

Viscofan

8 de mayo de 2018

MANTENER

Precio Objetivo 57,72 EUR
Precio cotización 56,85 EUR
Potencial +1,5%

Revisamos estimaciones y valoración

Analista financiero

Ana Gómez Fernández

Datos bursátiles

Market Cap. (mln de euros)	2.649
Nº acciones (mln)	47
Free Float	89,1%
Beta	0,70
Rango 52 semanas (EUR/acc)	49,285 - 57,55
Vol. Medio Diario 6 meses	0,09 mln acc
Rating (perspectiva) [Fitch/S&P]	-

Evolución	VIS	VIS vs IBEX
1 Día	1,7%	1,3%
1 Mes	1,1%	-3,5%
2018	3,3%	2,4%
1 año	3,9%	12,8%



Fuente: Thomson Reuters Datastream

	Comprar	Mantener	Vender
Consenso Analistas	7%	67%	27%

Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Accionistas: Corporación Financiera Alba (11%), APG Asset Mgmt. (5%), Santiago Domecq (5%) y Marathon Asset Mgmt. (5%).

Actualizamos precio objetivo, reiteramos MANTENER

Revisamos nuestras estimaciones en línea con la parte baja de la guía proporcionada por la compañía para 2018 en ingresos +4%e y en la parte media para EBITDA +4%e y Bº Neto +3%e. Valoramos Viscofan a través de un descuento de flujos de caja, alcanzando un precio objetivo de 57,72 eur/acc (P.O. anterior 50 eur/acc), lo que ofrece un potencial de revalorización del +1,5% y nos lleva a reiterar nuestra recomendación de Mantener.

Fundamentales sólidos de crecimiento

A corto plazo, la compañía continuará con su enfoque en inversiones (75 mln eur guía 2018) y el objetivo de poder satisfacer cualquier movimiento en las tendencias de mercado. Por ello, se está centrando en desarrollar las familias de plástico y fibrosa, en las que cuenta con menores cuotas de mercado, para completar su oferta.

A medio y largo plazo seguimos viendo catalizadores en el sector, basados en el incremento de población, la mejora de los hábitos alimenticios y el desarrollo tecnológico. Por ello, el mercado de envolturas cárnicas a medida podría alcanzar tasas de crecimiento anual entre el 3% y el 5%.

Estabilidad de márgenes

Valoramos de forma positiva su propósito de desarrollar las familias de envolturas de fibrosa y plástico, a pesar de presentar éstas un menor margen, ya que lo interpretamos como un movimiento hacia el liderazgo en todas las familias de envolturas. Además, el desarrollo de nuevas tecnologías, con la consiguiente mejora de eficiencia, debería permitir al grupo compensar la posible erosión de márgenes derivada del mayor peso de fibrosa y plástico.

Sólida generación de Caja

Esperamos que Viscofan reduzca su deuda neta en 2018 hasta niveles de 0,1x DN/EBITDA R4e (vs 0,2x DN/EBITDA 2017), fruto de su elevada capacidad de generación de caja y la reducción de sus niveles de capex vs 2017. Tampoco descartamos nuevas adquisiciones, sin que por ello se resienta su sólida posición financiera, pudiendo incluso contar con caja neta en 2019 R4e.

(mln de euros)	2017	2018e	2019e	2020e	Ratios	2017	2018e	2019e	2020e
Ventas	778	808	846	886	PER	21,0x	21,1x	19,1x	17,5x
EBITDA	211	219	230	243	P / VC	3,5x	3,4x	3,1x	2,9x
Mg EBITDA	27,1%	27,1%	27,1%	27,4%					
Bº Neto	122	126	138	152	VE / EBITDA	12,3x	12,2x	11,4x	10,6x
VE	2.605	2.668	2.620	2.566	VE / Ventas	3,3x	3,3x	3,1x	2,9x
Deuda Neta (Caja neta si negativo)	41	19	-83	-141					
FCF	76	100	120	133	DN / EBITDA	0,2x	0,1x	-0,1x	-0,3x
Rentabilidad	2017	2018e	2019e	2020e	(EUR/acc)	2017	2018e	2019e	2020e
RPD	2,8%	3,0%	2,7%	3,0%	BPA	2,62	2,70	2,97	3,25
FCF Yield	3,0%	3,8%	4,5%	5,0%	DPA	1,54	1,68	1,54	1,69
ROE	16,8%	16,2%	16,4%	16,6%	Pay-Out	59%	62%	52%	52%

Fuente: Estimaciones propias.

