

# Análisis Macroeconómico y de mercados

Natalia Aguirre Vergara

Julio-Agosto 2023

 renta4banco



# Bolsas

INDICES	2022	1T23	2T23	Julio	Variación 2023	Pre-Inestab. bancos (9/3)
IBEX 35	-5,6%	12,2%	3,9%	-0,8%	15,7%	1,0%
EUROSTOXX 50	-11,7%	13,7%	1,9%	-0,2%	15,8%	2,5%
DAX	-12,3%	12,2%	3,3%	0,4%	16,4%	3,7%
MSCI ITALY	-12,1%	12,0%	5,3%	2,4%	20,8%	5,1%
MSCI UK	3,0%	2,1%	-1,6%	2,2%	2,6%	-2,8%
SMI	-12,7%	2,9%	3,3%	1,9%	8,3%	6,4%
MSCI EUROPE	-11,9%	8,0%	0,9%	1,2%	10,2%	1,8%
S&P 500	-19,4%	7,0%	8,3%	2,6%	19,0%	16,6%
NASDAQ 100	-33,0%	20,5%	15,2%	2,5%	42,2%	29,7%
RUSSELL 2000	-21,6%	2,3%	4,8%	4,1%	11,6%	7,6%
NIKKEI 225	-9,4%	7,5%	18,4%	-1,5%	25,2%	14,2%
HANG SENG	-15,5%	3,1%	-7,3%	2,7%	-1,8%	-2,5%
MSCI CHINA	-23,5%	5,3%	-10,8%	4,9%	-1,5%	-1,7%
MSCI ASIA PACIFIC	-19,4%	4,1%	0,7%	3,2%	8,2%	5,3%
MSCI EM LATIN AMERICA	-0,1%	3,1%	11,2%	4,6%	19,9%	14,8%
MSCI WORLD	-19,5%	7,3%	6,3%	2,7%	17,0%	13,2%
MSCI ACWI	-19,8%	6,8%	5,6%	2,8%	16,0%	12,4%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 25/7/2023

## Buen comportamiento de bolsas 2023 YTD ante:

- Expectativas de **aterrizaje suave en EEUU**.
- Narrativa de **desinflación (más potente en EEUU que en Europa)**.
- **Mayor tranquilidad** relativa en **banca regional** americana, **sin señales de "credit crunch"**.

## Sin embargo:

- Señales crecientes de **desaceleración del ciclo económico global** (Alemania, China).
- **Inflación** moderándose, especialmente en tasa general, pero aun riesgos al alza y en niveles **alejados del objetivo 2%**, sobre todo **subyacente**.

# Divisas, commodities, volatilidad, renta fija

- **Relativa estabilidad en TIRes...¿cerca del techo de tipos?**
- **Recuperación del crudo**, con recorte de oferta de Arabia Saudí compensando el riesgo de desaceleración de demanda.
- **Volatilidad en niveles muy reducidos.**

	2022	1T23	2T23	Julio	Variación 2023	Pre-Inestab. bancos (9/3)
EUR/USD	-5,8%	1,3%	0,6%	1,3%	3,3%	4,5%
EUR/JPY	7,3%	2,6%	9,3%	-1,1%	10,9%	8,1%
BRENT	10,5%	-7,1%	-6,1%	11,7%	-2,6%	2,5%
ORO	-0,3%	8,0%	-2,5%	2,4%	7,7%	7,3%
VIX (S&P 500)	25,8%	-13,7%	-27,3%	2,0%	-36,0%	-38,7%
VZX (Eurostoxx)	8,4%	-7,0%	-29,9%	13,7%	-25,9%	-14,1%
GOB. EURO 1-3 AÑOS	-4,7%	0,7%	-0,3%	0,3%	0,8%	1,2%
GOB. GLOBAL (€HDG)	-15,1%	2,3%	-0,9%	-0,1%	1,3%	1,5%
CORP. GLOBAL (€HDG)	-16,0%	2,0%	-0,3%	0,4%	2,1%	2,0%
US AGGREGATE	-13,0%	3,0%	-0,8%	0,0%	2,1%	1,8%
GOB. EMERG. USD (€HDG)	-20,6%	1,5%	1,2%	0,8%	3,5%	3,7%
GOB. EMERG. LC	-5,5%	3,1%	1,9%	0,9%	6,1%	3,7%
US HIGH YIELD	-11,2%	3,6%	1,7%	1,1%	6,5%	4,3%
EUROPEAN HIGH YIELD	-11,1%	2,9%	1,8%	0,9%	5,7%	2,3%
GOB. ALE 10 Y	-22,4%	2,2%	-1,5%	-0,2%	0,4%	1,4%
GOB. ESP 10 Y	-22,8%	3,6%	-1,0%	0,0%	2,5%	1,9%
GOB. ESP 5 Y	-12,0%	2,1%	-0,7%	0,6%	2,0%	2,2%
GOB. ESP 2 Y	-4,9%	1,1%	-0,4%	0,3%	1,0%	1,3%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 25/7/2023

## TIRes 10 años



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

# Inflación general, positiva evolución...atención a energía y alimentos

La **inflación general se modera** significativamente por efecto base de energía y alimentos:

Sin embargo, de cara a **próximos meses, riesgos al alza**:

1. **Energía: la comparativa interanual será cada vez menos favorable** de cara a los próximos meses.
2. **Alimentos: riesgo por ruptura del acuerdo del grano Rusia-Ucrania (precio del trigo +25%).**

Precio del crudo (Brent)

	2022	2023	var i.a.
enero	85,6	84,0	-2%
febrero	94,2	83,5	-11%
marzo	112,5	79,2	-30%
abril	106,0	83,4	-21%
mayo	112,0	75,7	-32%
junio	117,5	75,0	-36%
julio	105,2	79,1	-25%
agosto	97,6	83,0	-15%
septiembre	90,5	83,0	-8%
octubre	93,7	83,0	-11%
noviembre	90,8	83,0	-9%
diciembre	81,6	83,0	2%

\* hipótesis de mantenimiento del precio actual

Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# La subyacente se muestra resistente a bajar

La **inflación subyacente** se muestra **resistente a bajar, sobre todo en la Eurozona** (dato final julio revisado al alza hasta **5,5%**, muy cerca del pico de 5,7% de marzo).

En **EEUU**, el deflactor del consumo privado subyacente en **4,6%**.

**Lejos aún del 2% objetivo. Sigue preocupando presión de salarios en servicios.**

	IPC subyacente		var desde máx
	Máx. 2022-23	Último 2023	
<b>EUROZONA</b>	5,7%	5,5%	-0,2%
<b>ESPAÑA</b>	7,6%	5,9%	-1,7%
<b>EE. UU.</b>	6,6%	4,8%	-1,8%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

IPC general vs IPC Subyacente Eurozona



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

EEUU deflactor consumo privado subyacente (%)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

## Niveles de inflación aún alejados del objetivo del 2%, que previsiblemente no se alcanzará hasta 2025...

IPC % anual	2022	FMI (ABR 23)		OCDE (JUN 23)		CE (MAYO 23)	
		2023	2024	2023	2024	2023	2024
Mundo	-	7,0	4,9	-	-	-	-
Desarrolladas	-	4,7	2,6	-	-	-	-
EEUU	8,0	4,5	2,3	3,9	2,6	-	-
Área Euro	8,4	5,3	2,9	5,8	3,2	5,8	2,8
Alemania	6,9	6,2	3,1	6,3	3,0	6,8	2,7
Francia	5,2	5,0	2,5	6,1	3,1	5,5	2,5
Italia	8,2	4,5	2,6	6,4	3,0	6,1	2,9
España	8,4	4,3	3,2	3,9	3,9	4,0	2,7
Japón	2,5	2,7	2,2	2,8	2,0	-	-
Reino Unido	9,1	6,8	3,0	6,9	2,8	-	-
Emergentes	-	8,6	6,5	-	-	-	-
Brasil	9,3	5,0	4,8	5,6	4,7	-	-
México	7,9	6,3	3,9	5,9	3,7	-	-
Rusia	13,8	7,0	4,6	-	-	-	-
India	6,7	4,9	4,4	4,8	4,4	-	-
China	2,0	2,0	2,2	2,1	2,0	-	-

Fuente: FMI, OCDE, CE

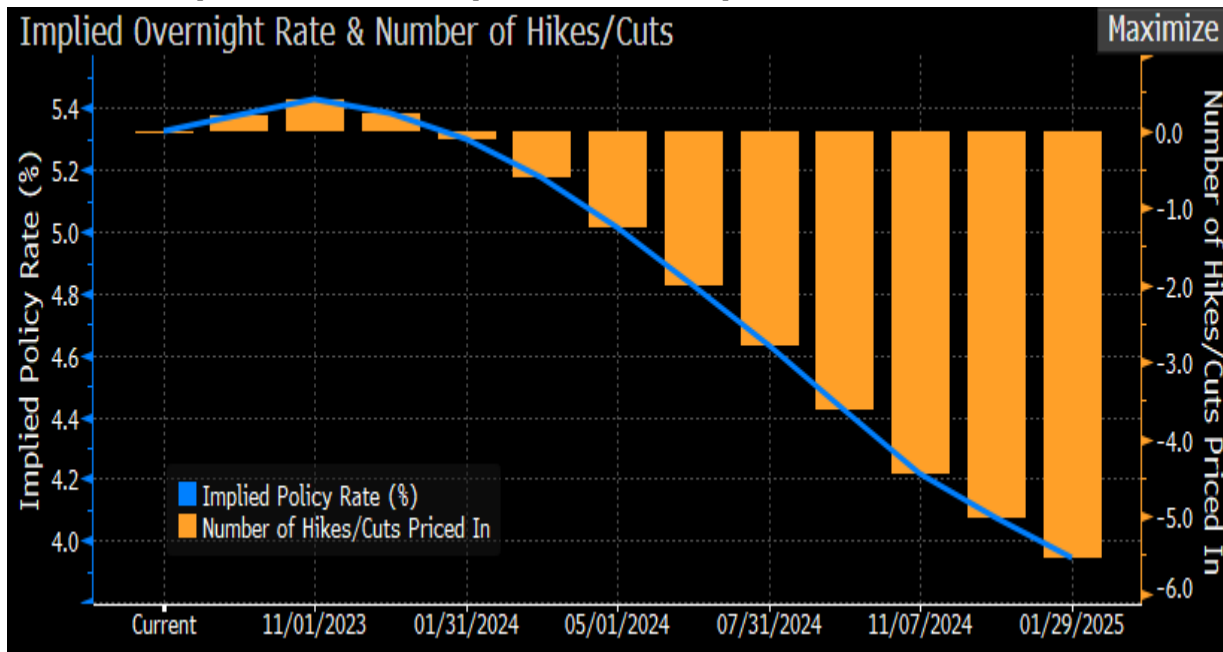
## ...que obligan a bancos centrales a mantener tipos restrictivos...

