

BBVA

18 de julio de 2018

Mantener

Precio Objetivo 7,18 EUR
Precio cotización 5,94 EUR
Potencial +21%

¿Riesgo en emergentes acotado? Turquía vs México

Analista financiero

Nuria Álvarez Añibarro

Datos bursátiles

Market Cap. (mln de euros)	39.574
Nº acciones (mln)	6.668
Free Float	39,0%
Beta	1,35
Rango 52 semanas (EUR/acc)	5,783 - 7,932
Vol. Medio Diario 6 meses	18,4 mln acc
Rating [Fitch/S&P/Moody's]	A- / A- / A3

Evolución	BBVA	BBVA vs IBEX
1 Día	-1,0%	-1,0%
1 Mes	-0,7%	0,6%
2018	-16,6%	-13,4%
1 año	-22,3%	-13,6%

Avance de los ingresos recurrentes a pesar del entorno.

A pesar de la presión en márgenes que podamos esperar en España ante la falta de recuperación del Euribor, la buena evolución de los volúmenes de crédito que estimamos se mantenga en los países emergentes y el control de costes permitirán ver una expansión de los ingresos recurrentes. Dos efectos que permitirán compensar cierto aumento del coste de riesgo asociado al incremento del crédito más que a un deterioro del riesgo como tal.

Menor presión en México, más dudas en Turquía.

Los resultados de las elecciones en Turquía y México han estado en línea con lo esperado por el mercado. Sin embargo, aunque la incertidumbre por este lado se reduce, las tensiones en emergentes seguirán estando latentes como consecuencia de la guerra comercial, las negociaciones del NAFTA para las que no existe fecha de finalización, la normalización monetaria en Estados Unidos y los últimos cambios en el Gobierno de Turquía que pone en entredicho la independencia del Banco Central de Turquía.

Objetivo CET 1 "Fully loaded" del 11% y política de dividendos sostenible.

La tendencia de generación de beneficio y por tanto de capital, apoyan la guía de CET 1 "fully loaded" del 11% que la entidad mantiene de cara a medio – largo plazo. Un objetivo cuyo cumplimiento se verá apoyado por el incremento de en torno a 50 pbs derivado de la venta de su filial chilena (anunciado en noviembre) que generará una plusvalía neta de 640 mln de euros. Asimismo, el crecimiento de beneficios esperado apoya la política de dividendos de la entidad con un objetivo de payout entre el 35% - 40%, 100% en efectivo y compromiso de crecimiento del dividendo a la par que los resultados.

Alcanzamos un precio objetivo de 7,18 euros/acc

Nuestra valoración supone cotizar a P/VCT 18e implícito del 1,1x y PER 18e de 8x. En el corto plazo, ante los rumores de cambios fiscales y nuevos impuestos en España y los últimos acontecimientos en Turquía no descartamos que el valor pueda recoger un comportamiento algo más débil y por ello establecemos una recomendación de Mantener a pesar del potencial. A largo plazo existen catalizadores: normalización de política monetaria en la Eurozona, recuperación de las divisas en emergentes, desarrollo favorable de las negociaciones del NAFTA y mejora de perspectivas en México.



	Comprar	Mantener	Vender
Consenso Analistas	31%	38%	31%

Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Accionistas: Blackrock (5,1%).

(mln de euros)	2017	2018E	2019E	2020E
Margen Intereses	17.759	17.239	17.694	18.536
MI/ATM (%)	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Margen Bruto	25.270	24.204	24.745	25.675
Margen Neto	12.770	12.379	12.937	13.748
Bº Neto	3.519	5.430	5.044	5.560

(EUR/acc)	2017	2018E	2019E	2020E
BPA	0,5	0,8	0,8	0,8
DPA	0,2	0,3	0,3	0,3
Pay-Out (%)	45%	35%	40%	40%
RPD (%)	3,4%	4,6%	4,9%	5,4%

Fuente: Compañía y estimaciones propias.

Ratios	2017	2018E	2019E	2020E
PER	13,5x	7,6x	8,2x	7,4x
P / VC	0,9x	0,7x	0,7x	0,6x
Eficiencia	46%	51%	46%	43%
CET 1 "fully loaded"	11,1%	11,5%	12,5%	12,9%
APR (mln de euros)	361.686	351.104	363.553	381.326
RoAPR	1,0%	1,5%	1,4%	1,5%
ROA	1,0%	1,3%	1,2%	1,3%
ROE	6,5%	9,5%	8,4%	8,8%
ROTE	7,5%	10,8%	9,5%	9,8%

BBVA, UN BANCO COMERCIAL EN PLENA TRANSFORMACIÓN DIGITAL

BBVA es el segundo banco más grande de España por total de activos, 690.059 mln de euros que representan el 26% de los activos totales del sector financiero español.

