

18 de noviembre de 2010
Departamento de Análisis

NEURON BPH

Perfil NEURON BPH

NEURON es una empresa biotecnológica que se constituyó en Granada (España) en diciembre de 2005 e integra dos unidades de negocio complementarias:

- **Biopharma:** especializada en investigación y desarrollo de compuestos para la prevención de enfermedades neurodegenerativas como la enfermedad de Alzheimer. Esta unidad de negocio ha generado una cartera de compuestos neuroprotectores en distintas fases de desarrollo. De todos ellos, el más avanzado, NST-0037, se encuentra en las fases finales del desarrollo pre-clínico. Este compuesto ha demostrado en modelos animales su eficacia como protector del deterioro cognitivo, la aparición de depósitos de proteína β -amiloide, muerte neuronal y atrofia del hipocampo.
- **Bioindustrial:** dedicada al desarrollo de bioprocesos para diferentes sectores industriales tales como el energético, químico, farmacéutico y agroalimentario. Estos desarrollos se realizan utilizando su plataforma tecnológica Microbiotools[®] que incluye el aislamiento y selección de microorganismos, la optimización y el escalado en biorreactores así como estudios de viabilidad técnico-económica en planta industrial. Esta unidad ha desarrollado diversos procesos biotecnológicos entre los que destacan MicroBiOil[®], una novedosa tecnología para la producción de biodiesel de segunda generación a partir de glicerina cruda y TriBioPlast[®], una tecnología para la producción de bioplásticos biodegradables.

La estrategia de NEURON BPh responde a un modelo híbrido, combinando la dinámica de una empresa de desarrollo de bioprocesos con ciclos cortos, con los de una empresa de descubrimiento de fármacos y nutraceuticos que requieren ciclos más largos. Estos proyectos de I+D se financian mediante fondos propios y utilizando al máximo las posibilidades de financiación procedente de organismos públicos nacionales y autonómicos. Adicionalmente, la Compañía ofrece servicios biotecnológicos para empresas farmacéuticas, químicas, agroalimentarias y del sector de los biocombustibles, mediante el desarrollo de bioprocesos.

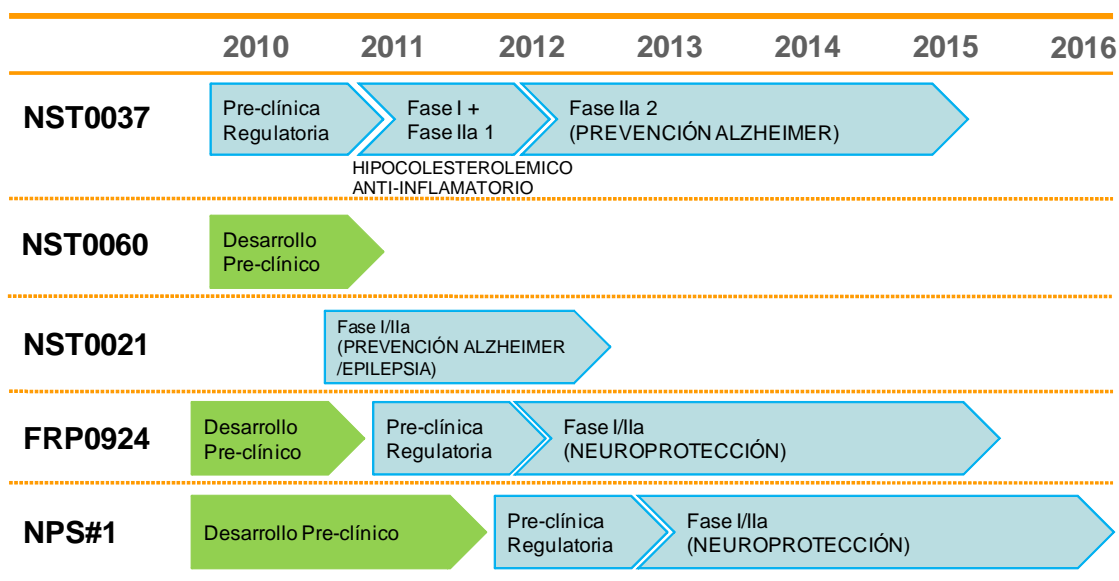
NEURON BPh cuenta con una plantilla formada por 42 trabajadores, 16 de ellos doctores, liderada por el consejero delegado Fernando Valdivieso Amate, Catedrático de Bioquímica y Biología Molecular de la Universidad Autónoma de Madrid y Jefe de Laboratorio de Neurovirología del Centro de Biología Molecular "Severo Ochoa" (CSIC-UAM). Los gestores e investigadores de NEURON BPh proceden de dos grupos con amplia experiencia en la realización de proyectos de investigación. Por un lado el núcleo inicial de investigadores de la unidad biopharma procede del CSIC-UAM donde han participado en proyectos de investigación sobre el descubrimiento de las bases moleculares y tratamiento de la enfermedad de Alzheimer. Por otro lado, los investigadores de la unidad bioindustrial han trabajado juntos durante los últimos años en proyectos de desarrollo de bioprocesos en empresas farmacéuticas y agroalimentarias.

