

Indra

Ticker: IDR SM

Infraponderar

Sector Tecnológico

Precio Objetivo: 12,4€

Precio Actual: 12,98€

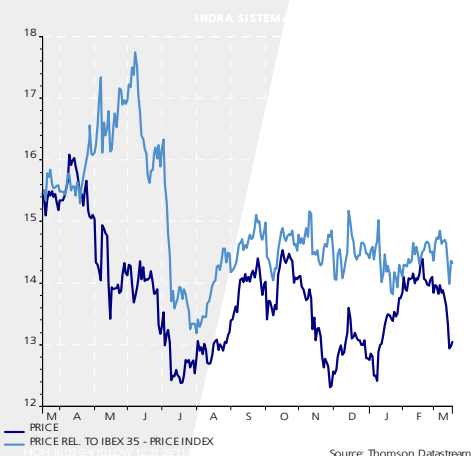
Javier Mielgo Miguel – javier.mielgo@mirabaud.es
+34 91 789 46 70

17 de marzo de 2011

Actualización de compañía

	2010	2011e	2012e	2013e
BPA	1,15	1,20	1,22	1,28
% var	-3,6%	4,2%	2,0%	4,6%
BPA ord	1,31	1,20	1,22	1,28
% var	10,1%	-8,8%	2,0%	4,6%
DPA	0,66	0,66	0,67	0,70
PER	11,3x	10,8x	10,6x	10,2x
PER ord.	9,9x	10,8x	10,6x	10,2x
P/CF	8,1x	8,8x	8,6x	8,3x
P/VTC	2,1x	2,0x	1,8x	1,7x
Yield (%)	5,1	5,1	5,2	5,4
EV/Ventas	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x
EV/Ebitda	7,2x	7,3x	6,9x	6,5x
EV/Ebit	8,2x	8,5x	8,1x	7,6x
EV/CE	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x

IBEX	10.092,6
Capitalización bursátil (MII €)	2.130,4
Nº de acciones actual (MII)	164,1
Ponderación en el Ibex (%)	
Free Float (%)	45
Accionariado	
Caja Madrid	20
FMR LLC	10
Corporación Financiera Alba	10



	1M	3M	12M	YTD
Comportamiento abs. (%)	-7,6	-0,9	-15,3	1,5
Comportamiento rel. (%)	-0,9	-2,8	-7,2	-0,8

A la espera de tiempos mejores.

El segmento de Servicios tiene un peso cada vez mayor en el grupo, lo que está pasando factura a nivel de márgenes.

El segmento de Soluciones es el que más se está viendo afectado por la débil coyuntura económica actual, y los Servicios, especialmente los contratos de externalizaciones, son los que están salvando el crecimiento. Los márgenes de Servicios son estructuralmente inferiores, por lo que el aumento de su peso en el mix de la cartera (desde el 15% en 2008 hasta el 24% a cierre de 2010) está acabando por erosionar los márgenes del grupo. Parece complicado que podamos volver a ver márgenes EBITDA por encima del 13%, y EBIT por encima del 11%.

Esperamos que Indra sea capaz de batir el *guidance* anunciado.

Esperamos que los ingresos crezcan +2,3% YoY (vs. >2% del *guidance*), y que el deterioro de márgenes se quede en el 10,6% de EBIT (vs. mínimo del 10,5%). El BPA podría crecer a dígito simple medio, y se iría a niveles cercanos a 2009, en torno a 1,20 € por acción. Esperamos una ligera mejoría a partir de 2012, aunque la visibilidad sigue siendo muy limitada.

La rentabilidad por dividendo y la situación financiera siguen siendo los grandes atractivos.

En los niveles de cotización actuales, la rentabilidad por dividendo es muy atractiva, más aún en términos relativos frente al sector: la *yield* está en el 5,0%, frente a una media del sector inferior al 3%. Pese al incremento de la deuda en 2010, la posición financiera de la compañía continúa siendo muy saludable (0,8xEBITDA), lo que le otorga un enorme margen de maniobra para afrontar potenciales adquisiciones. No descartamos que Indra afronte operaciones corporativas en el corto/medio plazo.