Aun a pesar de vislumbrar el **final de las subidas de tipos en EEUU y la Eurozona este año**, estimamos que **tanto Fed como BCE los mantendrán en niveles restrictivos (>3% en EEUU y >2-2,5% en Eurozona) durante una buena temporada**, hasta que confirmen la capacidad de la política monetaria de devolver la inflación a niveles cercanos a su objetivo del 2%.

**Fed 26 julio +25 pb a 5,25%-5,5%** tras pausa "hawkish" de junio. *Dot plot* apunta a **una subida más** hasta techo 5,5-5,75%, según mercado **probabilidad sólo 25%, data-dependiente (empleo, inflación)**. A futuro, *dot plot* contempla **-100 pb en 2024** (4,6%), 2025 (3,4%) y 2,5% a largo plazo.

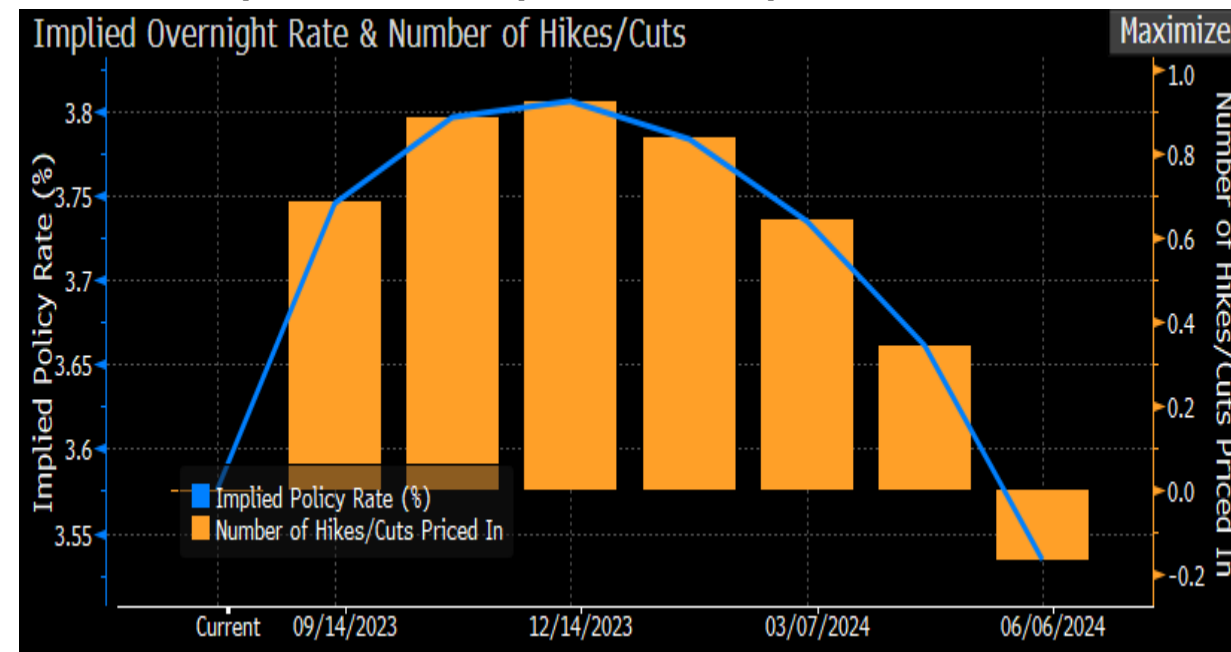
**BCE 27 julio +25 pb a 3,75% (tipo depósito) y puerta abierta a +25 pb adicionales** después del verano hasta techo 4%, **data-dependiente**. Esperamos **tipos restrictivos** por largo tiempo **para devolver la inflación al objetivo del 2%**.

Tipos descontados por el mercado para los Fed Funds



Fuente: Bloomberg

Tipos descontados por el mercado para el BCE



Fuente: Bloomberg

## ...lo que seguirán calando en la economía real

PIB % anual	2022	FMI (JUL 23)		OCDE (JUNIO 23)		CE (MAYO 23)	
		2023	2024	2023	2024	2023	2024
Mundo	3,4	3,0	3,0	2,7	2,9	-	-
Desarrolladas	2,6	1,5	1,4	-	-	-	-
EEUU	2,1	1,8	1,0	1,6	1,0	-	-
Área Euro	3,5	0,9	1,5	0,9	1,5	1,1	1,6
Alemania	1,9	-0,3	1,3	0,0	1,3	0,1	1,4
Francia	2,5	0,8	1,3	0,8	1,3	0,7	1,4
Italia	3,8	1,1	0,9	1,2	1,0	1,2	1,1
España	5,5	2,5	2,0	2,1	1,9	1,9	2,0
Japón	1,1	1,4	1,0	1,3	1,1	-	-
Reino Unido	4,0	0,4	1,0	0,3	1,0	-	-
Emergentes	3,9	4,0	4,1	-	-	-	-
Brasil	2,9	2,1	1,2	1,7	1,2	-	-
México	3,1	2,6	1,5	2,6	2,1	-	-
Rusia	-2,1	1,5	1,3	-	-	-	-
India	6,7	6,1	6,3	6,0	7,0	-	-
China	3,0	5,2	4,5	5,4	5,1	-	-

Fuente: FMI, OCDE, CE y elaboración propia

Hasta el momento, **ciclo resiste mejor de lo esperado** (mejora en cadenas de producción, normalización de precios de energía y alimentos, mayor tranquilidad en banca regional EEUU), aunque **con divergencias geográficas**.

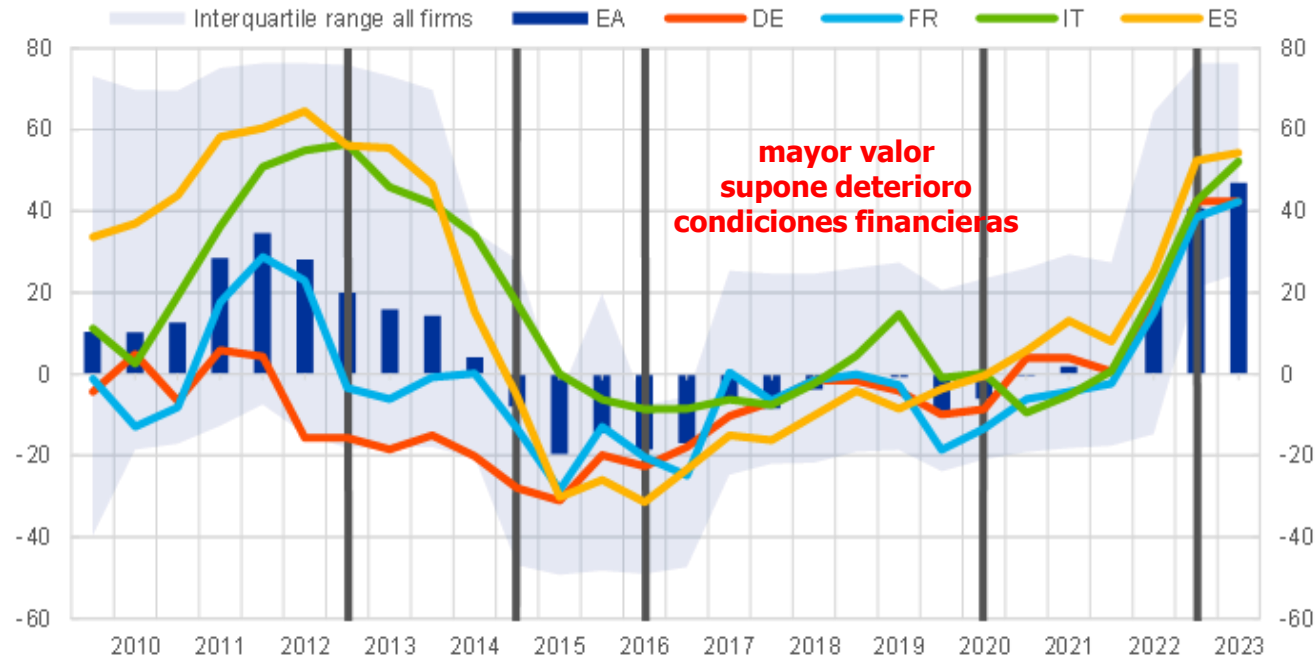
**Sin embargo, riesgos sobre el crecimiento siguen sesgados a la baja:**