División de Biopharma

El objetivo prioritario de NEURON BioPharma es continuar desarrollando sus moléculas NST-0037 y NST-0021 hasta **fase clínica Ila en cuyo momento serán licenciadas**. El objetivo de la empresa es mantener una cartera constante de moléculas en desarrollo con el fin de **ser capaces de iniciar un estudio clínico en fase I cada año**.

En cuatro años de desarrollo técnico (2007-2010) NEURON ha generado un pipeline formado por **tres nuevas entidades químicas y dos fármacos de reposición**. Adicionalmente tiene disponibles **3 nuevos compuestos de back-up** (NST005, NST004 y NST003). Estos compuesto reemplazarían a NST0037 o NST0060 reduciendo el riesgo de fracaso del proyecto y por tanto aumentando el valor.

PIPELINE FARMACOS



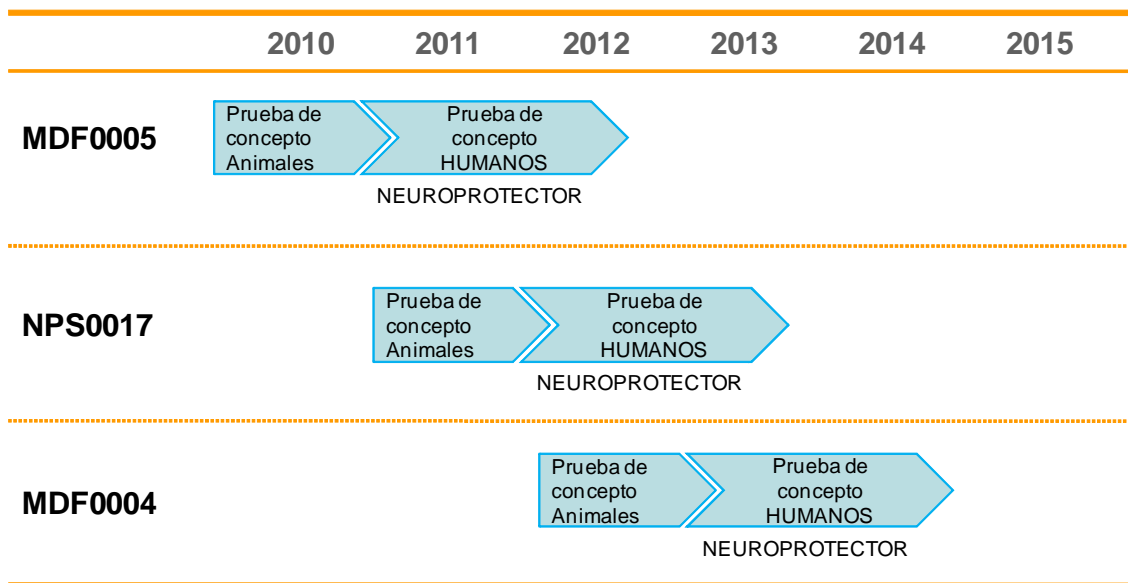
El valor estimado de los compuestos al finalizar cada una de las fases conforme a las bases de datos analizadas (*Medtrack* www.medtrack.net y *Datamonitor* www.datamonitor.com/kc/pharma) es el siguiente:

COMPUESTO	VALOR ESTIMADO AL FINALIZAR CADA FASE (M€)			
	DESARROLLO PRECLÍNICO INTERNO	PRECLÍNICA REGULATORIA	DESARROLLO CLÍNICO	
FASE I			FASE II	
NUEVAS ENTIDADES QUIMICAS (NST0037/NST0060/NPS#1)	5- 10 M€	15-25 M€	40-80 M€	150-300 M€
FÁRMACOS DE REPOSICIÓN* NST0021/FRP0924	2,5- 5 M€	NO ES NECESARIA*	NO ES NECESARIA*	50- 150 M€

* En el caso de los fármacos de reposición no es necesario llevar a cabo estudios de preclínica regulatoria ni fase I siempre que las dosis y las vías de administración sean las mismas que las utilizadas para la indicación para las que ya están aprobados.

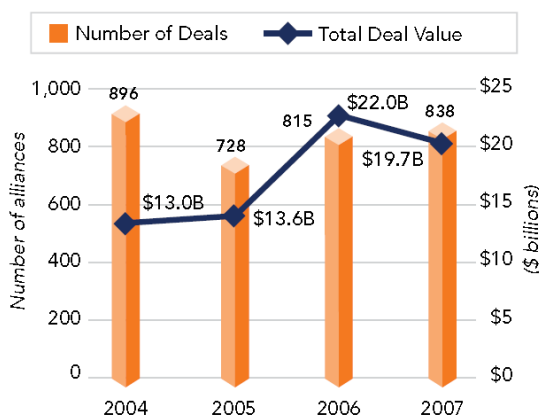
Adicionalmente NEURON BPh pretende atraer socios para el co-desarrollo o la licencia de nutraceuticos. Los nutraceuticos son productos de origen natural con propiedades biológicas activas, incluyendo la prevención y/o el tratamiento de enfermedades. Estos productos se pueden presentar como extractos y herbales o como suplementos o ingredientes nutricionales. Estos compuestos nutraceuticos permiten un proceso de investigación y desarrollo mucho más rápido, especialmente si no se ha de tramitar la calificación del compuesto como "novel food".

PIPELINE NUTRACEUTICOS



A lo largo de los últimos años ha aumentado considerablemente el número de acuerdos de licencia de patente firmados entre empresas del sector farmacéutico, así como el importe total que representan estos contratos. El número medio de este tipo de acuerdos por año está en torno a 800 y el valor depende en gran medida del área terapéutica de la que se trate y el grado de desarrollo del producto o proyecto.

Figure 10.4 INDUSTRY-WIDE PRODUCT ALLIANCES



El valor de los acuerdos depende de los siguientes parámetros:

1. **Riesgo del negocio:** Cuanto más avanzado esté el producto en el desarrollo farmacéutico (descubrimiento, preclínica, fases clínicas I, II o III) mayor será la probabilidad de que llegue al mercado y por tanto la cuantía de la transferencia de licencia será mayor.
2. **Mercado potencial del producto a desarrollar:** este factor viene a su vez determinado por la **prevalencia** (proporción de individuos del total de la población que sufre la

patología a tratar) y de la **extensión territorial** de la patente que protege el producto.