Obtenemos por DCF un precio objetivo de 12,4 € por acción.

Partiendo del flujo de caja operativo que generará el grupo entre 2011 y 2013 según nuestras estimaciones, y aplicando una tasa de crecimiento perpetuo del 2,0% y un WACC del 8,9%, obtenemos un precio objetivo de 12,4 € por acción, lo que implica un descuento del 4,5% frente al precio de cierre de ayer.

Mantenemos la recomendación de Infraponderar el valor.

Creemos que la acción sigue manteniendo un apreciable valor defensivo, reforzado por una *yield* atractiva, una sólida posición de balance y unos múltiplos que, además de estar cerca de mínimos, ya no implican prima frente a los comparables. Sin embargo, creemos que la visibilidad sigue siendo muy reducida en el corto/medio plazo, lo que, unido a la imposibilidad para alcanzar una valoración atractiva frente a los precios actuales y al elevado riesgo de *flowback*, nos hace mantener nuestra recomendación de Infraponderar.

- En los últimos trimestres, el fuerte ritmo de contrataciones se ha mantenido gracias al segmento de Servicios...

El segmento de Soluciones es el que más está sufriendo la debilidad macro...

Aunque en principio podría parecer el más defensivo, la realidad es que el segmento de Soluciones es el que más se está viendo afectado por la débil coyuntura económica actual, especialmente en el mercado doméstico. La contención de proyectos de inversión, y sobre todo el drástico recorte del Ministerio de Defensa español han provocado que, por primera vez, al menos en los últimos años, en 2010 la evolución de la contratación del segmento haya sido negativa (-3,2% vs. 2009), y las ventas se hayan quedado planas.

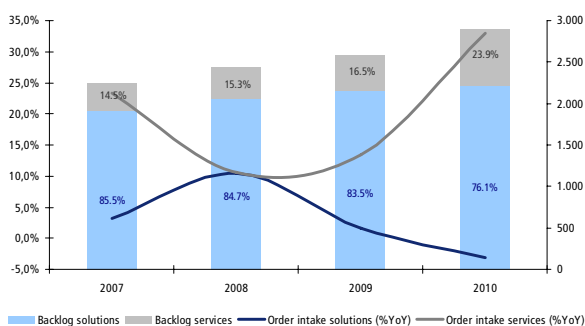
... y son las externalizaciones las que están salvando el crecimiento.

En contraposición a lo anterior, lo que ha experimentado un notable auge ha sido la externalización de servicios, y aquí Indra ha aprovechado el tirón para consolidar su posición competitiva, especialmente en los mercados de Telecom&Media y Servicios Financieros. Los contratos de servicios, y de forma particular los de externalizaciones, se caracterizan entre otras cosas por ser de larga duración, y contribuyen de manera muy significativa a la cartera tan pronto como se firman; la contratación se ha disparado un 33,0% en 2010, mientras que las ventas han crecido un 6,3%.

El peso de los servicios en la cartera se ha incrementado de forma significativa.

La evolución de 2010, que acentúa la tendencia ya mostrada en 2009, cuando la contratación de Servicios creció un 13,4%, frente a tan sólo un 1,5% Soluciones, ha provocado un incremento muy significativo del peso de los primeros en el mix de la cartera, desde el 15% en 2008 hasta el 24% a cierre de 2010.

Order intake growth and backlog by segment 2007-2010



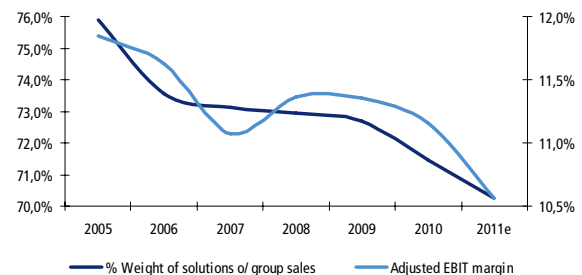
Fuente: Mirabaud Finanzas

- ... y el cambio de mix ha acabado por pasar factura en los márgenes.

Los márgenes de los contratos de servicios son estructuralmente inferiores.