- elevada **inflación** subyacente
- **impacto retardado de las subidas de tipos** (en acumulado, Fed +525 pb, BCE +425 pb)
- reapertura de **China** que **pierde fuelle**



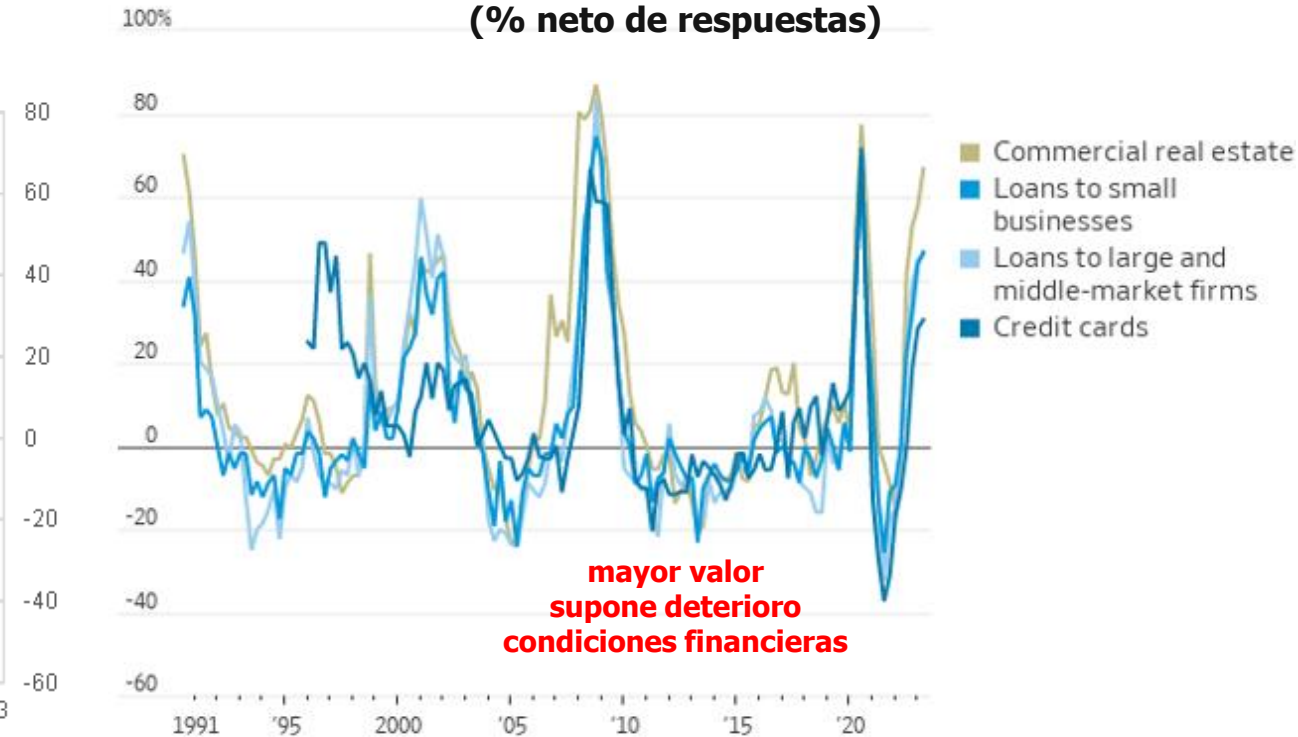
# Endurecimiento de condiciones crediticias pesará sobre el ciclo

**Cambio en condiciones financieras para empresas Eurozona**  
(% neto de respuestas sobre 6 meses antes)



Fuente: BCE

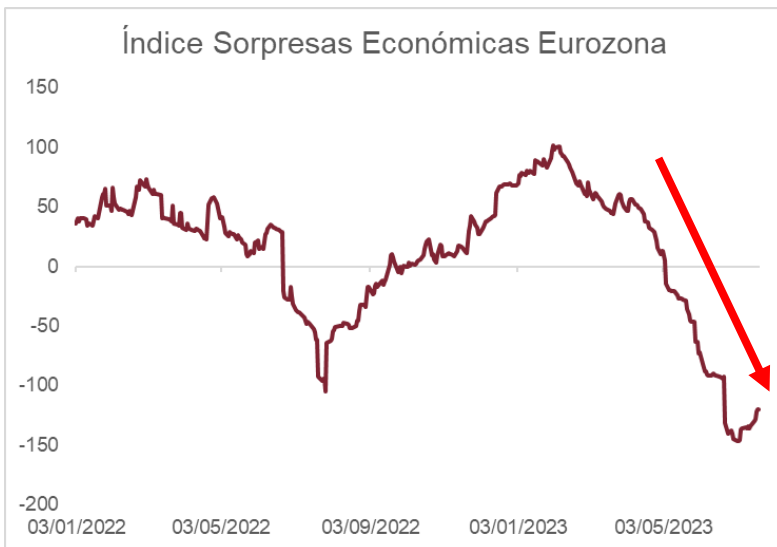
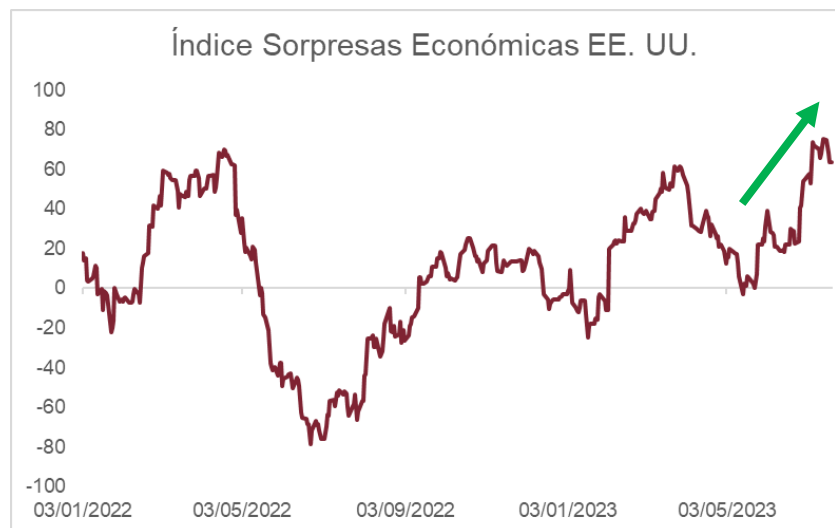
**Condiciones financieras reportadas por bancos EEUU**  
(% neto de respuestas)



Fuente: Fed

**Menos crédito y más caro = menor crecimiento económico**

# Evolución divergente por áreas geográficas



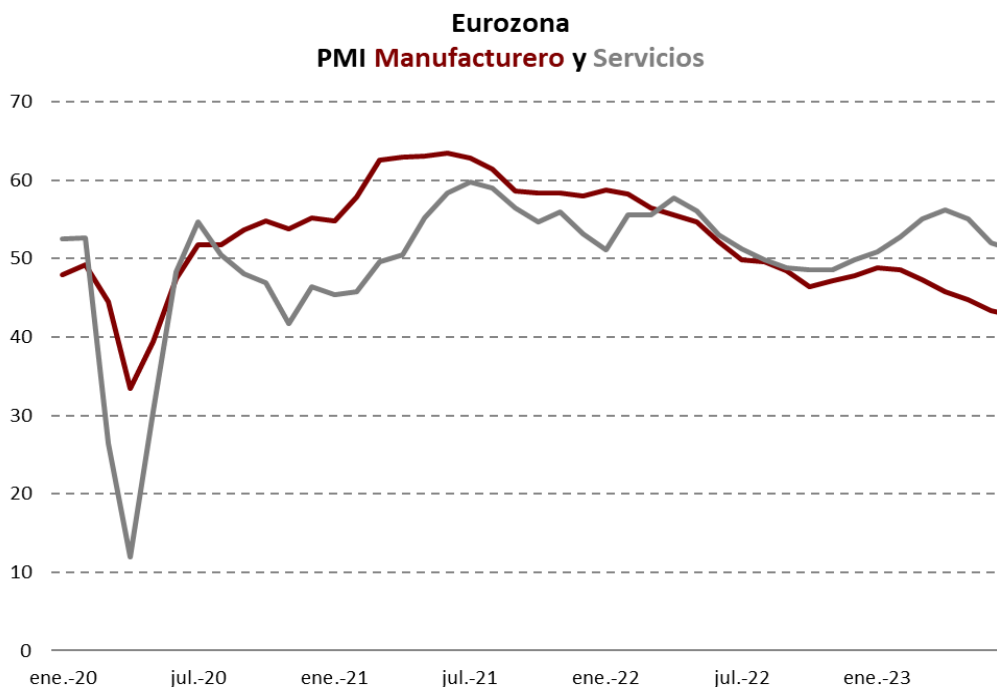
- Continúa el **deterioro** de datos macro en **China y Eurozona**.
- **Mayor resiliencia económica en EEUU.**