En cuanto a la estructura de pagos, los acuerdos de transferencia de tecnología recogen una combinación de diferentes formas de pago:

1. **PAGO INICIAL (UP-FRONT PAYMENT):** compensación por el coste de la investigación ya realizada.
2. **CUOTAS ANUALES** vinculadas a servicios de consultoría, investigación o asistencia durante el desarrollo.
3. **PAGOS POR OBJETIVOS (MILESTONES):** Son pagos fijos condicionados al hecho de que se superen determinados objetivos durante el desarrollo: resultados de determinados estudios de toxicología o farmacología, entrada en cada una de las fases clínicas, etc.
4. **ROYALTIES:** pagos diferidos proporcionales a algunos resultados comerciales. Este pago solo se producirá en el momento en el que el producto esté en el mercado y se registren ventas efectivas.

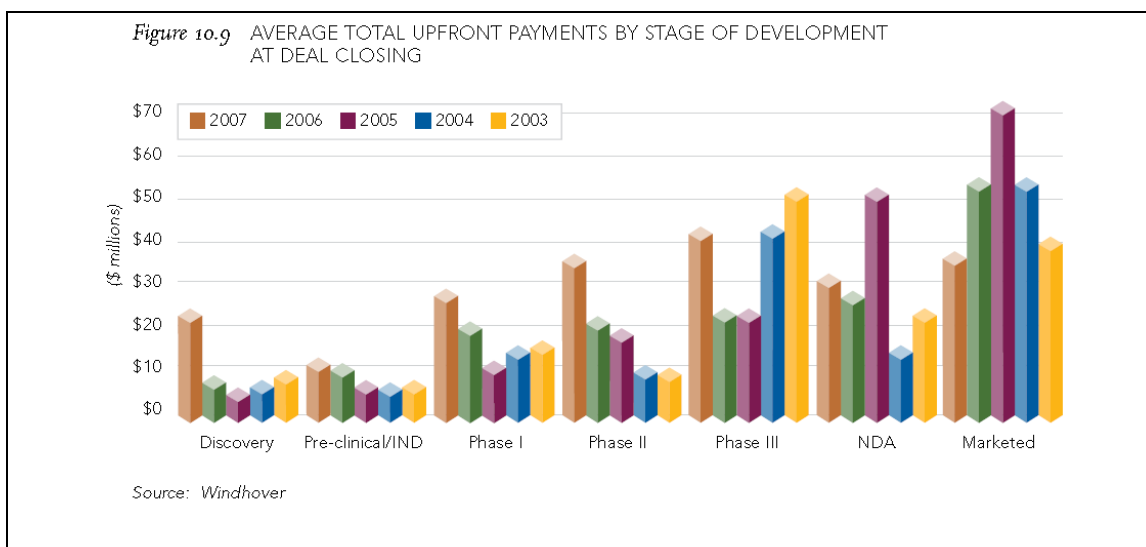
Las indicaciones para las que NEURON está desarrollando fármacos (enfermedades neurodegenerativas e hipercolesterolemia) están entre las de mayor prevalencia en los países desarrollados con volúmenes de mercado de **41.700 millones de dólares (29.785 M€)** en 2009 para los neuroprotectores y los **25.000 millones de dólares (17.857 M€)** en 2008 para los hipercolesterolémicos.

Aunque no siempre es posible conocer el valor global de los acuerdos de transferencia, del estudio de bases de datos especializadas (*Medtrack* www.medtrack.net y *Datamonitor* www.datamonitor.com/kc/pharma) se han extraído los datos de un número importante de acuerdos de licencia para la indicación Alzheimer (ver tabla abajo). Como se puede observar los rangos son muy variables dado el alto número de factores pero en general los acuerdos tras fase II en los últimos años oscilan entre **300 y 725 millones de dólares**.