En los últimos años muchos han sido los cambios acaecidos en la estructura de BBVA, con ciertos hitos importantes a destacar. Por un lado, su participación en el proceso de consolidación que se dio en el sector financiero en España en 2011-2012 y que supuso comprar UNNIM en 2012 y CatalunyaBanc en 2014, la salida gradual de Asia con la desinversión de su participación en CNBC prácticamente en su totalidad y su apuesta por Turquía donde aumentó su peso en Garanti Bank hasta el 49,85% actual tras adquirir un 9,95% adicional del capital social en 2017.

Con esta nueva estructura, y la separación del negocio inmobiliario del bancario en España, el banco inició en 2014 una estrategia basada en la transformación digital con la creación de la unidad de Banca Digital, proceso que se aceleró en 2017 y que engloba la apuesta por la tecnología, el big data, el cambio de procesos y la innovación abierta para convertirse en un banco digital.

Esta apuesta por la digitalización se ha traducido no solo en una mejora de la eficiencia sino también en un incremento de las ventas. Las ventas digitales mantienen una tendencia al alza en todas las regiones, del total de las ventas del Grupo en 1T18 el 37% fue a través del canal digital lo que contrasta con el 22% de un año antes. Un porcentaje que en el caso de las 3 áreas que aglutinan más del 70% del beneficio neto del Grupo, España, Turquía y México se eleva hasta el 42%, 39% y 31% respectivamente. Una evolución que debería continuar al alza, apoyada por la introducción de nuevas funcionalidades y herramientas para los clientes, y que contribuirá a su vez a una mejora de la eficiencia a futuro.

INGRESOS Y COSTES. CONTINUIDAD EN LA AMPLIACIÓN DE “MANDÍBULAS”.

En 1T18, los ingresos recurrentes del Grupo aumentaron (sin efecto tipo de cambio) algo más de un +9% i.a vs -4% i.a de los costes de explotación, un comportamiento que hemos visto repetirse de forma significativa desde 4T17 y que prevemos continúe siendo así para los próximos años. Esta evolución de los ingresos recurrentes recogerá principalmente el crecimiento esperado de los volúmenes en los países emergentes y cierta mejora de márgenes en un contexto de subida de tipos (como por ejemplo Turquía), compensando así la debilidad esperada en España ante la falta de recuperación del Euríbor.

Por lo que respecta a los ROF, éstos se situaron en 410 mln de euros a nivel Grupo que representan el 7% del margen bruto del 1T18, una aportación muy en línea con la vista en 2017 cuando representaron el 8% del margen bruto. Una contribución que para el conjunto del año esperamos se reduzca hasta aportar el 6% del margen bruto del Grupo 2018e, 5,5% en 2019e e inferior al 5% 2020e.

Por otro lado, se mantendrá la disciplina en gastos, que esperamos muestren un descenso del 5% i.a a nivel Grupo en 2018 para luego moderarse el ritmo de caída.

España, posible presión en márgenes que resta atractivo

Los drivers del negocio en España para la generación de beneficio de acuerdo a la guía proporcionada por el banco estarán en el control de costes y las menores dotaciones a provisiones.

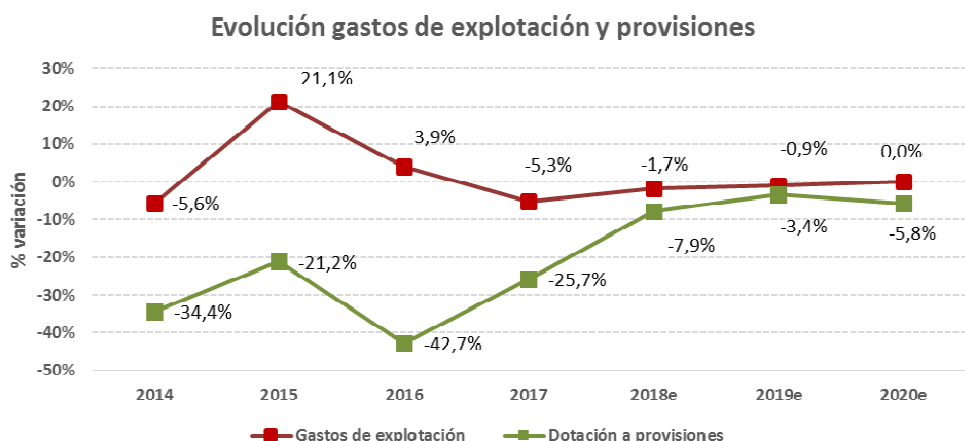
Por lo que respecta a la generación de ingresos recurrentes (margen de intereses + comisiones netas) esperamos que se mantengan planos en 2018 con un margen de intereses que estimamos seguirá estando presionado teniendo en cuenta el vencimiento de los TLTROs y un Euribor en mínimos (-0,184% media de junio), y unos volúmenes aún a la baja por el desapalancamiento en hipotecas. Una evolución compensada por las comisiones netas y para la que a partir de 2019 esperamos un cambio de tendencia gracias a una recuperación tanto del Euribor como del avance del crédito:

Se retrasa la recuperación esperada de los ingresos recurrentes.



Fuente: Compañía y R4e.

Con la evolución de los ingresos esperada el beneficio neto se verá apoyado por menores dotaciones a provisiones, que continuarán reduciéndose y costes de explotación que se mantendrán contenidos:



En conjunto esperamos para España una recuperación más sostenida a partir de 2019:

España	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de intereses	3.877	3.738	3.690	3.791	3.890
<i>Var i.a</i>		-4%	-1%	3%	3%
Beneficio neto	905	1.373	1.361	1.436	1.536
<i>Var i.a</i>		52%	-1%	6%	7%
Crédito a la clientela neto	181.137	183.172	170.350	175.460	184.233
<i>Var i.a</i>		1%	-7%	3%	5%

Fuente: Compañía y R4e.

México, con la vista puesta en las negociaciones sobre el NAFTA.

México representó el 41% del beneficio neto del Grupo en 1T18, con unas cifras impactadas por tipo de cambio pero con una evolución operativa positiva en términos de volúmenes y riesgo de crédito.

Un comportamiento de los volúmenes que se ve en la evolución del propio sector mexicano, donde el crecimiento del crédito recoge un ritmo de expansión moderado del crédito hipotecario (por menor dinamismo de la demanda) y la recuperación del crédito al consumo, dos tendencias que se han visto en 1T18 (Fuente: Banxico) y que dan continuidad a la evolución de finales de 2017:

Tras la victoria de López Obrador se reduce el riesgo a la baja del crecimiento en México.



1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

Fuente: Banco de México.

Una evolución de recuperación del crédito que entendemos continuará, en tanto que el riesgo a la baja del crecimiento económico en México se ha reducido con la victoria de López Obrador en las elecciones (tomará posesión del cargo el 1 de diciembre), el cual mantiene un mensaje conciliador. El mercado ha recogido de forma positiva este resultado y se ha traducido en una recuperación del peso mexicano vs USD hasta niveles en torno a 19 pesos/USD.

El riesgo para una ralentización del crédito lo encontramos en las dudas de la continuidad del tratado del NAFTA, que están afectando principalmente al crédito a empresas, ya que se detienen algunos proyectos hasta tener una mejor certeza de lo que ocurrirá con el tratado.

Es por ello que será importante seguir de cerca el desarrollo de las conversaciones con Estados Unidos sobre el tratado del NAFTA y el riesgo de una ruptura del mismo (escenario que no contemplamos) teniendo en cuenta que el 80% de las exportaciones mexicanas van a Estados Unidos.

Desde Renta 4 esperamos que el crédito mantenga un ritmo de crecimiento sólido, +6% i.a. en moneda local y +8% i.a. en euros para 2018, situándonos en línea con la guía proporcionada por la entidad de crecimiento de un dígito alto para el conjunto del año.

El comportamiento de los volúmenes y un MI/ATM contenido, a pesar de cierto aumento del coste de riesgo asociado al aumento del crédito, nos llevan a un beneficio neto de 2.255 mln de euros en 2018e que supone un incremento cercano 3% i.a. vs 2017.

