

Colonial

22 de junio de 2021

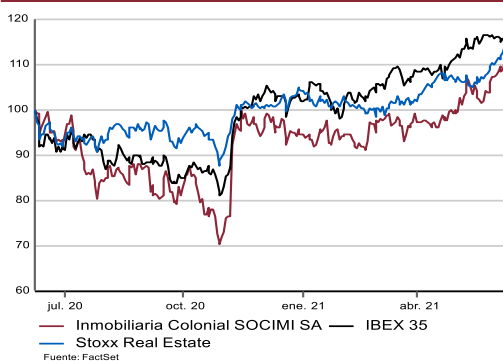
Javier Díaz
Equity Research Analyst
Pablo Fernández de Mosteyrin
Equity Research Analyst

Puesta a punto 2021

SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 10,70 eur
Precio actual: 8,91 eur
Potencial: 20,2 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	3%	9%	10%
Relativo	5%	2%	-12%

COL.MC / COL ES

Capitalización (mln eur)	4.524,8
Nº acciones (mln)	508,1
Free Float	42,6%
Vol. día (mln eur)	5,0
Mín/Máx 12 meses (eur)	5,79 - 9,60
Revalorización YTD	11,0%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	53%	20%	27%

	2020	2021e	2022e
PER	1708,3x	51,2x	32,9x
VE/EBITDA	32,4x	37,9x	35,1x
VE/Ventas	25,5x	29,5x	27,5x
P/VC	0,8x	0,7x	0,7x
DN/EBITDA	17,2x	18,5x	17,5x
Pay-Out	4257,4%	115,0%	84,7%
Rent. Div.	2,5%	2,2%	2,6%
FCF Yield	6,1%	2,5%	-0,6%
ROCE	2,6%	2,1%	2,3%
ROE	0,0%	1,4%	2,1%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Con la compra de minoritarios en Francia...

Colonial comunicó recientemente su intención de **adquirir los minoritarios** de su **filial francesa SFL** a través de una compleja transacción (importe total de 806 mln eur) en la que incrementará su actual participación desde el 81,7% actual hasta un mínimo del 94%.

...y la nueva emisión de bonos...

Del mismo modo, la compañía ha anunciado una oferta de **recompra a los titulares de los bonos 2023** (500 mln eur con cupón 2,728% y vencimiento 5 de junio 2023) **y los bonos 2024** (600 mln eur con cupón del 1,45% y vencimiento 28 de octubre 2024). **Posteriormente** (22 junio) llevará a cabo una **emisión de obligaciones** por importe de **500 mln eur con vencimiento junio 2029, cupón anual del 0,75%** y precio de emisión del 98,969% de su valor nominal. A través de esta operación estimamos un **aumento del periodo medio de madurez** de su deuda desde 5,0 a **5,2 años**, así como una **reducción del coste financiero total de -0,12p.p.** hasta el 1,65% R4e.

...Colonial pone a punto su estrategia a futuro.

A través de las **dos operaciones** mencionadas, **Colonial pone a punto y refuerza su estrategia** en un año 2021 que consideramos **de transición**. Dicha estrategia está basada en: **1) la calidad de su cartera** de oficinas, y; **2) manteniendo una estructura de balance sólida y solvente** (LTV del 38,4% 2021e R4e; coste promedio ponderado de la deuda del 1,65% y **rating** confirmado de BBB+ S&P y Baa2 estable Moody's). Todo ello, con un **plan de reformas** que, unido a la cartera de **proyectos**, elevaría los **ingresos potenciales anuales hasta 483 mln eur** (vs 342 mln eur en 2020).

Revisión de estimaciones

Hemos **realizado un ligero ajuste al alza en nuestras estimaciones a medio y largo plazo** con el objetivo de **incorporar el aumento de rentas** derivado del **programa de reformas y reposicionamiento** anunciado por la compañía (aprox. 30 mln eur de rentas potenciales, con un **capex** previsto de 60 mln eur hasta 2023e, adicionales a la cartera de proyectos).

Conclusión: SOBREPONDERAR P.O. 10,70 eur/acc.