Los contratos de externalización están menos basados en tecnología e implican un valor añadido mucho menor que los de Soluciones. Se basan más en escala y precio, lo que implica en último término menores márgenes. El aumento del peso de los servicios sobre el total de los ingresos acaba, por tanto, erosionando los márgenes del grupo.

Weight of Solutions in group revenues vs. EBIT margin



Fuente: Mirabaud Finanzas

Parece muy complicado que podamos volver a ver márgenes EBITDA por encima del 13%.

Pese a que IDR espera que el segmento de Soluciones recuperen algo de protagonismo en las contrataciones de 2011, el peso de Servicios en los ingresos tenderá a seguir incrementándose, por lo que parece complicado que podamos volver a ver márgenes EBITDA por encima del 13%, y EBIT por encima del 11% en el corto/medio plazo. La reducción de costes corporativos acometida en los últimos trimestres y una cierta relajación de las presiones en precios serían los potenciales catalizadores positivos para los márgenes en el futuro.

- Esperamos que la compañía bata el *guidance* publicado en 2011

Los servicios seguirán impulsando el crecimiento de ingresos...

La consolidación de varios contratos de externalización será el principal *driver* en 2011, y debería llevar a los negocios de Telecom&Media y Servicios Financieros a crecer a doble dígito. También se espera una contribución positiva de AA.PP.&Sanidad, impulsada por las elecciones municipales de mayo, y de Transporte, aunque a un ritmo menor del que estábamos acostumbrados, debido a la finalización de algunos contratos relevantes.

... mientras Defensa y Seguridad continuará siendo la división que más sufre.

Con las inversiones prácticamente paradas en España, el mercado internacional supone la única esperanza para la división de Defensa y Seguridad, y no parece que vaya a poder evitar otra caída de doble dígito. Este año podría haber algún nuevo contrato en el desarrollo del

RENTA VARIABLE

Eurofighter, aunque seguramente la mayor parte entraría en contrataciones y no tendría un impacto significativo en resultados al menos hasta el próximo año. En situación parecida a Defensa, con un mercado doméstico parado y dependiendo del mercado internacional casi en exclusiva, se encuentra también el vertical de Energía e Industria.

Esperamos que Indra sea capaz de batir el *guidance* anunciado.

Esperamos que los ingresos crezcan +2,3% YoY (vs. >2% del *guidance*), y que el deterioro de márgenes se quede en el 10,6% de EBIT (vs. un mínimo del 10,5%). Esto provocará que, por primera vez, al menos en la historia reciente de la compañía, el importe de EBIT ajustado caerá frente al año anterior. El incremento de deuda debería llevar a mayores costes financieros, mientras que la inversión en I+D podría mantener la tasa fiscal en niveles reducidos, aunque no tan bajos como los de 2010. El Beneficio Neto podría crecer a dígito simple medio, y se iría a niveles cercanos a 2009, en torno a €196m (1,20 € por acción). En términos ajustados, esto supondría una caída cercana al doble dígito frente a 2010.

IDR estimates 2010-2013e

	2010	2011e	2012e	2013e
Transport & Traffic	555	585	618	651
% YoY		5,5%	5,5%	5,5%
Telecom & Media	321	355	382	395
% YoY		10,5%	7,5%	3,5%
Public Adm. & Healthcare	357	380	370	365
% YoY		6,5%	-2,5%	-1,5%
Finance & Insurance	368	406	437	450
% YoY		10,5%	7,5%	3,0%
Energy & Industry	363	357	352	352
% YoY		-1,5%	-1,5%	0,0%
Defence & Security	594	532	524	542
% YoY		-10,5%	-1,5%	3,5%
Group Revenues	2.557	2.615	2.682	2.755
% YoY		2,3%	2,5%	2,7%
Recurring EBIT	285	276	284	294
% Margin	11,2%	10,6%	10,6%	10,7%
% YoY		-3,2%	2,9%	3,5%
Net Income	189	196	200	210
% YoY		4,2%	2,0%	4,9%
Adjusted Net Income	215	196	200	210
		-8,8%	2,0%	4,9%

Fuente: Mirabaud Finanzas

Esperamos una ligera mejoría a partir de 2012, aunque la visibilidad sigue siendo muy limitada.