Fundamentales sólidos de crecimiento

La industria de envolturas cárnicas tiene como **principales catalizadores**: 1) el **incremento de la población**, con un crecimiento esperado del +1% TACC 2020 a nivel mundial, liderado por Asia, África y Latinoamérica, 2) el **PIB per cápita** que, según FMI, asistiríamos a tasas del +4% anual hasta 2020, 3) la **creciente demanda mundial de carne**, con ritmos del +2% anual, especialmente en emergentes y 4) el **desarrollo tecnológico** de los procesos productivos como respuesta a la creciente sofisticación de los procesadores cárnicos y la tendencia a una mayor incorporación de envolturas a medida. Con todo ello, **el sector podría alcanzar tasas de crecimiento anual entre en +3% y el +5%**. Este buen tono de mercado para el sector de envolturas cárnicas a medida podría venir acompañado de aumentos de demanda en todas las familias y subidas generalizadas de precios por parte de todos los jugadores del mercado.

Dentro del sector, Viscofan ocupa una posición de liderazgo siendo el único proveedor mundial que produce en las cuatro tecnologías (celulosa, colágeno, fibrosa y plástico) y se podría beneficiar de dicho crecimiento.

A corto plazo, la compañía continuará con su **enfoque en inversiones (75 mln eur guía 2018)**, aunque será un 30% inferior a los niveles de 2017. Tiene también el objetivo de ofrecer a sus clientes la **variedad de productos más completa** y disponer de suficiente capacidad instalada para poder satisfacer cualquier movimiento en las tendencias del mercado. Por ello, se está centrando en destinar más recursos al **desarrollo de las familias de plástico y fibrosa**, en las que tiene menores cuotas de mercado. Con este propósito ya ha llevado a cabo diversas acciones, como la puesta en marcha de las plantas de Cáseda o las compras de Vector (2016) y Supralon (2017).

Revisión de nuestras estimaciones

Actualizamos nuestras previsiones con la nueva guía proporcionada por la compañía para 2018, posicionándonos en la parte baja de la misma en ingresos +4% R4e y en línea con la parte media en cuanto a EBITDA +4% R4e y beneficio neto +3% R4e. Ajustamos asimismo la **expectativa de tipo de cambio** para el conjunto del año al tipo promedio del primer trimestre de 2018 (**usd/eur 1,23**) vs 1,25 proporcionado por la compañía.

	Guía 2018	R4e
Ingresos	+4%/+6%	+4%
EBITDA	+2%/+5%	+4%
Bº Neto	+2%/+5%	+3%

Esperamos unos **volúmenes de envolturas creciendo a un ritmo del +4%** (vs +2,8% en 2017) principalmente justificado por el previsible aumento de cuota de mercado en plástico y fibrosa fruto de las operaciones de M&A realizadas últimamente (Vector y Supralon) y de la puesta en marcha de la

planta de Cáseda, mientras que prevemos que se mantengan las cuotas en el resto de tecnologías.

En **cogeneración** esperamos estabilidad y estimamos un ritmo de **crecimiento plano en ingresos** vs 2017.

En cuanto a **precios**, esperamos una **mejora en todas las familias**, por primera vez en cuatro años, de **+2%** en promedio para 2018 R4e que se irá materializando a lo largo del año y del **+1%** para 2019-21e, sobre la base del buen fondo de mercado explicado con anterioridad, por lo que esperamos que sea un movimiento generalizado llevado a cabo también por el resto de competidores.

El **cambio de perímetro** estimamos que podría aportar **+2%** por la **incorporación de Supralon** (16 mln eur ingresos 2017) vs **+3,7%** en 2017. La nota negativa viene de la mano de las **divisas** que, según nuestras estimaciones, **drenarían 4 pp en 2018**. Recordamos que las ventas en dólares suponen aproximadamente un 45%.

Por **geografía**, en **Europa y Asia** esperamos un mercado creciendo, liderado por un mayor crecimiento en Asia. En **Norteamérica**, mercado plano y complicado por entorno competitivo, mientras que en **Latam** esperamos crecimiento de dígito medio simple. Por **tecnología**, esperamos **mantenimiento de cuotas de mercado en celulosa y colágeno y mejoras en plástico y fibrosa**.

Con todo ello, esperamos crecimiento de **ingresos 2018 R4e +4%**, **EBITDA +4%e** y **beneficio neto +3%**. Reiteramos que estas estimaciones se centran en un escenario base en el que se mantendrían las tendencias de mercado en emergentes y los competidores se sumarían a la estrategia de subida de precios de Viscofan.