Fuente: Bloomberg

# Creciente riesgo de recesión suave Eurozona vs aterrizaje suave en EEUU

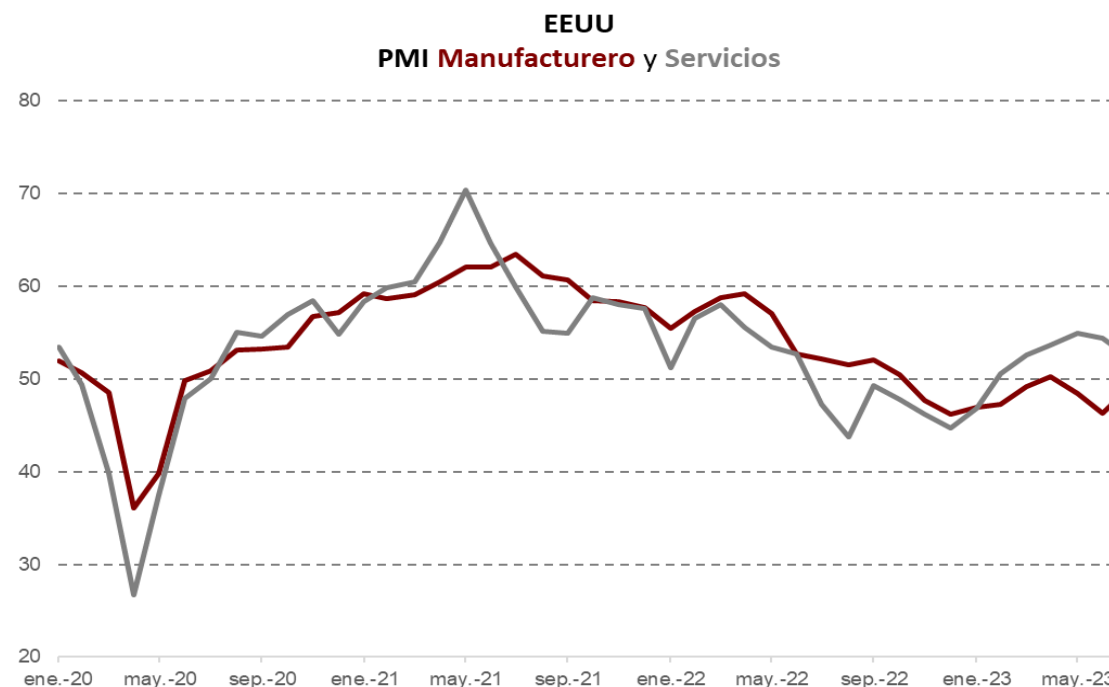
**Eurozona estancada en 2T22-1T23.** Mejor comportamiento de economías más dependientes del turismo. **Debilidad se mantendrá en 2T23** ante desaceleración de demanda doméstica y global, tal y como apuntan los PMIs. La **solidez del mercado laboral debería permitir una recesión suave. EE.UU. más resiliente.**

**PMI manufacturero: Eurozona intensifica deterioro** (42,7, mínimos mayo-20, 13 meses en contracción) **vs mejora EE.UU.** (49 vs 46,3 anterior).



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**PMI servicios desacelera más de lo esperado en ambos casos** (europeo 51,1 vs 52 anterior, americano 52,4 vs 54,4), **aunque en expansión**, lo que **podría mantener la presión sobre los salarios** y con ello sobre los bancos centrales.

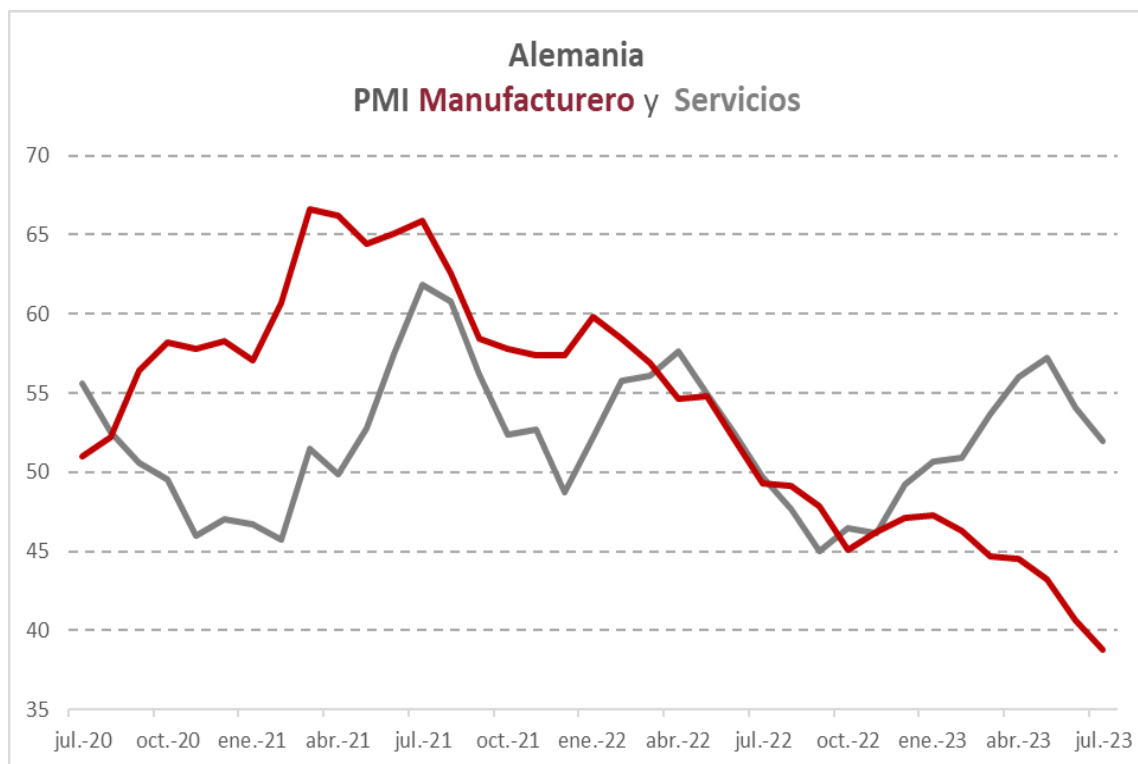


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Desaceleración más intensa en Alemania y China

**Alemania: PMI manufacturero** julio 38,8, en **mínimos desde el Gran Confinamiento** en 2020 (35).

**China, debilidad en consumo e inmobiliario, PIB 2T23 por debajo de lo esperado, revisión a la baja de previsiones** de consenso a **+5% aumentan el riesgo de incumplimiento** del objetivo del gobierno (5%) en caso de que se mantenga la debilidad de los últimos datos...**Esperamos nuevos estímulos económicos** (bajadas de tipos, apoyo a infraestructuras, inmobiliario) pero es **dudoso que sean suficientes** para frenar la desaceleración (débil confianza consumidora, elevado paro juvenil, alta deuda, deflación).



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

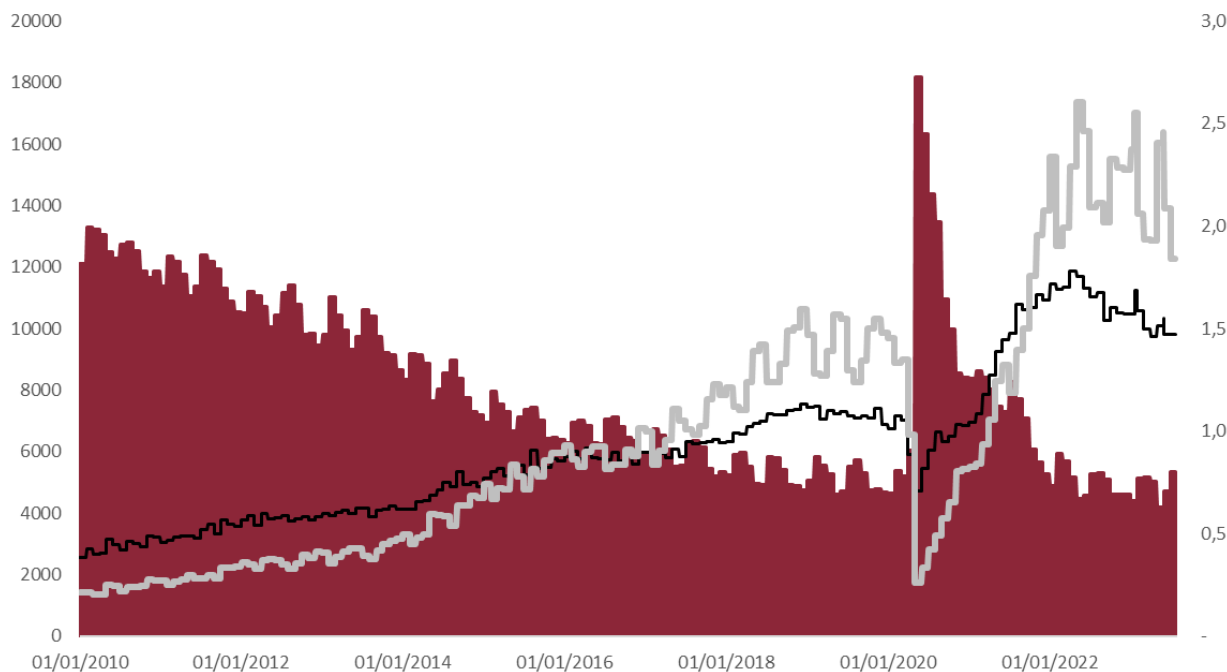


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# EEUU: mercado laboral moderando, pero aún muy fuerte