Tras revisar estimaciones a medio plazo, con el objetivo de reflejar el potencial del plan de reformas y reposicionamiento, así como incorporar a nuestro modelo la compra de minoritarios de SFL, alcanzamos un P.O. de 10,70 eur/acc. (vs. 10,0 eur/acc. anterior). **Reiteramos Sobreponderar.**

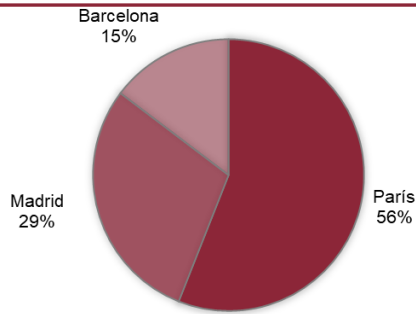
mln eur	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ventas	348,3	354,5	341,7	320,9	349,2	394,6
EBITDA	264,7	279,1	269,4	249,7	273,8	313,0
Margen (%)	76,0%	78,7%	78,8%	77,8%	78,4%	79,3%
EBITDA consenso	264,7	279,1	269,4	260,5	279,0	310,1
Bº neto	524,8	826,8	2,4	94,5	146,9	183,6
BPA (eur)	1,03	1,63	0,00	0,17	0,27	0,34
DPA (eur)	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-1347,7	194,1	249,6	122,6	-28,3	82,7
DFN + / Caja neta -	4.725,8	4.675,8	4.644,5	4.618,8	4.781,0	4.818,0

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Colonial en una página

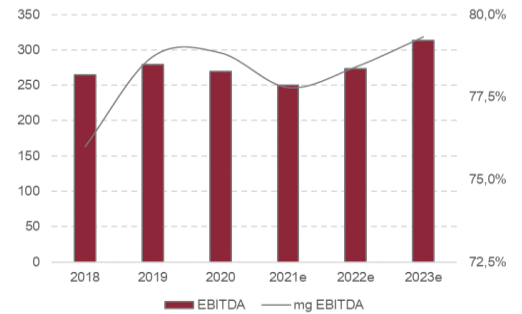
Grupo Colonial es una inmobiliaria de referencia en el mercado de oficinas de calidad de la zona euro. Se configura como uno de los principales operadores de oficinas (96% del total de su negocio) en el mercado inmobiliario español y europeo. El modelo de negocio está focalizado en el desarrollo, rehabilitación y explotación de oficinas de máxima calidad en ubicaciones prime, principalmente el CBD (*Central Business District*), donde concentra el 77% de sus activos. Además, cabe destacar el compromiso de la compañía por la mejora de la eficiencia energética de sus inmuebles (93% con certificación energética).

Desglose de Rentas por área geográfica 1T21



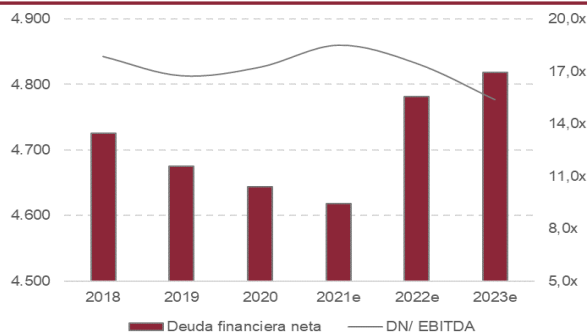
Fuente: Colonial

Evolución del EBITDA (mln eur)



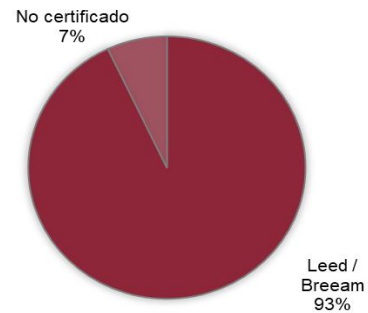
Fuente: Colonial y estimaciones Renta 4 Banco

Deuda neta / EBITDA



Fuente: Colonial y estimaciones Renta 4 Banco

Certificación de la cartera de inmuebles



Fuente: Colonial y estimaciones Renta 4 Banco

Tesis de inversión

- 1- **Cartera de oficinas de elevada calidad** con posicionamiento *prime* por ubicación (77% CBD) y por activo (líder en oficinas de Grado A con un 93% de la cartera con certificado Leed o Breeam).
- 2- Dicho posicionamiento permite a Colonial **liderar las rentas** en la banda alta con **elevados índices de fidelidad** (78% de inquilinos permanece entre 5-10 años) **y ocupación** (95% a cierre de 1T21).
- 3- **Gestión activa de la cartera** (+20% *release spread* en 1T21), rotando activos maduros y no estratégicos y con una cartera de proyectos de 1.260mln eur (*yield on cost* estimada del 6,6%).
- 4- **Estructura financiera sólida** (34,9% LTV a cierre de 1T21, con *rating* confirmado; BBB+ S&P y Baa2 estable Moody's).
- 5- **Valoración atractiva**, cotizando con un **descuento** de aprox. el **20% vs EPRA NAV** (11,27 eur/acc. a cierre de 2020).