AÑO	VENDEDOR	COMPRADOR	INDICACIÓN	FASE	Mill. \$
2005	Targacept	AstraZeneca	Alzheimer	II	300
2006	TransTech Pharma	Pfizer	Alzheimer	Tecnol.	18+155
2006	AC Inmune	Genentech	Alzheimer	I	300
2006	Transition Therap.	Elan	Alzheimer	II	185
2007	Ablinx Nanob.	Boehringer M.	Alzheimer	Tecnol.	265
2008	CoMentis	Astellas Pharma	Alzheimer	II	100+660
2008	AFFiRiS	GSK	Alzheimer	I	25+500
2008	Medivation	Pfizer	Alz/Hunt	II	225+500
2009	Vitae Pharma	Boehringer	Alzheimer	PC	42+200

En la gráfica inferior (*2008 Burril & Co Partnering M&A*) se representan los valores medios de los pagos iniciales a lo largo de los años y según la fase de desarrollo. Se puede observar que en el año 2007 (último representado) el valor medio tras al finalizar la preclínica

está en torno a los 10 M\$, este valor se multiplica por 2,5 al superar la fase I y por 3,5 al superar la fase II (35 M\$).



Hay que tener en cuenta que en esta gráfica se representan valores medios. En el caso de enfermedades sin tratamiento efectivo actual y de gran incidencia en los países desarrollados, como es el caso del Alzheimer y las enfermedades cardiovasculares, esos valores se incrementan debido a las expectativas de ingresos futuros por parte de las empresas farmacéuticas.

Con el fin de dar a conocer sus productos en desarrollo NEURON ha tenido hasta el momento contacto con 79 empresas farmacéuticas, biofarmaceuticas y brokers tecnológicos internacionales, que han mostrado interés en una posible licencia del compuesto NST0037 y con los que se ha explorado acuerdos de licencia y codesarrollo de los compuestos neuroprotectores. Tras la firma de acuerdos de confidencialidad se les ha facilitado datos técnicos acerca de la actividad y estudios realizados hasta la fecha. De entre las empresas contactadas, cinco estarían interesadas en la licencia de dicho compuesto incluso en su estado actual de desarrollo.

El Plan de Negocio de NEURON BioPharma prevé unos ingresos en 2012 de 9 millones correspondiente al pago inicial del NST-0021 y de 3,5 millones del MDF005, y en 2013 uno de 21,3 millones del pago inicial del NST-0037.

Los datos de ingresos por licencia incluidos en el Plan de Negocio de NEURON comprenden únicamente el pago inicial (*up front*) de cada uno de los desarrollos que se ha calculado como el 10% del total de cada uno de los acuerdos.

Es decir, el volumen total de la licencia tras pasar fase II del compuesto NST-0037 serían 213 M€, la licencia de segundo uso médico de NST-0021 serían 80 M€, y la del compuesto nutracéutico MDF-0005, 35 M€.

Para realizar estas estimaciones se ha seguido un criterio de prudencia asignando valores muy por debajo de la media (70% del valor más bajo) para la licencia del compuesto NST-0037 a pesar de tratarse de una nueva entidad química protegida por patente a nivel mundial y con la doble indicación neuroprotección e hipercolesterolemia.

Para el compuesto NST-0021 se ha calculado un valor tras fase II de 80 M€ (25% del valor más bajo) ya que la protección de la tecnología es inferior al tratarse de un compuesto ya conocido al que se le está asignando una nueva indicación.

Para el compuesto nutracéutico MDF-0005 se ha calculado un valor de 35 M€ (11,6% del valor más bajo) ya que los volúmenes de venta y los márgenes de beneficio de los compuestos nutracéuticos son muy inferiores a los farmacéuticos.