Creemos que la visibilidad continúa siendo muy limitada, aunque asumiendo, no ya una recuperación, pero sí una estabilización de Defensa y Seguridad a partir de 2012, el ritmo de crecimiento podría incrementarse ligeramente. También proyectamos estabilización primero, y una suave mejora posterior, en los márgenes, asumiendo siempre que habrá una cierta relajación de las presiones en precios.

- La rentabilidad por dividendo y la situación financiera siguen siendo los grandes atractivos.

La *yield* se encuentra en niveles muy atractivos...

En estos niveles de cotización, la *yield* se encuentra en niveles muy atractivos, más aún en términos relativos frente al sector. Al precio de cierre de ayer, la rentabilidad por dividendo se sitúa en el 5,0%, frente a una media del sector que no alcanza el 3%.

...y, pese al incremento de la deuda, la posición financiera de la compañía continúa siendo muy saludable.

Presionada por el circulante y por la adquisición del 100% de Indra Espacio (€39m), la deuda de la compañía se ha incrementado en 2010 en €140m, hasta los €274m, lo que aún implica un nivel de apalancamiento muy saludable (0,8xEBITDA). En 2011, asumimos cierta relajación de la presión sobre el circulante, y esperamos que la deuda se mantenga en los mismos niveles. Esta posición financiera otorga a la compañía un enorme margen de maniobra para afrontar potenciales adquisiciones. IDR debería ser protagonista en un proceso de concentración futuro en el sector, y no descartamos que afronte operaciones corporativas en el corto/medio plazo.

- La compañía no parece estar cara por múltiplos.

La acción cotiza en niveles de PER muy cercanos a sus mínimos históricos...

Según nuestras estimaciones, IDR estaría cotizando en la actualidad a un PER 11e de 10,8x. La acción lleva ocho meses perforando sistemáticamente los 11,0x, mínimo anterior desde el año 2000, marcado en septiembre de 2002 tras el estallido de la burbuja tecnológica. El nuevo mínimo lo marcó el pasado 29 de noviembre, al cerrar en 12,31 €, lo que implicaba un múltiplo de 10,3x.

Roll over (1 año) PER IDR 2002-2011



Fuente: Mirabaud Finanzas

... y además ya no tiene la prima que tradicionalmente mostraba frente a comparables.

El *underperformance* sufrido por la acción en el último año frente a los sectores en los que opera (-15% YoY, vs. +6% peers IT y -11% peers Defensa) provoca que en la actualidad IDR cotice con un importante descuento frente al sector IT, y con una ligera prima frente a las otras grandes de Defensa.

Múltiplos IDR frente a comparables

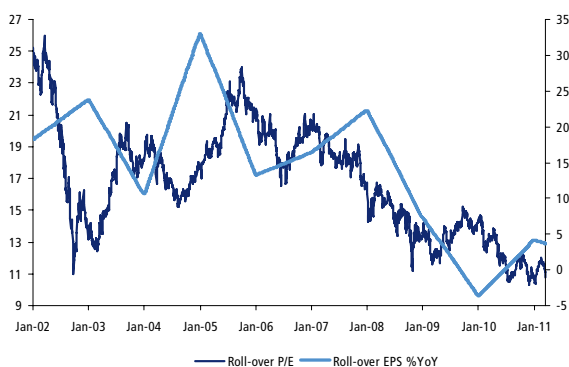
	Perf. % 1Y	PER		EV/EBITDA	
		2011	2012	2011	2011
IDR acc. To Bloomberg	-15%	10,7	10,1	7,6	7,2
Dassault Systemes	20%	18,4	16,3	10,2	9,1
Logica	-4%	9,2	8,4	6,3	5,9
Altran technologies SA	17%	14,3	11,2	7,3	6,0
Cap Gemini SA	5%	14,8	12,7	5,8	5,2
Atos Origin	3%	11,7	9,4	4,3	3,4
Computer Science	-14%	8,9	8,4	3,7	3,4
Accenture	17%	15,8	14,1	8,4	7,8
TietoEnator Oyj	-26%	10,8	9,7	5,2	4,8
Lockheed Martin Corp.	-6%	11,4	9,2	6,5	5,6
Harris Corp	-4%	9,0	8,7	5,6	5,3
Raytheon Co.	-12%	10,0	9,0	5,6	5,3
Thales (Ex Thomson Csf)	-13%	10,6	8,3	4,5	3,8
IT avg. (MK weight)	6%	13,7	11,9	7,2	6,5
Defence avg. (MK weight)	-11%	10,0	8,8	5,4	5,0
IDR acc.to Mirabaud	-15%	10,8	10,6	7,0	7,5