**Sólidos JOLTS, 9,8 mln, 1,8 vacantes por cada desempleado**

Desempleo vs. Vacantes EEUU (miles) y ratio

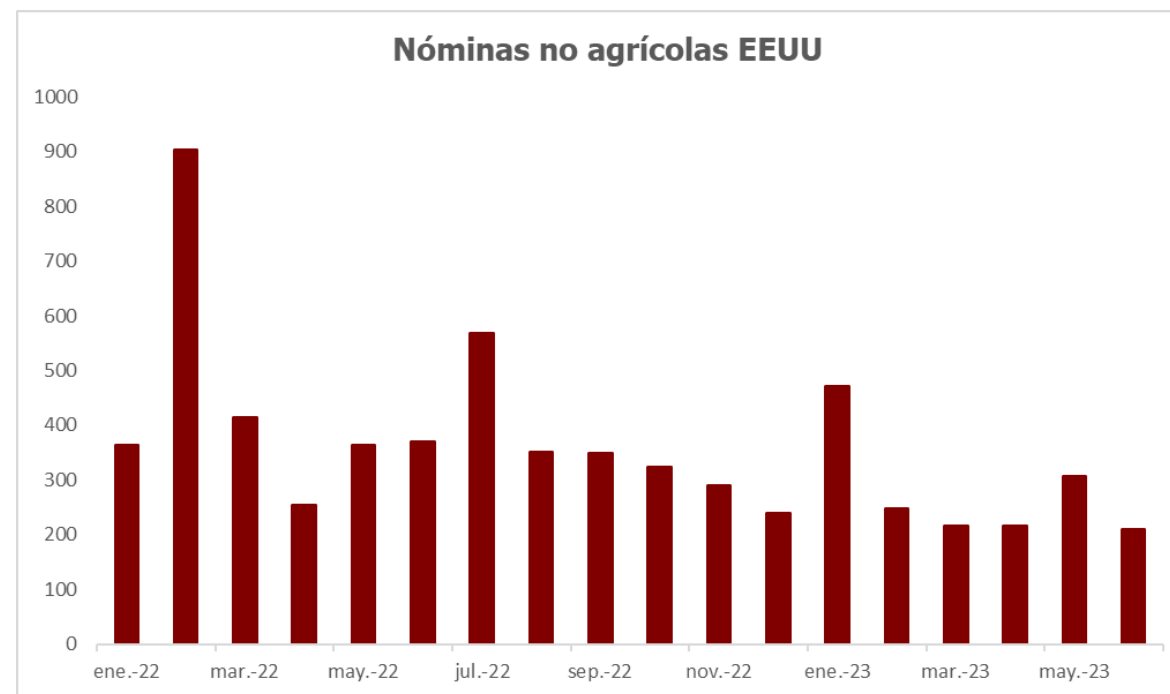


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**Informe oficial de empleo de junio:**

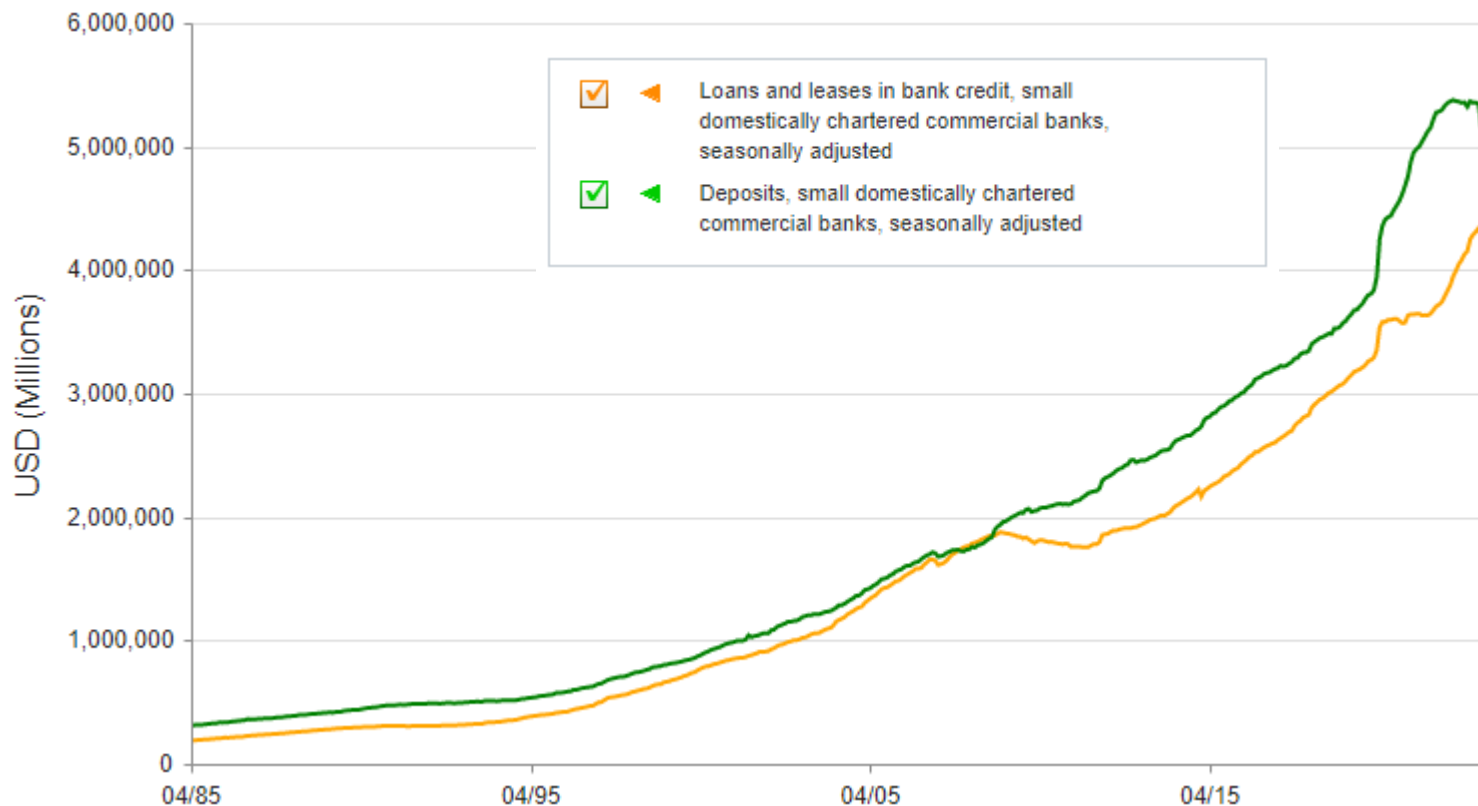
- **Nóminas no agrícolas 209.000** (vs 339.000 ant)
- **Tasa de paro 3,6%** (vs 3,7% anterior)
- **Salarios +4,4%**

Nóminas no agrícolas EEUU



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# EEUU: freno en fuga de depósitos, sin “credit crunch”...



Fuente: Federal Reserve Board 2023, datos a 21-julio

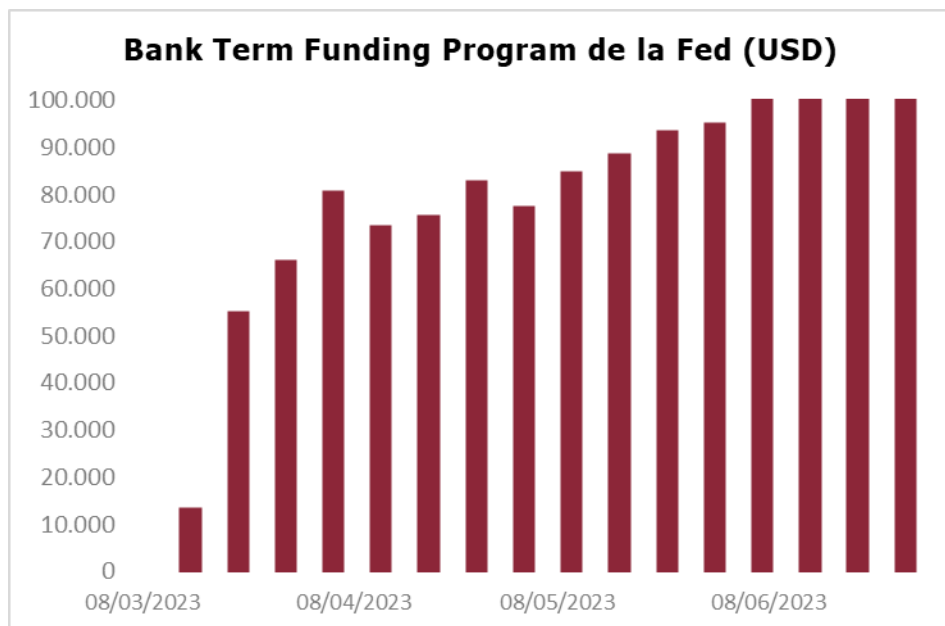
A pesar del **temor a un empeoramiento de las condiciones crediticias en EEUU** tras la reciente crisis en la banca regional americana, artífice de buena parte del crédito al sistema (28% comercial e industrial, 53% Real Estate, 67% Commercial Real Estate, 28% financiación consumo)...

...por el momento los préstamos de los “pequeños bancos comerciales estadounidenses” se mantienen resilientes...

