

# Estrategia 2024

DPTO. DE ANÁLISIS DE RENTA 4 BANCO



## Arrivals

Flight	Gate	Status
ECONOMÍA	2024	LANDING
INFLACION	2025	DELAYED
TIPOS INTERES	2024	DELAYED
RIESGO GEOPOLITICO	2024	SCHEDULED

## **Política monetaria: tipos altos por más tiempo.**

- **Esperamos tipos en niveles restrictivos durante una larga temporada.** Los tipos de intervención habrían alcanzado su techo tras +525 pb de subida en EE.UU. y +450 pb en Eurozona, pero las **expectativas de bajadas del mercado** (en términos de momento de inicio y cuantía de las mismas) parecen **prematuras, al asumir que la inflación ya no es un problema.**
- **Los balances de los bancos centrales continuarán reduciéndose,** pero de forma **gradual** para controlar episodios de inestabilidad financiera. **Intervenciones “quirúrgicas”** en caso de necesidad.

**Inflación.** Ha tocado techo y **continuará moderándose, pero el 2% objetivo será complicado de alcanzar** y, en su caso, **estaría aún lejano** (2025 como pronto), con posibles **baches en el camino.** Especial vigilancia a los **precios de la energía** (riesgo geopolítico) **y salarios** (mercados laborales aún fuertes). **Presiones inflacionistas estructurales a medio plazo** (desglobalización, descarbonización, demografía).

**Crecimiento. Aterrizaje suave,** desaceleración vs 2023. Hacia un **crecimiento débil,** recogiendo el impacto total de las subidas de tipos y unas condiciones financieras más restrictivas que lastrarán inversión y consumo. Menor apoyo de políticas fiscales (elevado endeudamiento y con creciente coste, necesidad de controlar la inflación).

- **EE.UU.:** el consumo, determinante para el **aterrizaje suave.**
- **Europa: estancada.**
- **China:** el sector inmobiliario sigue siendo un lastre.

**Beneficios empresariales. Moderado crecimiento de BPAs** ante mayor debilidad de la demanda (deterioro del ciclo), menor poder de fijación de precios y mayores gastos financieros.