División BIOINDUSTRIAL

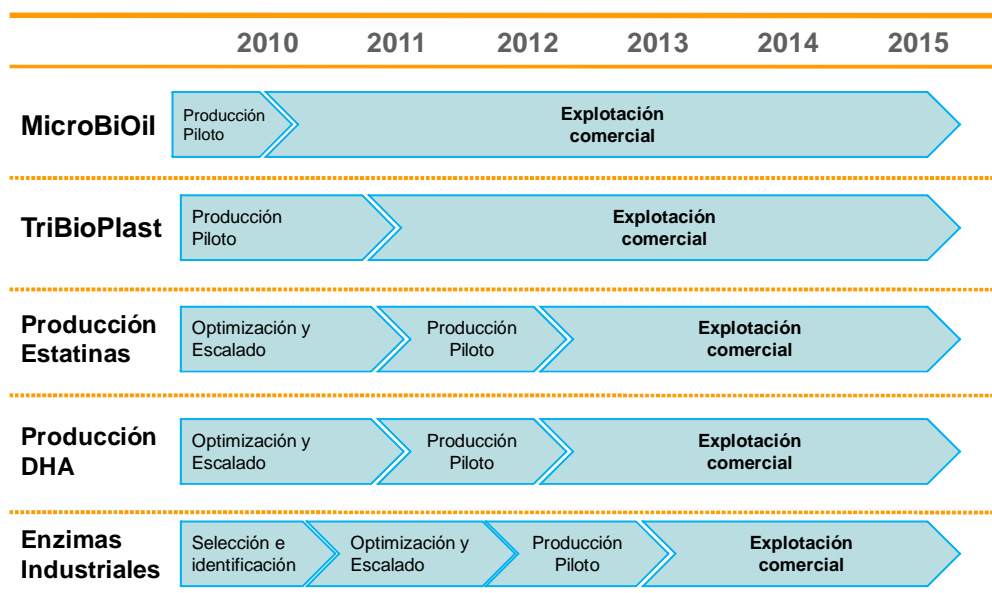
La unidad de negocio BioIndustrial desarrolla bioprocesos para diferentes sectores industriales tales como el químico, farmacéutico, energético y alimentario.

Esta unidad actúa en un doble sentido:

1. Desarrollando internamente bioprocesos que posteriormente se capitalizan en forma de licencia de patentes o know-how al ser transferidas a empresas productoras.
2. Ofreciendo servicios de I+D por contrato, actuando como departamento de biotecnología para empresas que deciden externalizar esta función.

Microbiotools[®] es la plataforma tecnológica propia que permite realizar, de forma rápida y eficiente, la búsqueda de microorganismos idóneos para desarrollar procesos que permitan obtener productos de valor añadido a partir de residuos o subproductos. De esta manera se logra mejorar la rentabilidad económica y reducir el impacto medioambiental de los procesos productivos existentes. El desarrollo del bioproceso se realiza hasta una etapa piloto e incluye un estudio de viabilidad técnico-económico a escala industrial.

La cartera de **bioprocesos desarrollados internamente** incluye plataformas para la producción de biocombustibles (MicrobiOil[®]), bioplásticos (TriBioPlast[®]), fármacos (estatinas), nutracéuticos (Omega3 DHA) y enzimas industriales.



BIODIÉSEL (MICROBIOIL[®])

MicroBiooil[®] es una **solución biotecnológica que permite incrementar la productividad de una planta de biodiésel entre un 2% y un 3%**. Tanto el proceso como los microorganismos utilizados en el mismo han sido desarrollados íntegramente por NEURON Bioindustrial y se encuentran protegidos mediante patente en los diez mercados principales de biodiesel (Europa, EEUU, Japón, Argentina, Brasil, China, India, Malasia, Sudáfrica y Australia).

NEURON ofrece esta tecnología mediante la cesión de licencias de la patente (por planta productora, por empresa o por país) y **contratos de asesoría y asistencia técnica**.

Las perspectivas de comercialización del MicroBioil principalmente en Argentina y Brasil son prometedoras debido a la alta capacidad de producción de biodiésel en esos países.

La estimación de ingresos por licencias de estas tecnología para los años 2011 a 2013 es de 2,65 M€ (0,45 en 2011, 0,95 en 2012 y 1,25 en 2013).

BIOPLÁSTICOS (TriBioPlast®)

NEURON Bioindustrial ha desarrollado un procedimiento de producción de bioplásticos biodegradables y biocompatibles que pueden tener aplicaciones médico-farmacéuticas como material de trasplantes, material de sutura, materiales osteosintéticos o matrices para formulaciones galénicas.

Se han realizado con éxito las primeras producciones a escala piloto del bioplástico y se han acometido estudios preliminares de caracterización físico-química y funcional.