...aunque prestaremos atención a la evolución en los próximos meses y ante la **previsible exigencia de mayores requerimientos de capital.**

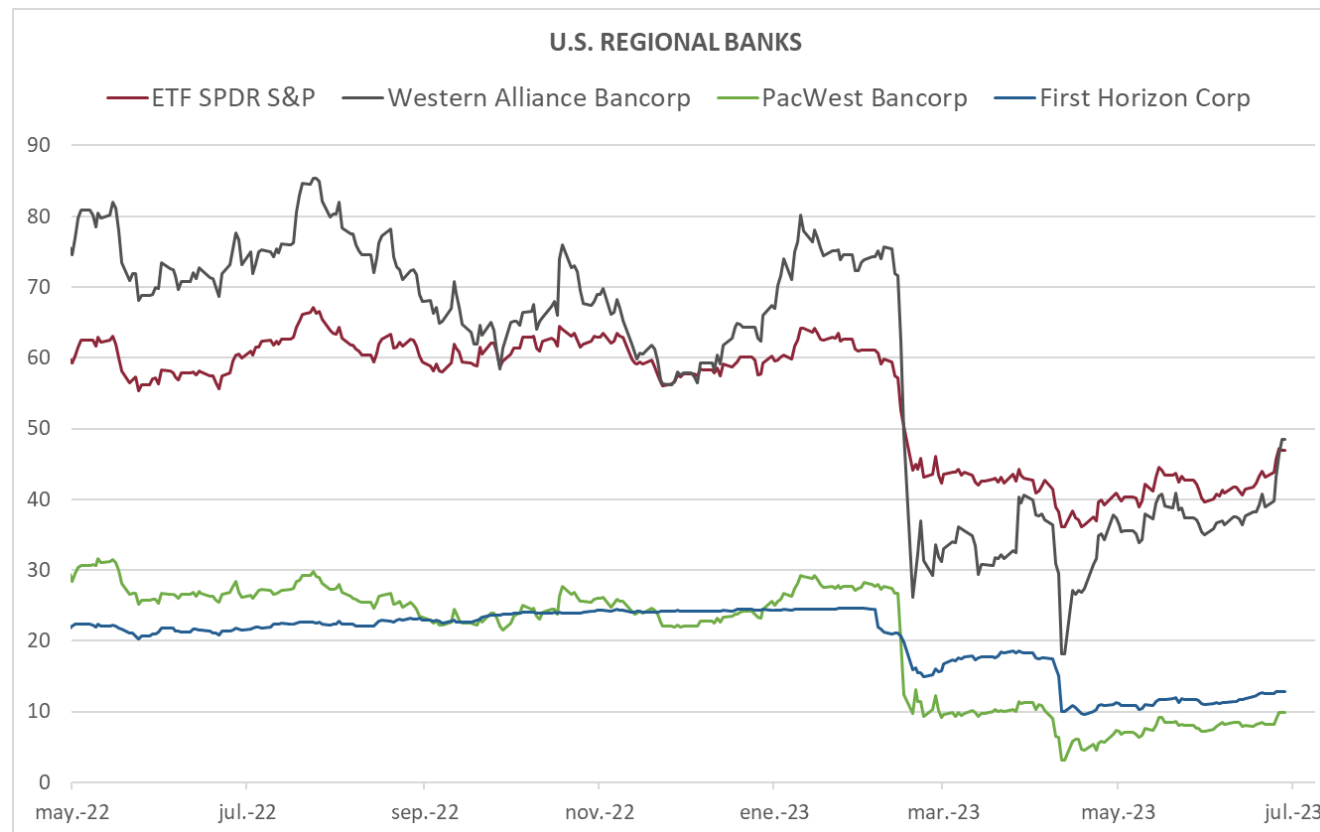
## ...aunque seguimos pendientes de la banca regional

**El recurso a la Fed vía Bank Term Funding Program** (programa diseñado tras quiebra SVB para aceptar papel al nominal) **sigue en máximos...**



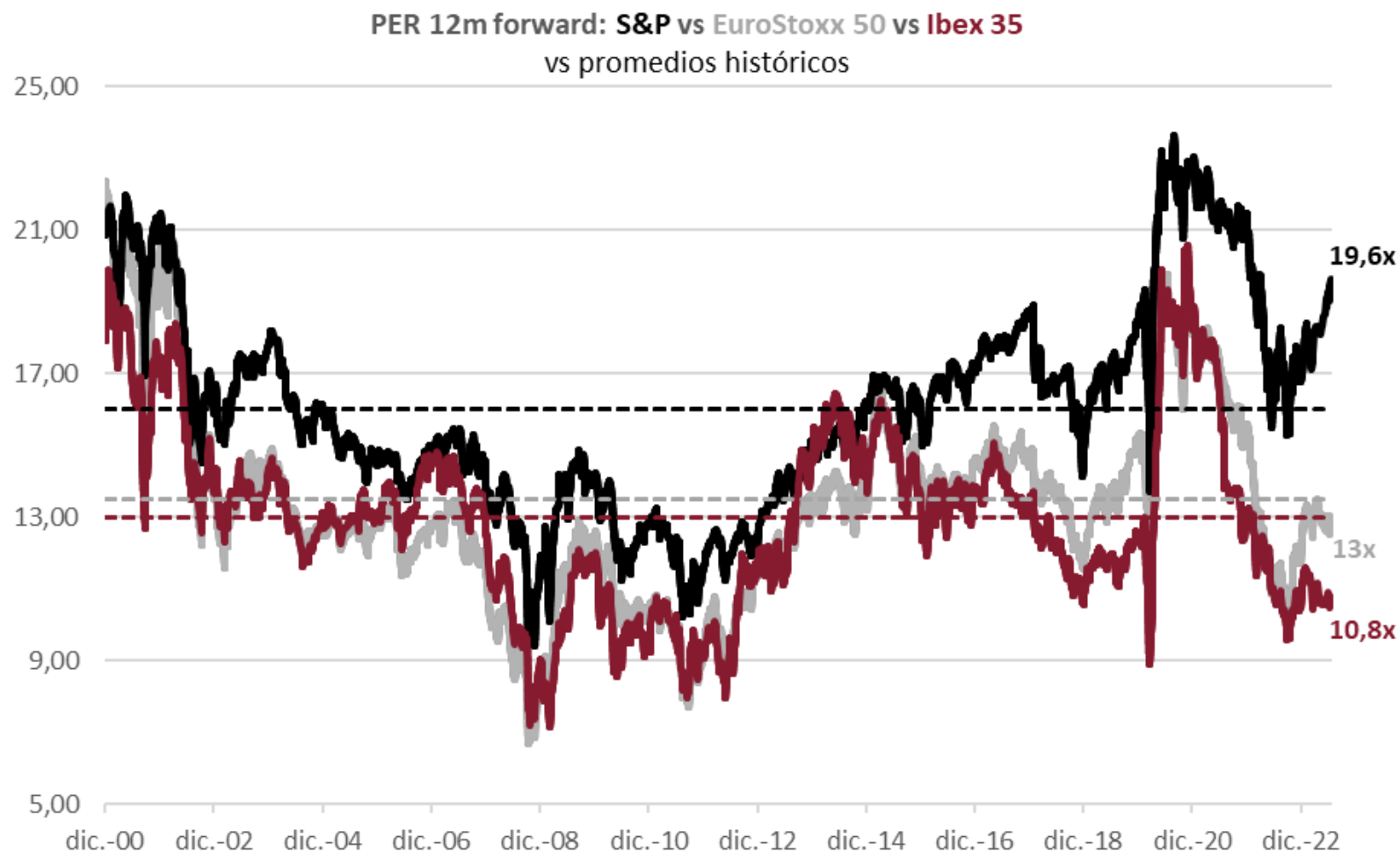
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

...mientras las **cotizaciones de los bancos regionales, pese al rebote, se mantienen alejadas de los niveles previos a las turbulencias financieras** (principios de marzo). Riesgo de **elevada exposición a CRE**.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Valoraciones: expansión de múltiplos



## Expansión de múltiplos desde sept-22:

**EEUU +28% a 19,6x vs mín 15x**  
**Prima 23%** vs media 2000-hoy (17x)

**Europa +28% hasta 13x vs mín 10x**  
**Descuento 4%** vs media 2000-hoy (13,5x)

**España +13% hasta 10,8x vs mín 9,6x**  
**Descuento 17%** vs media 2000-hoy (13x)

Fuente: Factset y elaboración propia



# Beneficios empresariales...¿han acabado las revisiones?

**Se han estabilizado las revisiones a la baja de resultados** esperados... ¿se pueden dar por finalizadas y empezar a descontar una **recuperación del crecimiento para 2024?**

La evolución del **ciclo económico (grado de desaceleración)** tendrá la **última palabra.**

Revisiones Ventas últimos 6 meses			Revisiones BPAs últimos 6 meses		
	2023	2024		2023	2024
S&P 500	0%	0%	S&P 500	-3%	-1%
Eurostoxx 50	1%	2%	Eurostoxx 50	3%	2%
Ibex 35	4%	4%	Ibex 35	13%	8%

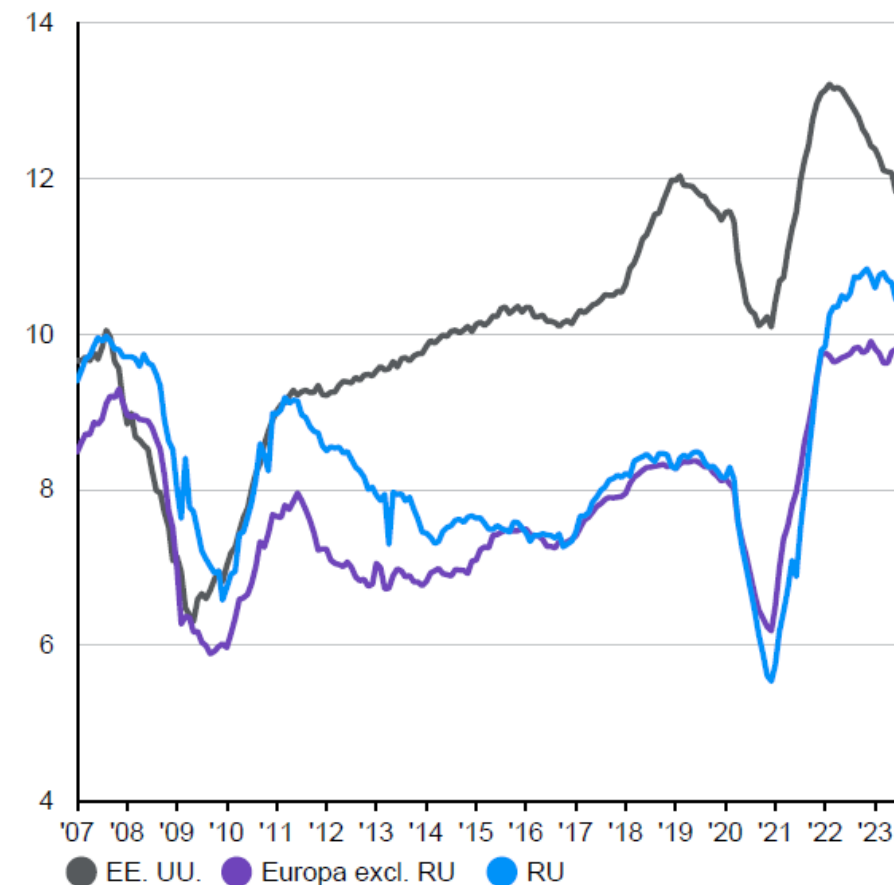
	Variación i.a. BPA						
	2018/17	2019/18	2020/19	2021/20	2022e/21	2023e/22	2024e/23
<b>S&amp;P 500</b>	22%	1%	-14%	50%	5%	1%	13%
<b>Eurostoxx 50</b>	1%	-1%	-32%	72%	22%	0%	8%
<b>Ibex 35</b>	-5%	4%	-64%	144%	32%	5%	3%