Fuente: Bloomberg y Mirabaud Finanzas

Sin embargo, creemos los niveles de crecimiento justifican estos múltiplos.

Creemos que los niveles de PER actuales se justifican por la drástica ralentización en los ritmos de crecimiento de la compañía. Del crecimiento anual medio (TACC) del BPA del 17,8% entre 2002 y 2009, hemos pasado a una estimación (Mirabaud) inferior al 2% en el período 2009-2013e. Esto contrasta además con las perspectivas de crecimiento de doble dígito estimado por el consenso para los principales comparables en los próximos años.

PER vs. EPS growth YoY 2002-2011e



Fuente: Mirabaud Finanzas

- Seguimos sin poder alcanzar una valoración atractiva. Mantenemos nuestra recomendación de **Infraponderar el valor**.

Valoramos IDR por DCF y mantenemos el precio objetivo de 12,4 € por acción.

Partiendo del flujo de caja operativo que generará el grupo entre 2011 y 2013 según nuestras estimaciones, y aplicando una tasa de crecimiento perpetuo del 2,0% y un WACC del 8,9% (asumimos una tasa de rentabilidad sin riesgo del 5,0% y una prima de riesgo del 4,5%), obtenemos un precio objetivo de 12,4 € por acción, lo que implica un descuento del 4,5% frente al precio de cierre de ayer.

Valoración de IDR por DCF

Perpetual growth rate	2,0%	WACC	8,9%
CV Operating CF 2011e	119	Minorities & associates	16
CV Operating CF 2011e	150	Adjusted debt	-274
CV Operating CF 2012e	140	Equity (€m)	2.018
CV residual value	1.899	Adjusted no. of shares (m)	162,9
EV (€m)	2.308	Price target (€)	12,4

Fuente: Mirabaud Finanzas

El riesgo de *flowback* está más latente que nunca.

Caja Madrid (Bankia) continúa siendo el mayor accionista de IDR con un 20%, y Cajastur (Banco Base) aún posee otro 5%. Las dos forman parte del grupo de entidades que necesitan recapitalizarse según el Banco de España, por lo que el riesgo de que tengan que desprenderse de su participación es evidente. Teniendo en cuenta el volumen de la participación de Bankia y el perfil de IDR, parece que la colocación no resultaría sencilla, y podría desencadenar movimientos de mayor envergadura.

Mantenemos nuestra recomendación de **Infraponderar**.

Creemos que la acción sigue manteniendo un apreciable valor defensivo, reforzado por una *yield* atractiva, una sólida posición de balance y unos múltiplos que, además de estar cerca de mínimos, ya no implican prima frente a los comparables. Sin embargo, creemos que la visibilidad sigue siendo muy reducida en el corto/medio plazo, lo que, unido a la imposibilidad para alcanzar una valoración atractiva frente a los precios actuales y al elevado riesgo de *flowback*, nos hace mantener nuestra recomendación de **Infraponderar la acción**.

