	4.221,7	-20%	3.874,0	-26,2%
LTV	40,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	40,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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: 61% Sobreponderar, 35% Mantener y 4% Infraponderar.