Catalizadores

- 1- Finalización con éxito del proceso de adquisición de minoritarios de SFL, junto con la recompra de bonos 2023 y 2024 y nueva emisión.
- 2- Evolución de resultados (rentas, *release spread*, ocupación, etc.) e incorporación de inmuebles en proyecto o en proceso de reforma.
- 3- Próxima revisión de activos (EPRA NAV) en resultados 1S21.

Riesgos

- 1- Peor evolución de crecimiento de rentas y ocupación frente al esperado.
- 2- Aumento de la oferta de oficinas derivado de la situación económica tras la pandemia y la aceleración del teletrabajo.

1. Aprovechando un año de transición para poner a punto la compañía

Recientemente, **Colonial ha comunicado dos operaciones** (la compra de minoritarios de SFL y la recompra de bonos con posterior emisión) **que consideramos ponen a punto su estrategia** aprovechando un **año 2021 de transición** tras los efectos de la pandemia en la economía y el sector inmobiliario (destrucción de empleo y empresas, implementación del teletrabajo, menor inversión, etc.).

A través de **dichas operaciones y** teniendo en cuenta el cierre del programa de **desinversiones** Alpha V (617 mln eur que suponían aprox. un 5% del total de activos de la compañía y una pérdida de rentas de en torno a 7-8 mln eur anuales; ~2% GRI 2020), Colonial refuerza su **estrategia** basada en una **cartera de oficinas de primera calidad** en **ubicaciones prime** (77% CBD París, Barcelona y Madrid), toda vez que mantiene una **estructura de balance sólida y solvente, simplificando además su estructura corporativa.**

Recompra de minoritarios

Colonial comunicó recientemente su intención de **adquirir los minoritarios de su filial francesa SFL** a través de una compleja transacción (**importe total de 806 mln eur**) en la que incrementará su actual participación desde el 81,7% actual hasta un mínimo del 94% ([ver informe](#)).

El **racional** de la transacción se resume en: 1) **aumentar la calidad** de la cartera total de la compañía, incrementando su exposición a oficinas *prime* en París; 2) **simplificar la estructura corporativa** a la vez que refuerza su relación con Predica (que pasará a ser Accionista de referencia de Colonial con un 4% del capital), y; 3) **términos atractivos** para los accionistas (la adquisición se realiza a con un descuento sobre NAV/NTA del -14%, es ligeramente acretiva en BPA, y mantiene la solidez de balance y el *investment grade* dada la limitada salida de caja de 110 mln eur).

Refinanciación (oferta de compra y nueva emisión de bonos)

Tras el anuncio de la operación de SFL, **Colonial anunció una oferta de recompra a los titulares de los bonos 2023** (500 mln eur con cupón 2,728% y vencimiento 5 de junio 2023) **y los bonos 2024** (600 mln eur con cupón del 1,45% y vencimiento 28 de octubre 2024).

Posteriormente (22 junio) llevará a cabo una **emisión de obligaciones por importe de 500 mln eur** (11,6% DFN) con **vencimiento junio 2029**, cupón anual del 0,75% y precio de emisión del 98,969% de su valor nominal.

A través de esta operación **estimamos un aumento del periodo medio de madurez** de su deuda desde 5,0 **hasta 5,2 años**, así como una **reducción del coste financiero total de -0,12p.p.** hasta el 1,65% R4e.

Tras la actualización de nuestro **modelo** (incorporando la transacción de SFL), alcanzaríamos un **LTV del 38,4% 2021e**, esperando mantener el rating de BBB+ S&P y Baa2 estable Moody's.