RENTA VARIABLE

Cuenta de Resultados (10/13e) (Mll €)	2010	2011e	2012e	2013e	TACC 10/13e
Total ingresos	2.631,4	2.691,3	2.759,7	2.835,1	2,5%
<i>% var</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,7%</i>	
Ebitda	327,4	321,3	331,3	342,9	1,6%
<i>% var</i>	<i>0,0%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,5%</i>	
<i>% margen Ebitda</i>	<i>12,4%</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,1%</i>	
Amortizaciones	-42,1	-45,0	-47,1	-48,6	
Gastos capitalizados	0,0	0,0	0,0	0,0	
Resultado operativo	285,3	276,3	284,3	294,3	1,0%
<i>% var</i>	<i>0,0%</i>	<i>-3,2%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,5%</i>	
<i>% margen rdo operativo</i>	<i>10,8%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,4%</i>	
Otros ingresos y gastos	-33,4	0,0	0,0	0,0	
Ebit	251,9	276,3	284,3	294,3	5,3%
<i>% var</i>	<i>-11,7%</i>	<i>9,7%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,5%</i>	
<i>% margen Ebit</i>	<i>9,6%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,4%</i>	
Rdo. Financiero	-19,0	-24,5	-20,7	-16,0	
Rdo. puesta en equivalencia	0,7	0,0	0,0	0,0	
Rdos extraordinarios y amor. F.C.	0,0	0,0	0,0	0,0	
B° antes de impuestos	233,6	251,8	263,5	278,3	6,0%
<i>% var</i>	<i>-10,4%</i>	<i>7,8%</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,6%</i>	
Impuestos	-45,7	-55,4	-63,2	-68,2	
Rdos actividades interrumpidas	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minoritarios	0,6	0,0	0,0	0,0	
Beneficio neto	188,5	196,4	200,3	210,1	3,7%
<i>% var</i>	<i>-3,6%</i>	<i>4,2%</i>	<i>2,0%</i>	<i>4,9%</i>	
Beneficio neto ajustado	215,4	196,4	200,3	210,1	-0,8%
<i>% var</i>	<i>10,1%</i>	<i>-8,8%</i>	<i>2,0%</i>	<i>4,9%</i>	

FUENTE: mirabaud

Cash Flow (11/13e) (Mll €)	2011e	2012e	2013e
Ebit	276,3	284,3	294,3
Amortizaciones	45,0	47,1	48,6
Costes capitalizados	0,0	0,0	0,0
Ebitda	321,3	331,3	342,9
Variación de capital circulante	-45,4	-0,1	-5,4
Cash flow operativo	275,9	331,2	337,4
Inversiones recurrentes	-85,0	-85,0	-85,0
Free Cash Flow operativo	190,9	246,2	252,4
Rdos financieros	-24,5	-20,7	-16,0
Impuestos	-55,4	-63,2	-68,2
Cash flow recurrente	111,0	162,2	168,3
Adquisiciones (desinversiones)	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow	111,0	162,2	168,3
Dividendos	-108,3	-108,0	-110,2
Amortizaciones de capital	0,0	0,0	0,0
Incrementos de capital	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0
Rdo. Extraordinarios efecto en caja	0,0	0,0	0,0
Variación de deuda neta	2,6	54,2	58,1

FUENTE: mirabaud

RENTA VARIABLE



Balance (10/13e) (MII €)	2010	2011e	2012e	2013e
Inmovilizado inmaterial	219,9	219,9	219,9	219,9
Inmovilizado material	148,2	188,2	226,2	262,6
Inmovilizado financiero	100,8	100,8	100,8	100,8
Fondo de comercio	456,3	456,3	456,3	456,3
Activo circulante	1.920,5	1.999,7	2.029,6	2.067,6
Tesorería e IFT	130,2	130,2	130,2	130,2
Total activo	2.975,9	3.095,0	3.162,9	3.237,3
Fondos propios	991,0	1.079,1	1.171,3	1.271,3
Minoritarios	23,0	23,0	23,0	23,0
Provisiones	19,8	19,8	19,8	19,8
Otros pasivos a largo plazo	361,4	361,4	361,4	361,4
Deuda financiera	403,8	401,2	347,0	288,8
Pasivo circulante	1.176,8	1.210,5	1.240,3	1.272,9
Total pasivo	2.975,9	3.095,0	3.162,9	3.237,3