Estabilidad de márgenes

Pese a su objetivo de desarrollar más aquellas familias de envolturas de menor margen (fibrosa y plástico), entendemos que con esta iniciativa Viscofan no perdería su liderazgo en envolturas tradicionales, sino que podría ofrecer a sus clientes una **variedad de productos más completa** y disponer de suficiente capacidad instalada para poder **satisfacer nuevas tendencias de mercado en el futuro**. En este sentido, recordamos que más de la mitad de sus ventas proceden de clientes que lo son en las cuatro familias de envolturas, por lo que valoramos de forma positiva su enfoque multi-tecnología, aunque pueda suponer cierta erosión de márgenes a corto plazo.

Además, el continuo desarrollo de nuevas tecnologías, con la consiguiente **mejora de eficiencia**, debería permitir al grupo mantener sus márgenes estables a medio plazo. En este sentido, la compañía estima que **a partir de 2020 los costes de producción podrían caer entre un 5% y un 10%** gracias a la sustitución de la mitad de su capacidad en celulosa con la nueva

tecnología desarrollada en Cáseda (tecnología disruptiva cuya materialización tendrá que ir demostrando).

Sólida de generación de Caja

Esperamos que Viscofan reduzca su deuda neta en 2018 hasta niveles de **0,1x DN/EBITDA R4e** (vs 0,2x DN/EBITDA 2017), dada su **elevada capacidad de generación de caja y una reducción de capex** (75 mln eur guía 2018 vs 107 mln eur en 2017) más en línea con sus niveles promedio históricos, tras la fuerte inversión en 2017 debido a la **puesta en marcha de las plantas de nueva tecnología de celulosa en Cáseda**. No descartamos que la compañía realice nuevas adquisiciones, sin que por ello se resienta su sólida posición financiera, pudiendo tener caja neta en 2019 R4e.

VALORACIÓN

Para la **valoración de Viscofan** aplicamos un **descuento de flujos de caja**. Descontamos los flujos a una **WACC del 7%** y utilizamos una **g (crecimiento perpetuo) del 2%**. Alcanzamos un valor de empresa de 2.700 mln eur al que restamos la deuda financiera 2018e alcanzando un **precio objetivo de 57,72 eur/acc** que supone un **potencial de revalorización del +1,5%** y nos lleva a reiterar nuestra **recomendación de Mantener**.

VISCOFÁN. Cálculo del WACC

Long term bond yield	3,50%
Spread	1,0%
Tipo impositivo	-20%
Coste de la deuda (dp.imptos.)	3,6%
Tasa libre de riesgo	3,50%
Prima de riesgo de mercado	5,00%
Riesgo del valor	0,70
Coste del capital propio	7,0%
Ponderación capital propio	98%
Ponderación capital ajeno	2%
WACC	6,9%

VALORACIÓN VISCOFAN

Valoración a	8-may-18						
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
EBIT	160,9	154,3	154,8	158,7	166,2	182,7	193,7
Impuestos (EBIT x t)	-32,2	-30,9	-31,0	-31,7	-33,2	-36,5	-38,7
Dotación amortización	53,1	49,7	56,4	60,6	63,5	60,1	62,9
Caja de operaciones	181,7	173,2	180,3	187,6	196,4	206,2	217,9
Inversión en activo circulante	-37,0	-35,1	3,1	-12,1	-12,7	-13,3	-13,9
Inversión en Inmovilizado	-60,5	-86,7	-107,0	-75,0	-63,5	-60,1	-62,9
Cash Flow Libre	84,3	51,4	76,3	100,5	120,3	132,9	141,1
Días a flujo				237	602	968	1.333
Factor descuento				0,96	0,90	0,84	0,78
Cash Flow descontado				96,2	107,7	111,3	110,4
Valor residual						2.747,9	2.916,9
Valor residual descontado						2.300,4	2.283,5

Valoración de los fondos propios	
Valor actual flujos explícitos	425,6
Valor actual residual	2.283,5
VALOR DE EMPRESA	2.709,0
Deuda financiera neta dic-18	18,9
Valor teórico de los recursos propios	2.690,1
Nº acciones	46,6
Valor teórico objetivo (eur/acc)	57,72
<i>cotización actual</i>	56,85
Potencial a precio objetivo	1,5%

Cuenta de pérdidas y ganancias

Cuenta de Pérdidas y Ganancias grupo:

(mlns eur)	2015	%	2016	%	2017	%	2018e	%	2019e	%	2020e	%
Ventas	741	7,8%	731	-1,4%	778	6,5%	808	3,8%	846	4,7%	886	4,7%
Coste de ventas	-527	5,0%	-527	0,0%	-567	7,6%	-589	3,8%	-616	4,7%	-643	4,4%
EBITDA	214	15,4%	204	-4,6%	211	3,5%	219	3,8%	230	4,7%	243	5,7%
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>28,9%</i>		<i>27,9%</i>		<i>27,1%</i>		<i>27,1%</i>		<i>27,1%</i>		<i>27,4%</i>	
Amortización del inmovilizado	-53	7,9%	-50	-6,3%	-56	13,4%	-61	7,5%	-63	4,7%	-60	-5,4%
EBIT	161	18,1%	154	-4,1%	155	0,3%	159	2,5%	166	4,7%	183	9,9%
<i>Margen EBIT %</i>	<i>21,7%</i>		<i>21,1%</i>		<i>19,9%</i>		<i>19,6%</i>		<i>19,6%</i>		<i>20,6%</i>	
Resultado financiero	-9	n.r.	1	n.r.	-9	n.r.	-2	-82,9%	-2	4,7%	-2	4,7%
Resultado Puesta en Equivalencia	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.
EBT	152	12,9%	155	2,4%	145	-6,3%	157	8,1%	173	10,1%	189	9,5%
Impuestos sobre beneficios	-32	4,2%	-30	-5,1%	-23	-22,8%	-31	34,6%	-35	10,1%	-38	9,5%
Rdo. de operaciones interrumpidas	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.
Minoritarios	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.	0	n.r.
Bº Neto	120	12,9%	125	3,9%	122	-2,4%	126	3,1%	138	10,1%	152	9,5%
<i>Margen Neto %</i>	<i>16,2%</i>		<i>17,1%</i>		<i>15,7%</i>		<i>15,6%</i>		<i>16,4%</i>		<i>17,1%</i>	

Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

Cifras Clave

Valoración:

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Precio cotización	44,07	55,64	46,85	55,01	56,85		
Market Cap (mln de euros)	2.054	2.593	2.183	2.564	2.649	2.649	2.649
Deuda Neta (mln de euros)	75	-3	9	41	19	-29	-83
EV (mln de euros)	2.128	2.590	2.192	2.605	2.668	2.620	2.566
Nº acciones (mln)	47	47	47	47	47	47	47
BPA (EUR/acc)	2,28	2,58	2,68	2,62	2,70	2,97	3,25
DPA (EUR/acc)	1,17	1,34	1,44	1,54	1,68	1,54	1,69
Pay-Out Ratio	51,4%	52,0%	53,7%	58,8%	62,3%	52,0%	52,0%
P/E	19,3x	21,6x	17,5x	21,0x	21,1x	19,1x	17,5x
P/VC	3,6x	4,1x	3,1x	3,5x	3,4x	3,1x	2,9x
P/FCF	52,5x	30,8x	42,5x	33,6x	26,4x	22,0x	19,9x
FCF Yield	1,9%	3,2%	2,4%	3,0%	3,8%	4,5%	5,0%
Dividend Yield	2,7%	2,4%	3,1%	2,8%	3,0%	2,7%	3,0%
EV/Ventas	3,1x	3,5x	3,0x	3,3x	3,3x	3,1x	2,9x
EV/EBITDA	11,5x	12,1x	10,7x	12,3x	12,2x	11,4x	10,6x
EV/EBIT	15,6x	16,1x	14,2x	16,8x	16,8x	15,8x	14,0x

Flujos de Caja:

(mln de euros)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
FCF	39	84	51	76	100	120	133
Capex	61	61	87	107	75	63	60

P&L:

(mln de euros)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ventas	687	741	731	778	808	846	886
EBITDA	185	214	204	211	219	230	243
Amortización	-49	-53	-50	-56	-61	-63	-60
EBIT	136	161	154	155	159	166	183
Bº neto	106	120	125	122	126	138	152

Performance:

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
ROE	18,5%	19,0%	17,6%	16,8%	16,2%	16,4%	16,6%
ROCE	24,8%	27,2%	22,7%	21,2%	22,5%	23,5%	25,9%
Margen EBITDA	27,0%	28,9%	27,9%	27,1%	27,1%	27,1%	27,4%
Margen EBIT	19,8%	21,7%	21,1%	19,9%	19,6%	19,6%	20,6%
Margen Neto	15,5%	16,2%	17,1%	15,7%	15,6%	16,4%	17,1%
DN/Equity	13,0%	-0,5%	1,2%	5,6%	2,4%	-3,5%	-9,1%
DN/EBITDA	0,4x	0,0x	0,0x	0,2x	0,1x	-0,1x	-0,3x
Cobertura de intereses	67,5x	17,3x	-173,8x	16,3x	97,6x	97,6x	102,4x
FCF/Ventas	5,7%	11,4%	7,0%	9,8%	12,4%	14,2%	15,0%
Capex/Ventas	8,9%	8,2%	11,9%	13,8%	9,3%	7,5%	6,8%
Capex/Amortización	124,1%	114,0%	174,5%	189,8%	123,8%	100,0%	100,0%

Fuente: estimaciones Renta 4, datos compañía.

Compañía	Acciones (mln)	Precio por acción	Capitalización (mln)	Recomendación Consenso	Precio Objetivo Consenso	Potencial Revalorización	RPD 18e
VISCOFAN*	47	56,85	2.649	Mantener	57,72	1,5%	2,7%
DEVRO	167	221,00	369	Sobreponderar	232,50	5,2%	4,0%
PROMEDIO							4,0%

Fuente: estimaciones Renta 4, Thomson Reuters. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	PER 18e	PER 19e	Cto. BPA 17-19e	PEG 18e	PEG 19e	ROE 18e	P/V 18e
VISCOFAN*	21,1x	19,1x	13,5%	1,6x	1,4x	16,2%	3,4x
DEVRO	15,4x	13,2x	16,3%	0,9x	0,8x	20,1%	3,1x
PROMEDIO	15,4x	13,2x	16,3%	0,9x	0,8x	20,1%	3,1x

Fuente: estimaciones Renta 4, Thomson Reuters. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	EV/EBITDA 18e	EV/EBITDA 19e	Cto. EBITDA 17-19e	Margen EBITDA 18e	EVG 18e	EVG 19e	DN/EBITDA 18e
VISCOFAN*	12,2x	11,4x	8,7%	27,1%	1,4x	1,3x	0,1x
DEVRO	2,0x	1,6x	5,1%	25,6%	0,4x	0,3x	1,9x
PROMEDIO	2,0x	1,6x	5,1%	25,6%	0,4x	0,3x	1,9x

Fuente: estimaciones Renta 4, Thomson Reuters. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2018	1 año
VISCOFAN	1,7%	3,3%	1,1%	5,9%	3,3%	3,9%
DEVRO	0,0%	3,9%	10,0%	7,5%	-3,5%	8,5%
IBEX 35	0,4%	1,6%	4,6%	1,6%	1,0%	-8,9%

PER	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	MEDIA 12-17
VISCOFAN	19,0x	19,0x	19,3x	21,6x	17,5x	17,5x	20,0x	18,4x	19,0x
Media Comparables	15,5x	13,8x	22,2x	18,9x	14,3x	14,4x	13,2x	11,2x	16,0x
DEVRO	15,5x	13,8x	22,2x	18,9x	14,3x	14,4x	13,2x	11,2x	16,5x

EV/Ventas	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	MEDIA 12-17
VISCOFAN	2,8x	2,6x	3,1x	3,5x	3,0x	2,9x	3,4x	3,2x	3,0x
Media Comparables	2,2x	2,1x	2,5x	2,6x	2,0x	1,8x	1,9x	1,8x	2,2x
DEVRO	2,2x	2,1x	2,5x	2,6x	2,0x	1,8x	1,9x	1,8x	2,2x

EV/EBITDA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	MEDIA 12-17
VISCOFAN	11,2x	11,3x	11,9x	12,2x	10,9x	10,5x	12,4x	11,6x	11,3x
Media Comparables	9,1x	8,7x	9,5x	11,2x	9,2x	7,4x	7,9x	7,2x	9,0x
DEVRO	9,1x	8,7x	9,5x	11,2x	9,2x	7,4x	7,9x	7,2x	9,2x

Fuente: Thomson Reuters, estimaciones Renta 4.

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

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 Renta 4 Banco, 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 Renta 4 Banco por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Renta 4 Banco 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.

Renta 4 Banco 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.

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 de Renta 4 Banco 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. Renta 4 Banco 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.

Renta 4 Banco 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 Renta 4 Banco 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.

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 Renta 4 Banco. 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.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

D^a. Ana Gómez Fernández

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: 45% Sobreponderar, 50% Mantener y 5% Infraponderar.