México (mln de eur)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de intereses	5.126	5.500	5.543	5.736	5.979
Var i.a		7%	1%	3%	4%
Beneficio neto	1.980	2.195	2.255	2.151	2.245
Var i.a		11%	3%	-5%	4%
Crédito a la clientela neto	46.474	45.768	49.522	53.868	56.547
Var i.a		-2%	8%	9%	5%

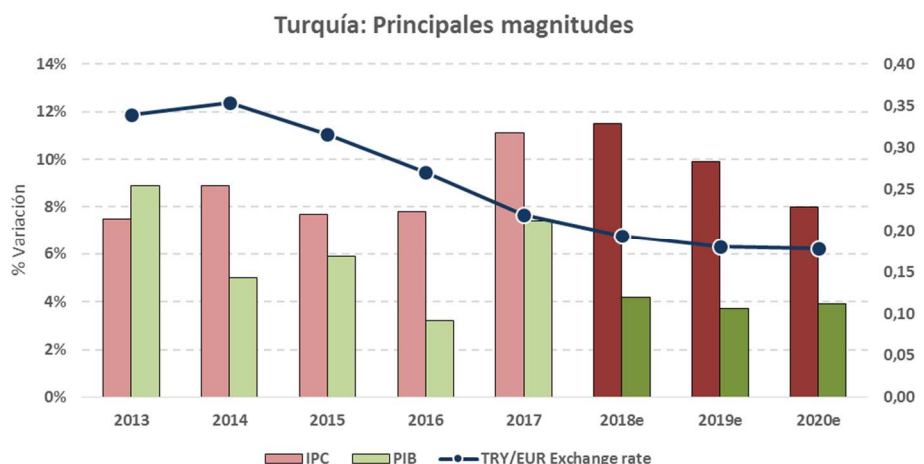
Fuente: Compañía y R4e.

Turquía. Crecimiento sostenido en un contexto de creciente incertidumbre

A nivel macroeconómico, las expectativas de crecimiento de la economía turca continúan siendo sólidas con un avance esperado del +4,2% 2018e, +3,7% 2019e y +3,9% en 2020e de acuerdo al consenso de Bloomberg. Una expansión de la economía por debajo del crecimiento estimado para el crédito que sigue evolucionando favorablemente, pero para el que estimamos una ralentización en el ritmo de avance en moneda local a partir de 2019 recogiendo la finalización del programa "Credit Guarantee Fund" (CGF) en 2018 y la expectativa de que el Banco Central Turco continúe con la senda de subidas de tipos.

Y es que la inflación en Turquía cerró junio en el 15% que contrasta con el 10,2% de marzo y que se debe principalmente a la fuerte depreciación de la lira turca:

Aumenta la incertidumbre tras los últimos cambios en el Gobierno.



Fuente: Compañía y R4e.

De hecho, las perspectivas de disminución de la inflación siguen siendo limitadas dada la falta de visibilidad de una recuperación de la divisa frente al euro. Un nivel de precios muy por encima del objetivo del 5% que tiene establecido el banco nacional de Turquía, y que le ha llevado a subir los tipos de interés en 125 pbs hasta 17,75% en junio sin descartar nuevas subidas para el resto del año.

En este contexto, esperamos que los gastos de explotación sigan manteniendo una tendencia de crecimiento por debajo de la inflación y del avance del margen de intereses.

Un margen de intereses que se verá apoyado por el crecimiento de los volúmenes junto con una mejora del rendimiento esperado nos llevan a unas previsiones del +14% i.a del margen de intereses sin efecto tipo de cambio en 2018 y cercano al +9% i.a para 2019. En euros, la evolución continuará recogiendo el impacto negativo de la divisa y que explica el descenso del margen de intereses en 2018 vs 2017:

Turquía (mln de eur)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de intereses	3.404	3.426	3.042	3.071	3.297
<i>Var i.a</i>		1%	-11%	1%	7%
Beneficio neto	599	848	789	829	964
<i>Var i.a</i>		42%	-7%	5%	16%
Crédito a la clientela neto	55.612	51.378	50.238	51.269	54.789
<i>Var i.a</i>		-8%	-2%	2%	7%

Nuestras cifras no recogen una posible desaceleración adicional de la economía turca derivada de los nuevos cambios producidos en el Gobierno, y tampoco anticipamos una política monetaria contraria a la que el Banco Central turco ha realizado hasta el momento de subidas de tipos. El principal riesgo a la baja para nuestras cifras está en la posibilidad de que el Banco Central de Turquía opte por bajar los tipos de interés con el fin de acelerar el crecimiento económico a pesar de contar con una inflación elevada.

VALORACIÓN Y RECOMENDACIÓN

Hemos procedido a valorar BBVA mediante suma de partes, aplicando a las diferentes áreas geográficas el modelo de crecimiento de Gordon y mediante múltiplo PER la división de actividades corporativas. De este modo alcanzamos un precio objetivo de 7,11 eur/acc, donde la división de Real Estate la valoramos a cero y aplicamos un descuento por holding del 5%.