Fuente: Factset y elaboración propia

**Márgenes:** tras fuerte repunte en 2022 (traspaso de mayores costes), **presión en 2023 de menor demanda.**

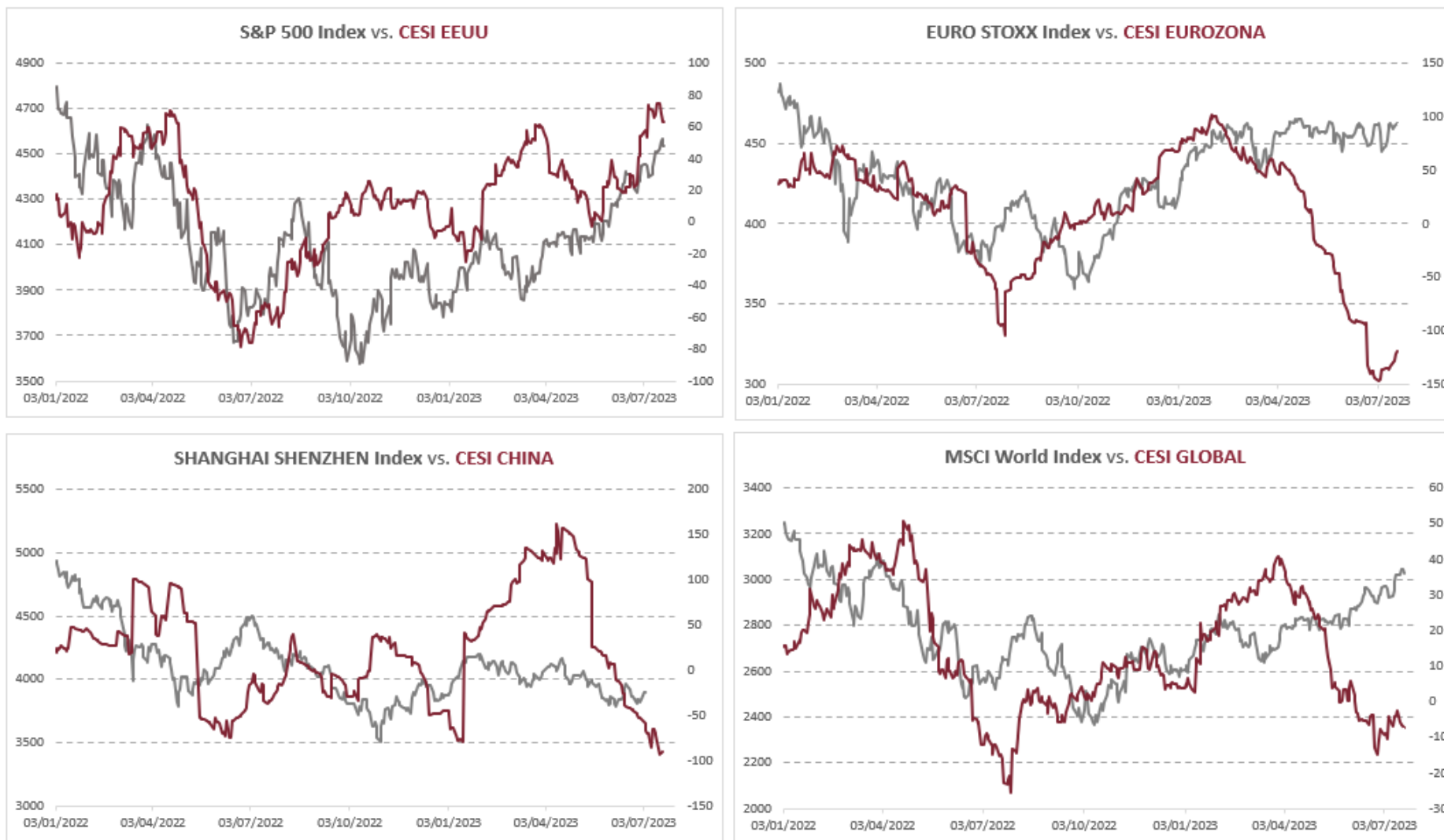
## Márgenes de beneficios

%, márgenes de beneficios a 12 meses en relación con las ventas



Fuente: JP Morgan (Guide to Markets)

# Reiteramos cautela, a la espera de confirmación de aterrizaje suave



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Ibex: potencial interesante, pero la incertidumbre política podría pesar

Compañía	PRECIO ACTUAL	PRECIO OBJETIVO RENTA 4	DTO (+) / PRIMA (-)	DTO (+) / PRIMA (-) relativo a Ibex	Nº ACCS (MLN)	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL ACTUAL (MLN EUROS)	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL OBJETIVO (MLN EUROS)
ACCIONA	140,75	206,00	46%	29%	55	7.721	11.300
Acciona Energia	28,66	39,00	36%	19%	329	9.436	12.841
ACERINOX	9,95	15,20	53%	35%	260	2.584	3.948
ACS	30,38	31,50	4%	-14%	278	8.451	8.762
AENA	141,75	145,53	3%	-15%	150	21.263	21.830
AMADEUS	67,08	58,50	-13%	-30%	450	30.219	26.354
ARCELORMITTAL	25,68	32,40	26%	9%	853	21.900	27.631
BANCO SABADELL	1,14	1,28	13%	-5%	5627	6.387	7.203
BANCO SANTANDER	3,53	4,24	20%	3%	16184	57.187	68.621
BANKINTER	6,06	8,14	34%	17%	899	5.449	7.317
BBVA	7,13	8,39	18%	0%	5965	42.522	50.050
CAIXABANK	3,83	4,45	16%	-1%	7502	28.703	33.384
CELLNEX TELECOM	36,31	63,20	74%	57%	706	25.652	44.649
ENAGAS	16,10	18,64	16%	-2%	262	4.218	4.883
ENDESA	19,28	22,63	17%	0%	1059	20.413	23.960
FERROVIAL	30,13	29,65	-2%	-19%	727	21.918	21.569
FLUIDRA	17,73	17,30	-2%	-20%	192	3.406	3.324
GRIFOLS	13,06	19,00	45%	28%	426	5.565	8.096
IAG	1,75	2,21	26%	9%	4915	8.604	10.863
IBERDROLA	11,38	13,57	19%	2%	6240	70.980	84.677
INDITEX	33,78	37,50	11%	-6%	3117	105.281	116.874
INDRA	12,49	15,40	23%	6%	177	2.206	2.720
INMOBILIARIA COLONIAL	5,77	6,60	14%	-3%	540	3.111	3.561
LOGISTA	24,96	30,20	21%	4%	133	3.313	4.009
MAPFRE	1,82	1,84	1%	-16%	3080	5.605	5.666
MELIÁ HOTELS	6,34	7,50	18%	1%	220	1.397	1.653
MERLIN PROPERTIES	8,46	10,30	22%	4%	470	3.972	4.839
NATURGY ENERGY	27,24	25,36	-7%	-24%	970	26.412	24.589
REDEIA	15,20	17,10	13%	-5%	541	8.224	9.252
REPSOL	13,74	18,90	38%	20%	1277	17.545	24.143
ROVI	41,22	53,50	30%	12%	54	2.227	2.890
Sacyr	3,05	3,86	27%	9%	683	2.083	2.637
Solaria	14,29	18,00	26%	8%	125	1.786	2.249
TELEFÓNICA	3,76	4,60	22%	5%	5775	21.698	26.566
Unicaja	1,01	1,43	42%	25%	2655	2.668	3.796

IBEX ACTUAL	OBJ. 12 MESES	POTENCIAL
9.500	11.160	17%

**Hasta que se aclare la situación política, nos enfrentamos a meses de inestabilidad, que podrían suponer un peor comportamiento relativo del Ibex vs otras bolsas.**

Fuente: Renta 4 Banco

La información contenida es confidencial y privilegiada. Si usted no es personal autorizado por favor destruya este documento y notifique inmediatamente a Renta 4 Banco S.A. (900 92 44 54), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por cualquier medio.