En este sentido NEURON aportaría la tecnología de producción y asesoría técnica a una *joint-venture* de producción de bioplásticos. Los socios deseados para esta *joint venture* serían empresas productoras de material plástico o de dispositivos médicos a nivel nacional e internacional.

La estimación de ingresos por royalties de estas tecnología para los años 2011 a 2013 es de 0,75 M€. El proyecto aún se encuentra en fase de escalado y validación.

PRODUCCIÓN DE ESTATINAS

NEURON ha desarrollado y patentado un nuevo procedimiento biológico para la producción de estatinas naturales y semisintéticas.

Los clientes potenciales de esta tecnología son empresas productoras de genéricos y empresas productoras de principios farmacéuticos principalmente internacionales.

El procedimiento, si bien precisa una fase de optimización para alcanzar niveles industriales de producción, evita varios pasos de síntesis química con la consiguiente reducción de costes.

OMEGA-3 DHA A PARTIR DE MICROALGAS

Este proyecto consiste en la obtención de aceites ricos en ácidos grasos poli-insaturados omega 3 a través del cultivo de microalgas. Los aceites obtenidos se pueden utilizar como ingredientes en alimentos funcionales o como nutracéuticos.

La principal ventaja del proceso de producción desarrollado NEURON es que permite obtener aceites omega-3 de mejor calidad ya que presentan un alto contenido en DHA y menos contaminantes (metales pesados) que los aceites de pescado.

El objetivo de NEURON es aportar su know-how sobre la tecnología de producción y validación de la eficacia a una *joint-venture* con una empresa productora de ingredientes funcionales y nutracéuticos a nivel nacional o internacional.

Un mercado alternativo sería el de las empresas productoras de alimentos para peces a nivel nacional e internacional ya que las microalgas son un ingrediente de alto valor en piscicultura.

ENZIMAS INDUSTRIALES

La Sociedad, a demanda de socios industriales, está desarrollando procesos biológicos de biotransformación y biodegradación de materia lignocelulósica.

La base de cualquier proceso biotecnológico (bioprocesos) es el uso de enzimas o microorganismos para transformar materias primas en productos. El uso de estas tecnologías permite reemplazar los procesos químicos convencionales por otros más limpios y con menores demandas energéticas. La naturaleza altamente específica de las enzimas permite que los productos químicos puedan producirse en una forma más pura y con menores aportaciones de materias primas reduciendo los flujos de residuos.

PREVISIÓN DE INGRESOS DE LA UNIDAD BIOINDUSTRIAL (Servicios, Licencias y Royalties)

	2010	2011	2012	2013
Servicios BioIndustrial	250.000 €	600.000 €	950.000 €	1.250.000 €
Otros servicios I+D	60.000 €	150.000 €	300.000 €	450.000 €
Licencias BioIndustrial		450.000 €	950.000 €	1.250.000 €
Royalties BioIndustrial			300.000 €	450.000 €
	310.000 €	1.200.000 €	2.500.000 €	3.400.000 €

Neuron está actualmente desarrollando proyectos de I+D con distintas entidades que le permiten una mayor visibilidad a los ingresos de esta área para los próximos años.

Algunas de las entidades con las que Neuron mantiene actualmente proyectos de I+D son: Repsol, Laboratorios Abbott, CSIC, AITEX y Abengoa.

Neuron en el MAB

Neuron es la única compañía que ha accedido al MAB a través de una OPS dirigida a todo tipo de inversores. En el momento de la entrada en el MAB logró más de 2.600 inversores.

Es la única empresa del MAB cotizada en horario continuo, de 9:00 am a 17:35 pm.

Acciones en el mercado: 4.625.000

Capitalización actual: **11.700.000 €**

Importe de la OPS de salida al mercado:

- 625.000 acciones
- 2.500.000 €

Porcentaje de acciones mantenidas por el Consejo de Administración en el momento de la salida al MAB ascendía al 49% del capital de la compañía.

Valoración de la compañía

La valoración de la compañía se realiza por el método de suma de partes. Se valora por separado la división bioindustrial, la división biopharma y la plataforma tecnológica.