División	Método de valoración	RWA	Equity asignado	BN18e	ROE 18e	CoE	g	Valoración	
España	ROE-CoE	103.008	16.478	1.361	8,3%	9%	2%	15.863	
México	ROE-CoE	52.439	9.086	2.235	24,6%	12%	5%	27.394	
Estados Unidos	ROE-CoE	64.394	9.602	655	6,8%	9%	2%	6.398	
América del Sur	ROE-CoE	43.952	9.325	792	8,5%	15%	5%	3.426	
Turquía	ROE-CoE	56.485	10.151	741	7,3%	17%	5%	1.959	
Resto Eurasia	ROE-CoE	15.085	2.422	113	4,6%	11%	2%	848	
Centro Corporativo	PER 10x	7.892	1.118	-350	--	10%		-3.501	
Grupo BBVA								52.386	
								Nº de acciones	6.668
								VCA	7,86
								DPA 18e	0,29
								Descuento por holding	5%
								Precio objetivo	7,18

DATOS RELEVANTES BBVA

P&L:

(mín de euros)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de intereses	15.116	16.426	17.060	17.759	17.239	17.694	18.536
Comisiones netas	4.365	4.705	4.718	4.921	4.867	5.069	5.242
ROF + Diferencias de cambio	2.135	2.009	2.132	1.968	1.505	1.378	1.278
Otros ingresos	-258	541	744	622	593	603	619
Margen bruto	21.358	23.680	24.654	25.270	24.204	24.745	25.675
Gastos de explotación (sin amortizaciones)	-10.951	-12.318	-12.791	-12.500	-11.825	-11.808	-11.927
Margen neto pre-provisiones	10.407	11.362	11.864	12.770	12.379	12.937	13.748
Dotación a provisiones	-4.486	-4.339	-3.801	-4.803	-3.777	-4.040	-4.186
BAI	4.064	5.879	6.395	6.930	8.702	8.193	8.884
Beneficio neto	2.967	3.751	3.479	3.519	5.430	5.044	5.560

Balance:

(mín de euros)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Activo Total	651.511	749.855	731.856	690.059	691.751	695.231	707.745
ATM	625.514	700.683	740.855	710.957	690.905	693.491	701.488
Activos Ponderados por Riesgo (APR)	350.588	401.277	388.951	361.686	351.104	363.553	381.326
Crédito a la clientela neto	351.755	414.165	414.500	387.621	387.547	401.891	423.347
Depósitos a la clientela	330.686	403.362	401.465	376.379	328.951	333.705	338.314
Ratio CET 1 "fully loaded" %	10,4%	10,3%	10,9%	11,1%	11,5%	12,5%	12,9%
Fondos Propios	49.446	50.639	52.821	55.136	58.666	61.692	65.028
FFPP medios	47.878	50.043	51.730	53.979	56.901	60.179	63.360
Fondos Propios tangibles	40.606	40.587	43.036	46.672	50.202	53.228	56.564

Ratios relevantes:

%	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de intereses / ATM	2,42%	2,34%	2,30%	2,50%	2,50%	2,55%	2,64%
Inversión crediticia/TA	54,0%	55,2%	56,6%	56,2%	56,0%	57,8%	59,8%
Ratio LTD	106,4%	102,7%	103,2%	103,0%	117,8%	120,4%	125,1%
Apalancamiento (veces)	16,0x	18,5x	17,0x	14,8x	13,8x	13,1x	12,5x
FF.PP Tangible/Activo Total	6,2%	5,4%	5,9%	6,8%	7,3%	7,7%	8,0%
FF.PP Tangible/APR	11,6%	10,1%	11,1%	12,9%	14,3%	14,6%	14,8%

Evolución del negocio:

%	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Variación Margen bruto	-0,2%	10,9%	4,1%	2,5%	-4,2%	2,2%	3,8%
Variación gastos de explotación	-2,2%	12,5%	3,8%	-2,3%	-5,4%	-0,1%	1,0%
Variación dotación a provisiones	-22,3%	-3,3%	-12,4%	26,4%	-21,4%	7,0%	3,6%
ROA (BAI/ATM)	0,6%	0,8%	0,9%	1,0%	1,3%	1,2%	1,3%
Pre- Provision ROE	21,7%	22,7%	22,9%	23,7%	21,8%	21,5%	21,7%
ROE (BN/FF.PP medios)	6,2%	7,5%	6,7%	6,5%	9,5%	8,4%	8,8%
RoTE	7,3%	9,2%	8,1%	7,5%	10,8%	9,5%	9,8%
RoAPR	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%	1,5%	1,4%	1,5%
Ratio de eficiencia	39,6%	39,5%	43,8%	45,9%	50,6%	46,3%	43,5%