2. Revisamos estimaciones

Nuestras estimaciones anteriores contemplaban un escenario basado en una pérdida de ocupación de -2,0p.p. y una caída de la renta pasante del -5,0% en 2021e, a los que seguiría una recuperación de ocupación de +1,0p.p. y del +2,0% de rentas anual a partir de 2022e. Igualmente, incorporábamos los 9 proyectos pendientes de entrega (*yield on cost* del 6,6%), pero **no** así el reciente **programa de renovaciones y reformas** anunciado por la compañía. Dicho programa contempla el reposicionamiento de un total de 55.000 m² en 9 activos de la compañía con un **capex de 60 mln eur hasta 2023e** y un **potencial de generación de rentas de aprox. 30 mln eur**.

En este sentido, **nuestras estimaciones previas a medio-largo plazo** (2024e en adelante; fecha en la que esperamos se produzca la incorporación de la totalidad de la cartera de proyectos y el programa de reformas) **quedaban alejadas en aprox. un -15% de los potenciales ingresos anuales de 483 mln eur** anunciados por Colonial.

Si bien **mantenemos nuestras estimaciones a corto plazo** (2021e y 2022e), hemos realizado un **ligero ajuste al alza** en nuestras **estimaciones a medio y largo plazo** con el objetivo de **incorporar el aumento de rentas derivado del mencionado programa de reformas y reposicionamiento**. A pesar de ello, nuestro conservador escenario a corto plazo hace que nuestras estimaciones a 2025e se sitúen aún un -4,6% por debajo del objetivo de rentas potenciales, y que no alcancemos la cifra de 483 mln eur hasta 2029e.

Igualmente, **hemos actualizado nuestro modelo** asumiendo una aceptación del 100% en la transacción de SFL, lo que daría lugar a 35,1 mln de nuevas acciones de Colonial (hasta 542 mln acciones ajustadas por autocartera tras completar la transacción). Con todo ello, tras **revisar ligeramente al alza estimaciones a medio plazo**, con el objetivo de reflejar el potencial del plan de reformas y reposicionamiento, así como **incorporar a nuestro modelo la compra de minoritarios** de SFL, **alcanzamos un P.O. de 10,70 eur/acc.** (vs. En Revisión y 10,0 eur/acc. anterior). Nuestro nuevo P.O. supone un potencial del +20,2% vs precio de mercado, por lo que recomendamos **SOBREPONDERAR**.

Cuadro 1. Cambio de estimaciones

	2021e	2022e	2023e
Rentas brutas Anterior	320,9	349,2	385,0
Rentas brutas Nuevo	320,9	349,2	394,6
<i>Var. %</i>	0,0	0,0	2,5
EBITDA Anterior	249,7	273,8	304,6
EBITDA Nuevo	249,7	273,8	313,0
<i>Var. %</i>	0,0	0,0	2,8
Margen EBITDA Anterior (%)	77,8	78,4	79,1
Margen EBITDA Nuevo (%)	77,8	78,4	79,3
<i>Var. (p.p.)</i>	0,0	0,0	0,2
B° neto Anterior	127,3	152,5	181,2
B° neto Nuevo	124,5	146,9	183,6
<i>Var. %</i>	-2,2	-3,7	1,3
DPA Anterior	0,20	0,22	0,25
DPA Nuevo	0,20	0,23	0,27
<i>Var. %</i>	-0,2	2,1	8,2
Precio objetivo Anterior	10,0		
Precio objetivo Nuevo	10,7		
<i>Var. %</i>	6,6		

Fuente: Renta 4 Banco.