Para la valoración de la **División Bioindustrial** se estima un margen neto del 75% a partir del año 2013 con una tasa de crecimiento perpetuo del 2% y una tasa impositiva del 25% a partir de 2015. Los distintos valores obtenidos de esta división en función de la tasa de descuento aplicada se muestran en la siguiente tabla:

TASA DESCUENTO VALORACION	
15%	20,46
20%	15,4
25%	12,45

Para la valoración de la División de Biopharma se valora el flujo de caja esperado, considerando como ingresos de caja las cantidades que se esperan recibir de compuesto en función de la consecución de hitos en el desarrollo de cada molécula, otorgándole el nivel de probabilidades estimado por Venture Valuation, en su valoración de 2009, para el paso de una fase a otra. Se deducen el volumen de gastos e inversiones esperados para cada uno de los años y se adicionan las amortizaciones esperadas. Se considera una tasa impositiva del 25% a partir de 2015.

Cuadro de ingresos esperados y probabilidades.

	2011	2012	2013	2014	2015
NST0037			21,3		191,7
probabilidad			27%		19%
NST0060	5				
probabilidad	63%				
NST0021		9			71
probabilidad		80%			40%
FRP0924		10			
probabilidad		65%			
NPS#1					20
probabilidad					65%
MDF005		3,5	35		
probabilidad		70%	25%		

Las valoraciones de la división Biopharma en función de la tasa de descuento empleada son las siguientes:

TASA DESCUENTO	VALORACION
15%	40,1
20%	33,9
25%	28,9
30%	24,9
35%	21,7
40%	19

La matriz de valoraciones de NEURON tomando como valor de la plataforma tecnológica 6 millones de euros, la cifra considerada en la Valoración realizada por Venture Valuation en noviembre de 2009, y deduciendo las deudas de la sociedad es la siguiente:

		TASA DESCUENTO BIOPHARMA					
		15%	20%	25%	30%	35%	40%
TASA DESCUENTO BIOINDUSTRIAL	15%	65,1	58,8	53,9	49,9	46,6	43,9
	20%	60,0	53,8	48,8	44,8	41,6	38,9
	25%	57,1	50,8	45,9	41,8	38,6	35,9

Oscilando entre 65,1 millones de euros para tasas de descuento del 15% para la división Biopharma y 15% para la división industrial, y 35,9 millones de euros para tasas del 40% y el 25% para las divisiones de Biopharma y Bioindustrial respectivamente.

El precio por acción de acuerdo con el cuadro anterior oscilaría entre 14,1 € y 7,8 €.

		TASA DESCUENTO BIOPHARMA					
		15%	20%	25%	30%	35%	40%
TASA DESCUENTO BIOINDUSTRIAL	15%	14,1	12,7	11,6	10,8	10,1	9,5
	20%	13,0	11,6	10,6	9,7	9,0	8,4
	25%	12,3	11,0	9,9	9,0	8,4	7,8

Al ser la división de Biopharma una parte importante de la valoración de la compañía, los saltos de valor se producirán con motivo de eventos especiales que acontezcan respecto a moléculas de la compañía, como el paso de una fase a otra o la firma de acuerdos de licencia con terceras entidades. Teniendo en cuenta las probabilidades de éxito consideradas para el paso de cada fase, en el momento que efectivamente tenga lugar la valoración de la compañía experimentará un incremento considerable.

El presente informe de análisis 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 elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 S.V., 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. 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 S.V., S.A., por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Renta 4 S.V., 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 puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Renta 4 S.V., 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 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.

Los empleados de RENTA 4 S.V., 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 RENTA 4 S.V., 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.

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

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de RENTA 4 S.V., S.A.: 49% Sobreponderar, 29% Mantener y 22% Infraponderar.

Renta 4 S.V., S.A., es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 S.V., S.A. Paseo de la Habana, 74 28036 Madrid
Tel: 91 384 85 00 Fax 91 384 85 44. e-mail: analisis@renta4.es