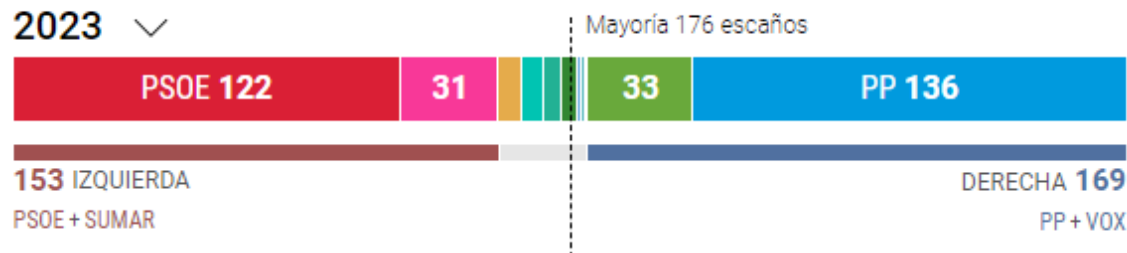
# Elecciones 23J: incierto periodo de negociaciones para formar gobierno

Resultados Congreso 100,0% escrutado 



Escaños: 350

2023 

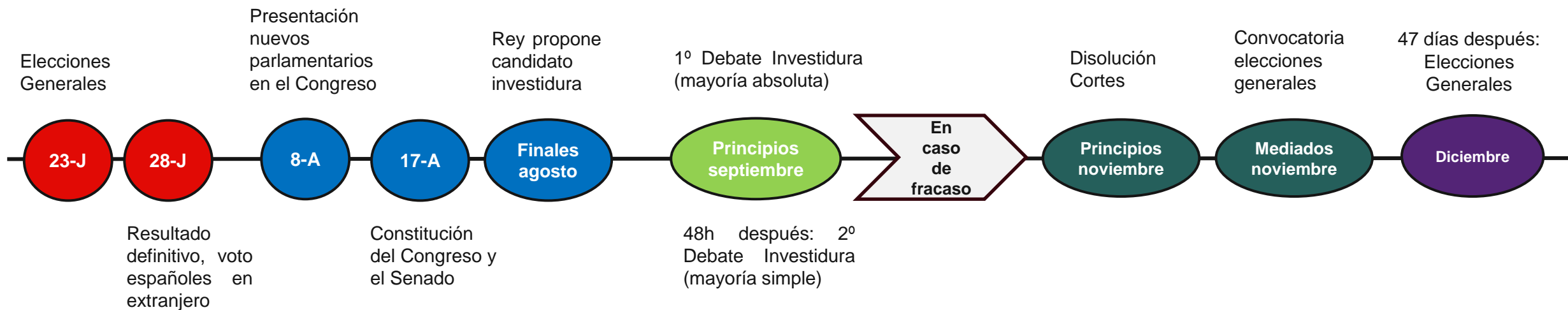


**Victoria del PP, pero sin mayoría parlamentaria** esperada con Vox (176 escaños).

**Se abre un incierto periodo de negociaciones para formar gobierno** (PNV y Junts podrían ser decisivos), que podría saldarse con:

- **Formación de un gobierno débil** por la necesidad de múltiples apoyos (más factible en el bloque de la izquierda)
- **Repetición de elecciones en diciembre** (en caso de no formarse gobierno en 2 meses desde la 1ª votación en Congreso, momento a partir del cual se contarían 47 días hasta nuevas elecciones)

# Cronología de formación de gobierno



# Implicaciones económicas del bloqueo institucional

Hasta la formación de gobierno, se mantendrá un **gobierno central interino**.

## Posibles implicaciones en:

- **Presidencia del Consejo de la UE** (1 julio – 31 diciembre).
- **Negociación de reglas fiscales** que se aplicarán a partir de 2024.
- **PGE 2024**. Previsible prórroga de PGE 2023.
- **Fondos europeos (Next Generation)**. Aunque un gobierno interino sí puede negociar la adenda de 7.700 mln eur a recibir en próximos meses, **no se podrían acometer las reformas necesarias para el desembolso de fondos pendientes, con implicaciones negativas en crecimiento del PIB.**

# Recomendaciones de inversión

**Nuestro posicionamiento se mantiene cauto tras la expansión de múltiplos a pesar de un deterioro económico que debería ir a más a medida que las agresivas subidas de tipos de interés vayan filtrándose en la economía real.**

## **Renta fija:**

- Seguirá habiendo presión en crédito por tensionamiento de condiciones financieras, **más defaults ante desaceleración del ciclo**, primeros **"muros de refinanciación"** en 2024-25. **Centrarse en IG, evitar HY.**
- **Deuda pública: aumentar duraciones a medida que nos vayamos acercando al techo de tipos.**

**Bolsa:** esperamos **puntos de entrada más atractivos. Mantener sesgo defensivo, infraponderar ciclo.**

- **Impacto negativo de condiciones crediticias más duras en el ciclo económico.** Atención a impacto en actividad económica, inflación, tipos.
- Expectativas de menores tipos dependen totalmente de evolución de **inflación** (que previsiblemente seguirá **elevada a corto plazo, subyacente**), **por lo que los recortes de tipos tardarán en llegar** y es previsible que los **tipos se mantengan en niveles restrictivos (>3% en EEUU y >2-2,5% en Eurozona) por una larga temporada (al menos hasta 2025).**

### 1. Información objetiva

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, para este valor y sobre las recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses: (i) la fecha y la hora en la que se finalizó cada uno de los informes publicados; (ii) la recomendación y (iii) el precio objetivo. Nota: la fecha y hora se identifican con las de la primera difusión de la recomendación a la que hacen referencia.

### 2. Certificación de analistas

El Departamento de Análisis de Renta 4 Banco está integrado por los siguientes analistas: Natalia Aguirre y César Sánchez-Grande (Directores), Álvaro Arístegui, Javier Díaz, Pablo Fernández, Nuria Álvarez, Eduardo Imedio, Ángel Pérez e Iván San Felix (Analistas)

El/los analista/s que participan en la elaboración de la recomendación o recomendaciones de este informe de análisis, identificados en el mismo, certifican por la presente que las opiniones que se expresan reflejan fielmente sus opiniones personales.

Además, certifican que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por Renta 4 Banco, aunque éstos no reciben compensación directamente vinculada a operaciones relativas a servicios de inversión o auxiliares prestados por Renta 4 Banco a cualquier otro tipo de operaciones o comisiones de negociación que Renta 4 Banco o cualquier otra persona perteneciente al Grupo Renta 4 (en adelante “el Grupo”) realice o reciba.

### 3. Información importante

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 el departamento de Análisis de 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 ninguna de las personas del Grupo por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las entidades del Grupo no asumen compromiso alguno de comunicar 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. Las entidades del Grupo no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe 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.

Los empleados del Grupo 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.

Salvo que se indique lo contrario en el presente informe, no existe intención de actualizar esta información.



#### 4. Información respecto a la comunicación de intereses o conflictos de intereses

- ✓ No aplicable: El analista que firma el presente informe de análisis mantiene posiciones en la compañía analizada.
- ✓ Las entidades del Grupo cuentan con barreras de información, conforme a la normativa vigente.
- ✓ El Grupo dispone de medidas organizativas y técnicas para evitar y gestionar los conflictos de intereses. Entre otras, cuenta con un Reglamento Interno de Conducta <https://www.r4.com/normativa>, así como con una Política de Conflictos de Interés [https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid\\_conflictos.pdf](https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_conflictos.pdf), ambos de obligado cumplimiento para todos los empleados. En estos documentos se recogen, entre otros, los procedimientos de control aplicables al departamento de Análisis (normas para evitar el uso de información privilegiada, la independencia en la elaboración de los informes o el régimen de incentivos, de operaciones personales o de remuneraciones).
- ✓ Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor: Making Science
- ✓ No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5 % de su capital social total emitido.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.
- ✓ 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 tiene contratos de liquidez con atSistemas (asesor registrado), Clínica Baviera, Grupo Ecoener, Castellana Properties (asesor registrado), Izertis (asesor registrado), Llorente y Cuenca (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contrato como asesor registrado con Gigas y de análisis esponsorizado con Azkoyen, Inmobiliaria del Sur y Nextil, servicios por los que cobra honorarios.
- ✓ Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENER S.A. y de IZERTIS S.A.

## 5. Sistemas de recomendaciones

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

En este sentido indicamos las principales fuentes que se han utilizado: Compañías objeto de análisis, CNMV, Bloomberg, Factset, Prensa económica (entre otros Expansión, Cinco Días, El Economista, FT, etc.), Prensa General (El Mundo, El País, ABC, La Razón, etc.), Webs de Información económica (Bolsa de Madrid, Sociedad de Bolsas, BME Growth, versiones digitales de prensa económica y general, etc.), Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, BCE, FED, Bank of England, Bank of Japan.

Los precios objetivos y recomendaciones se establecen de acuerdo con la evolución esperada hasta el final del año natural, salvo indicación contraria en el propio informe. A partir del mes de diciembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja, VAN, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo.

Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Sobreponderar, potencial de revalorización mayor al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Infraponderar, potencial de revalorización inferior al del índice de referencia (Ibex35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Mantener, potencial de revalorización similar al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe). Estas definiciones son indicativas. Las recomendaciones pueden diferir de estas guías cuando esté justificado por factores de mercado, tendencias de la industria, eventos específicos de la compañía, etc.

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, a fecha actual, de las recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco para el universo de compañías en cobertura: (i) la cotización del último informe; (ii) el precio objetivo; (iii) el tipo de recomendación; (iv) la fecha y hora del último informe; (v) el analista; (vi) la validez del precio objetivo y (vi) el porcentaje de las categorías de recomendación (sobreponderar, infraponderar, mantener o en revisión) sobre el total de las recomendaciones realizadas en los últimos 12 meses.

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.

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