Cifras Clave

PYG (mln eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 19/23
Ventas	348,3	354,5	341,7	320,9	349,2	394,6	2,7%
Coste de ventas	5,7	9,6	5,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Margen Bruto	354,0	364,1	346,7	320,9	349,2	394,6	2,0%
Gastos operativos	-89,2	-85,0	-77,2	-71,3	-75,4	-81,6	-1,0%
EBITDA	264,7	279,1	269,4	249,7	273,8	313,0	2,9%
EBITDA ajustado	280,0	283,0	271,0	249,7	273,8	313,0	2,6%
Amortizaciones	10,8	19,9	-5,5	-4,7	-4,8	-4,8	n.a.
EBIT	275,5	299,1	263,9	245,0	269,1	308,2	0,8%
Resultado financiero	-141,6	-96,1	-120,6	-120,5	-122,2	-124,6	6,7%
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Otros y extraordinarios	570,4	811,8	-78,5	0,0	0,0	0,0	n.a.
BAI	704,3	1.014,8	64,8	124,5	146,9	183,6	-34,8%
Impuestos sobre beneficios	-26,2	-22,3	-2,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Minoritarios	-153,3	-165,7	-60,4	-30,0	0,0	0,0	n.a.
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Bº Neto	524,8	826,8	2,4	94,5	146,9	183,6	-31,4%
Márgenes y crecimiento (%)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Crec. Ventas	22,9%	1,8%	-3,6%	-6,1%	8,8%	13,0%	
Margen Bruto	101,6%	102,7%	101,5%	100,0%	100,0%	100,0%	
Crec. EBITDA	22,5%	5,4%	-3,5%	-7,3%	9,7%	14,3%	
Margen EBITDA	76,0%	78,7%	78,8%	77,8%	78,4%	79,3%	
Crec. EBITDA ajustado	22,3%	1,1%	-4,2%	-7,9%	9,7%	14,3%	
Margen EBITDA ajustado	80,4%	79,8%	79,3%	77,8%	78,4%	79,3%	
Crec. EBIT	32,1%	8,5%	-11,8%	-7,2%	9,9%	14,5%	
Margen EBIT	79,1%	84,4%	77,2%	76,3%	77,1%	78,1%	
Crec. BPA	-34,1%	57,6%	-99,7%	3601,6%	55,5%	25,0%	
Balance (mln eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Inmovilizado material	11.126,5	11.860,8	11.583,4	11.580,5	11.751,0	11.847,1	
Inmovilizado inmaterial	66,0	4,9	4,6	4,6	4,6	4,6	
Inmovilizado financiero	33,8	67,3	116,0	116,0	116,0	116,0	
Otro activo fijo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
Clientes	146,6	165,2	99,9	99,9	99,9	99,9	
Otro activo circulante	45,8	186,1	282,1	282,1	282,1	282,1	
Tesorería y equivalentes	68,3	216,8	268,6	268,6	268,6	268,6	
Total activo	11.487,3	12.501,5	12.355,0	12.352,1	12.522,6	12.618,7	
Recursos propios	4.811,3	5.558,6	5.400,5	6.826,0	6.864,3	6.923,4	
Minoritarios	1.290,5	1.401,9	1.432,6	30,0	0,0	0,0	
Deuda financiera a largo plazo	4.500,8	4.238,8	4.343,2	4.317,4	4.479,6	4.516,6	
Otros pasivos a largo plazo	392,6	402,3	368,7	368,7	368,7	368,7	
Deuda financiera a corto plazo	293,3	653,8	569,9	569,9	569,9	569,9	
Proveedores	114,8	151,2	120,4	120,4	120,4	120,4	
Otros pasivos a corto plazo	84,0	94,9	119,7	119,7	119,7	119,7	
Total pasivo	11.487,3	12.501,5	12.355,0	12.352,1	12.522,6	12.618,7	
Principales ratios	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Nº acciones (mln)	508,1	508,1	508,1	543,2	543,2	543,2	
Precio (eur)	8,14	11,36	8,03	8,91	8,91	8,91	
BPA (eur/acción)	1,03	1,63	0,00	0,17	0,27	0,34	
DPA (eur/acción)	0,20	0,22	0,20	0,20	0,23	0,27	
Payout (%)	19,4%	13,5%	4257,4%	115,0%	84,7%	79,5%	
Rentabilidad por dividendo (%)	2,5%	1,9%	2,5%	2,2%	2,6%	3,0%	
VE/ Ventas (x)	25,4	29,5	25,5	29,5	27,5	24,5	
VE/ EBITDA (x)	33,5	37,4	32,4	37,9	35,1	30,8	
VE/ EBIT (x)	32,2	34,9	33,1	38,6	35,7	31,3	
PER (x)	7,9	7,0	1708,3	51,2	32,9	26,3	
ROCE (%)	2,9%	2,9%	2,6%	2,1%	2,3%	2,6%	
ROE (%)	10,9%	14,9%	0,0%	1,4%	2,1%	2,7%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	4.725,8	4.675,8	4.644,5	4.618,8	4.781,0	4.818,0	
Deuda neta / EBITDA (x)	17,9	16,8	17,2	18,5	17,5	15,4	
Cobertura de intereses (x)	1,9	3,1	2,2	2,0	2,2	2,5	
Capex / ventas (%)	-2,0%	-3,8%	-3,0%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mln eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EBIT	275,5	299,1	263,9	245,0	269,1	308,2
Amortización de inmovilizado	-10,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación fondo de maniobra	-78,8	-111,6	-36,7	0,0	0,0	0,0
Resultado financiero	428,8	715,7	-199,1	-120,5	-122,2	-124,6
Impuestos	-26,2	-22,3	-2,0	0,0	0,0	0,0
Flujo de caja operativo	588,5	881,0	26,1	124,5	146,9	183,6
Inversiones en activo mat e inmat.	-2.346,8	-653,3	272,1	-1,8	-175,2	-100,9
Otras inversiones	410,6	-33,6	-48,7	0,0	0,0	0,0
Flujo de caja libre	-1.347,7	194,1	249,6	122,6	-28,3	82,7
Dividendos (sociedad dominante)	-101,6	-111,8	-101,6	-108,6	-124,5	-146,0
Otros movimientos de FF.PP.	-154,4	-22,0	-88,5	7,0	-14,2	21,5
Otros	-8,9	-10,3	-28,1	4,7	4,8	4,8
Cambio en deuda neta	-1.612,7	50,0	31,3	25,7	-162,2	-37,0
Deuda neta (+) / caja neta (-)	4.725,8	4.675,8	4.644,5	4.618,8	4.781,0	4.818,0

Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mln)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mln eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 21e
Inmobiliaria Colonial SOCIMI SA *	508	8,91	4.525	Sobreponderar	10,70	20,2%	2,2%
MERLIN Properties SOCIMI, S.A. *	470	9,15	4.299	Sobreponderar	10,20	11,5%	3,8%
Lar Espana Real Estate SOCIMI SA *	88	5,10	447	Sobreponderar	7,30	43,1%	7,2%
Promedio						24,9%	4,4%

Compañía	PER 21e	PER 22e	Cto. Bº Neto 20-22e	PEG 21e	PEG 22e	ROE 21e	P/VC 21e
Inmobiliaria Colonial SOCIMI SA *	51,2x	32,9x	684,5%	0,1x	0,0x	1,4%	0,7x
MERLIN Properties SOCIMI, S.A. *	15,3x	12,4x	422,3%	0,0x	0,0x	3,4%	0,6x
Lar Espana Real Estate SOCIMI SA *	11,1x	10,5x	-9,8%	n.a.	n.a.	4,2%	0,5x
Promedio	13,2x	11,5x	2,1x	0,1x	0,1x	3,8%	0,5x

Compañía	VE/EBITDA 21e	VE/EBITDA 22e	Cto. EBITDA 20-22e	Margen EBITDA 21e	EVG 21e	EVG 22e	DN/EBITDA 21e
Inmobiliaria Colonial SOCIMI SA *	37,9x	35,1x	0,8%	77,8%	46,3x	42,9x	18,5x
MERLIN Properties SOCIMI, S.A. *	26,9x	21,4x	12,0%	71,5%	2,2x	1,8x	15,0x
Lar Espana Real Estate SOCIMI SA *	16,2x	15,6x	-8,2%	75,4%	n.a.	n.a.	8,9x
Promedio	21,5x	18,5x	0,0x	73,5%	11,3x	0,3x	11,9x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2021	1 año
Inmobiliaria Colonial SOCIMI SA *	0,4%	-6,3%	2,9%	8,8%	11,0%	10,3%
MERLIN Properties SOCIMI, S.A. *	0,5%	-4,4%	2,9%	3,4%	17,6%	17,4%
Lar Espana Real Estate SOCIMI SA *	-0,2%	-3,2%	0,2%	3,1%	9,2%	7,4%
Ibex 35	0,2%	-2,5%	-1,7%	6,6%	12,1%	22,1%

Evolución cotización últimos 12 meses.



GLOSARIO

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos

DN/EBITDA: Deuda Neta sobre EBITDA

ROE: Beneficio Neto entre Fondos Propios

ROCE: Rentabilidad entre Capital Empleado

BPA: Beneficio por acción

Pay-Out: % de beneficios destinado a dividendos

Release spread: renta firmada en renovación vs. renta anterior

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)

EPRA NAV/NTA: Valor Neto de los Activos

GRI (Gross Rental Income): Rentas brutas

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 es la entidad proveedora de liquidez de Liberbank, Inmobiliaria Colonial, Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millennium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado) y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios e inversión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health y Almagro, y cobertura de Análisis en Clínica Baviera, Deoleo y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

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: 60% Sobreponderar, 32% Mantener y 8% Infraponderar.