Dividendos

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
DPA (euros/acc)	0,37	0,37	0,37	0,24	0,29	0,30	0,33
Pay-out (%)*	84%	66%	71%	45%	35,0%	40,0%	40,0%
RPD (%)	5,1%	5,8%	5,9%	3,4%	4,6%	4,9%	5,4%

*Incluye dividendo formato scrip

Datos por acción

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Número de acciones (mln)	6.708	6.700	6.688	6.668	6.668	6.668	6.668
BPA (euros/acc)	0,44	0,56	0,52	0,53	0,81	0,76	0,83
PER (veces)	16,4x	11,4x	12,1x	13,5x	7,6x	8,2x	7,4x
Valor contable por acción (euros/acc)	7,37	7,56	7,90	8,27	8,80	9,25	9,75
P/VC (veces)	1,0x	0,8x	0,8x	0,9x	0,7x	0,7x	0,6x

MÚLTIPLOS COMPARABLES

Compañía	Acciones (mln)	Precio (moneda local/acc)	Capitalización (mln moneda local)	Recomendación Consenso	Precio Objetivo Consenso	Potencial Revalorización	RPD 18e
BANCO SANTANDER	16.136	4,61	74.380	Sobreponderar	5,36	16,3%	4,8%
BBVA *	6.668	5,94	39.574	Mantener	7,18	20,9%	4,6%
CREDIT AGRICOLE	2.853	11,47	32.705	Sobreponderar	15,75	37,4%	5,9%
BNP PARIBAS	1.249	52,14	65.115	Sobreponderar	70,69	35,6%	5,8%
COMMERZBANK (XET)	1.252	8,56	10.724	Mantener	11,00	28,5%	2,0%
INTESA SANPAOLO	15.860	2,48	41.011	Sobreponderar	3,20	29,0%	8,4%
SOCIETE GENERALE	808	36,33	29.348	Sobreponderar	47,00	29,4%	6,2%
UNICREDIT	2.230	14,39	32.083	Sobreponderar	19,20	33,5%	2,5%
PROMEDIO						28,8%	5,0%

Fuente: Thomson Reuters. * Estimaciones Renta 4.

Compañía	PER 18e	PER 19e	Cto. BPA 17-19e	PEG 18e	PEG 19e	ROE 18e	P/VC 18e
BANCO SANTANDER	9,1x	8,4x	16,2%	0,6x	0,5x	8,7%	0,7x
BBVA *	7,6x	8,2x	9,1%	0,8x	0,9x	9,5%	0,7x
CREDIT AGRICOLE	8,9x	8,0x	7,5%	1,2x	1,1x	7,4%	0,6x
BNP PARIBAS	8,5x	7,7x	5,6%	1,5x	1,4x	8,6%	0,7x
COMMERZBANK (XET)	11,7x	9,4x	10,3%	1,1x	0,9x	3,9%	0,4x
INTESA SANPAOLO	10,1x	9,1x	3,9%	2,6x	2,3x	8,9%	0,8x
SOCIETE GENERALE	8,2x	7,1x	30,6%	0,3x	0,2x	7,6%	0,5x
UNICREDIT	9,2x	7,4x	11,1%	0,8x	0,7x	7,2%	0,5x
PROMEDIO	9,2x	8,1x	11,2%	1,2x	1,1x	7,6%	0,6x

Fuente: Thomson Reuters. * Estimaciones Renta 4.

COMPARATIVA CONSENSO

BBVA	2018E			2019E			2020E		
	R4	Consenso	R4 vs Cons	R4	Consenso	R4 vs Cons	R4	Consenso	R4 vs Cons
Margen de Intereses	17.239	17.280	-0,2%	17.694	17.737	-0,2%	18.536	18.697	-1%
Margen Bruto	24.204	24.299	-0,4%	24.745	24.835	-0,4%	25.675	26.018	-1%
Beneficio neto	5.430	5.499	-1%	5.044	5.140	-1,9%	5.560	5.511	1%

Fuente: BBVA y estimaciones R4.

Evolución cotización últimos 12 meses



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.

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.

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.

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

D^a. Nuria Álvarez Añibarro 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 Grupo Renta 4, S.A.: 44% Sobreponderar, 54% Mantener y 2% Infraponderar.