FUENTE: mirabaud

Ratios (10/13e)	2010	2011e	2012e	2013e	TACC 10/13e
BPA	1,15	1,20	1,22	1,28	3,6%
% var	-3,6%	4,2%	2,0%	4,6%	
BPA ajustado	1,31	1,20	1,22	1,28	-0,9%
% var	10,1%	-8,8%	2,0%	4,6%	
CFA	1,60	1,47	1,51	1,57	-0,6%
% var	9,4%	-8,1%	2,5%	4,3%	
VTC	6,04	6,57	7,14	7,72	8,5%
% var	6,4%	8,9%	8,6%	8,2%	
DPA	0,66	0,66	0,67	0,70	2,0%
% var	0,0%	-0,3%	2,0%	4,3%	
Número medio de acciones (MII)	164,1	164,1	164,1	164,6	
PER	11,3 x	10,8 x	10,6 x	10,2 x	
PER ajustado	9,9 x	10,8 x	10,6 x	10,2 x	
PCF	8,1 x	8,8 x	8,6 x	8,3 x	
EV/Ventas	0,9 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	
EV/Ebitda	7,2 x	7,3 x	6,9 x	6,5 x	
EV/Ebit	8,2 x	8,5 x	8,1 x	7,6 x	
EV/Capital empleado	1,8 x	1,7 x	1,6 x	1,5 x	
P/VTC	2,1 x	2,0 x	1,8 x	1,7 x	
Yield (%)	5,1	5,1	5,2	5,4	
ROE (%)	19,0	18,2	17,1	16,5	
ROCE (%)	17,6	15,5	15,1	15,1	

FUENTE: mirabaud

Análisis Renta Variable

Director de Análisis y Estrategia (REE): Ignacio Méndez ignacio.mendez@mirabaud.es; Telecomunicaciones: Javier Mielgo javier.mielgo@mirabaud.es; Utilities: Isidoro del Álamo isidoro.delalamo@mirabaud.es; Financiero: Héctor Martínez hector.martinez@mirabaud.es; Industrial: Gonzalo Sanz gonzalo.sanz@mirabaud.es; Construcción: Juan Moreno Martínez de Lecea juan.moreno@mirabaud.es; Small Caps: Enrique Yaguez enrique.yaguez@mirabaud.es; Traducción: John Rogers john.rogers@mirabaud.es.

Sistema de recomendaciones:

El periodo al que se refiere la recomendación se establece entre seis meses y un año. Las recomendaciones son relativas al mercado de referencia (Ibex-35). Se establecen cuatro tipos de recomendación. Comprar – Potencial estimado de revalorización superior al del mercado en un 15%; Sobreponderar – Potencial estimado de revalorización superior al del mercado entre un 5% y un 15%; Infraponderar – Evolución estimada del valor entre un 5% y un 15% por debajo de la de mercado; Vender – Comportamiento estimado del valor peor que el del mercado en al menos un 15%. Excepcionalmente y por razones específicas podremos utilizar E/R – Recomendación en revisión.

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.

Este documento ha sido preparado por MIRABAUD Finanzas Sociedad de Valores, S.A. 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. MIRABAUD Finanzas Sociedad de Valores, S.A. 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 pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaboradas por MIRABAUD Finanzas Sociedad de Valores, S.A. y están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por MIRABAUD Finanzas Sociedad de Valores, S.A., por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

MIRABAUD Finanzas Sociedad de Valores, S.A. 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 valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Los directivos o empleados de MIRABAUD Finanzas Sociedad de Valores, S.A. 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. Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de MIRABAUD Finanzas Sociedad de Valores, S.A. 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 MIRABAUD Finanzas Sociedad de Valores, S.A. 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.

Ninguna parte de este informe podrá reducirse, llevarse o transmitirse a los EE.UU. de América ni a personas o entidades americanas, excepto en el caso incluido abajo. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los EE.UU. de América.

MIRABAUD Finanzas Sociedad de Valores, S.A. distribuye este informe a los principales inversores institucionales de EE.UU. de acuerdo con las reglas establecidas en Rule 15c-6(a)(2) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934.

El sistema retributivo del/los analista/s, autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

MIRABAUD Finanzas Sociedad de Valores, S.A. esta bajo la supervisión de la CNMV.

MIRABAUD Finanzas Sociedad de Valores, S.A. que no es miembro de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no está sujeto a las normas de revelación previstas para dichos miembros.