# Intensa y rápida subida de tipos de interés en 2022-2023



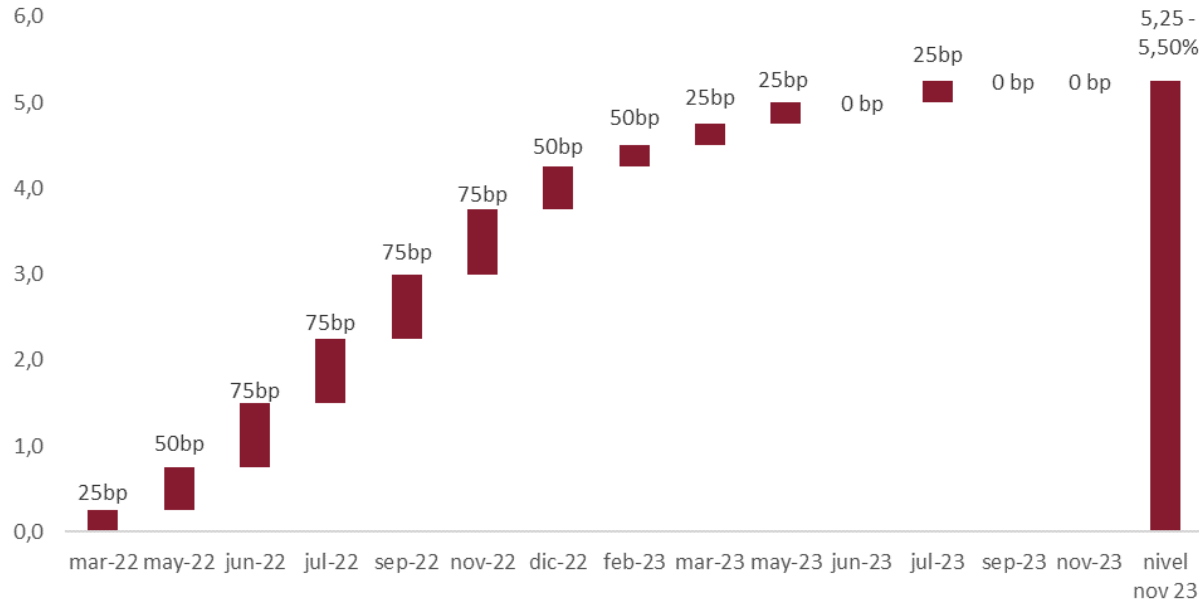
Fed +525 pb desde mar-22

BCE +450 pb desde jul-22



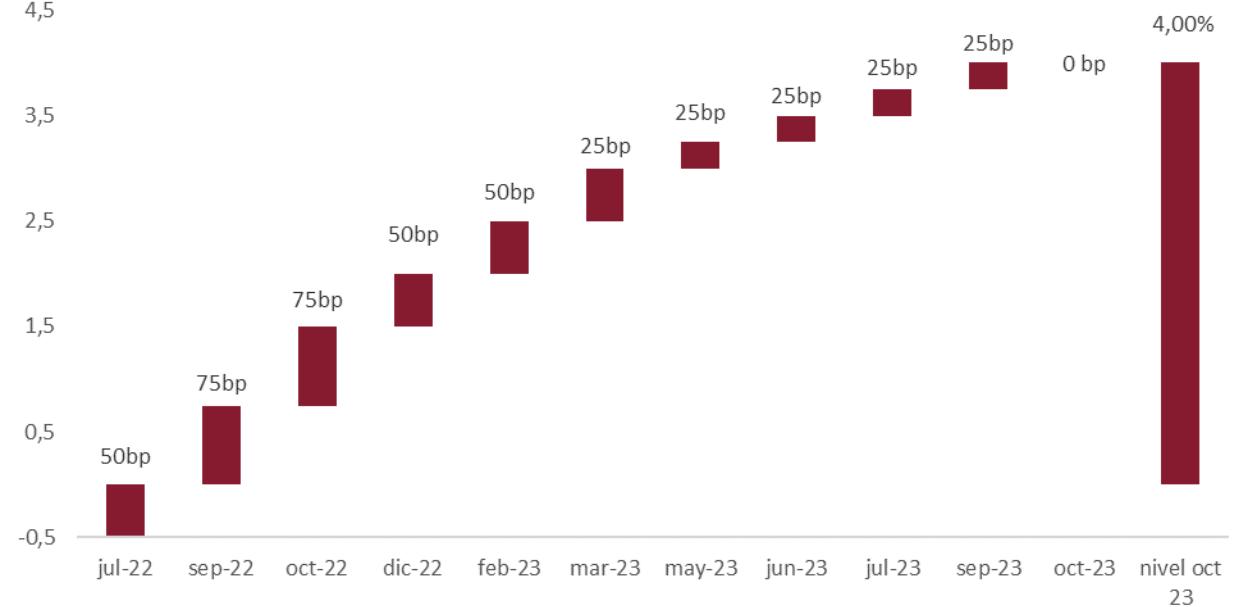
Prioridad absoluta: el control de la inflación.

### Subida de tipos de la FED



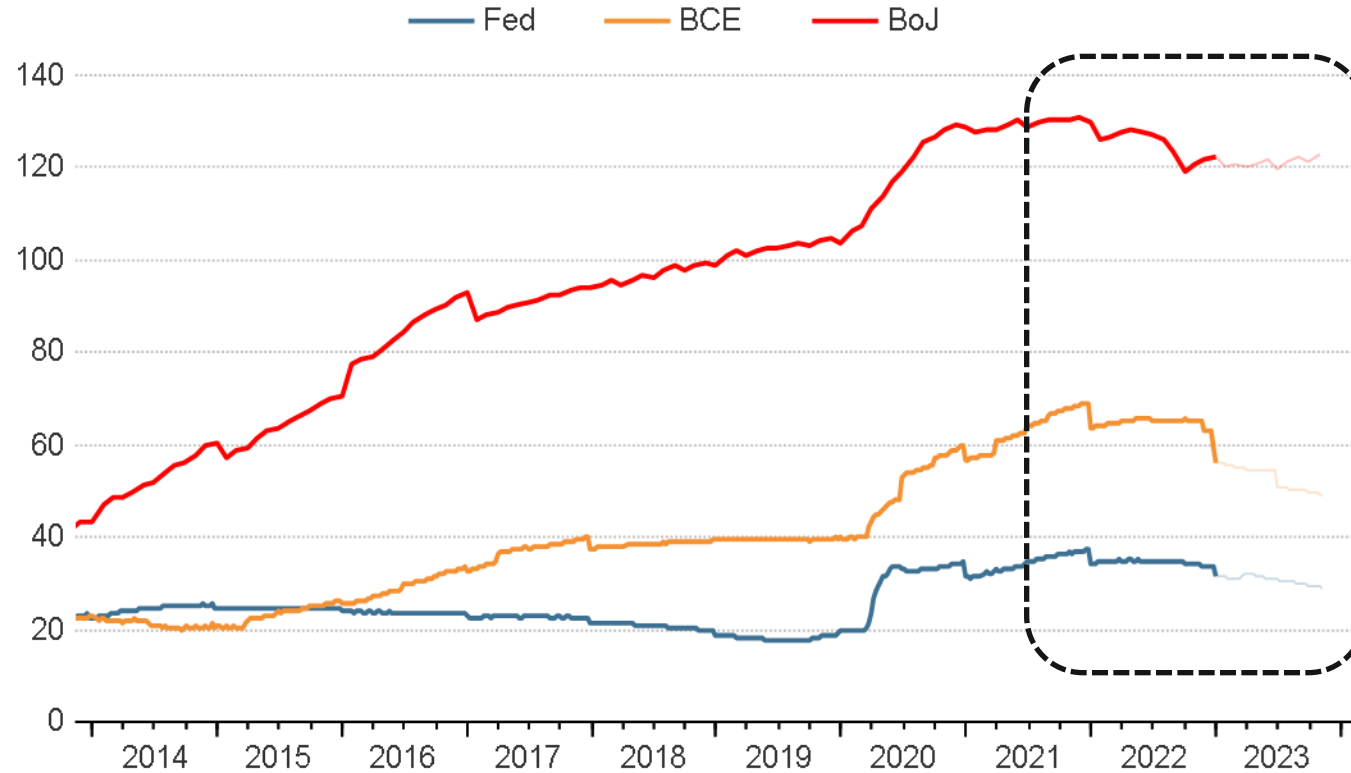
Fuente: FED y elaboración propia.

### Subida de tipos del BCE (tipo de depósito)



Fuente: BCE y elaboración propia.

## Balance Bancos Centrales como % PIB



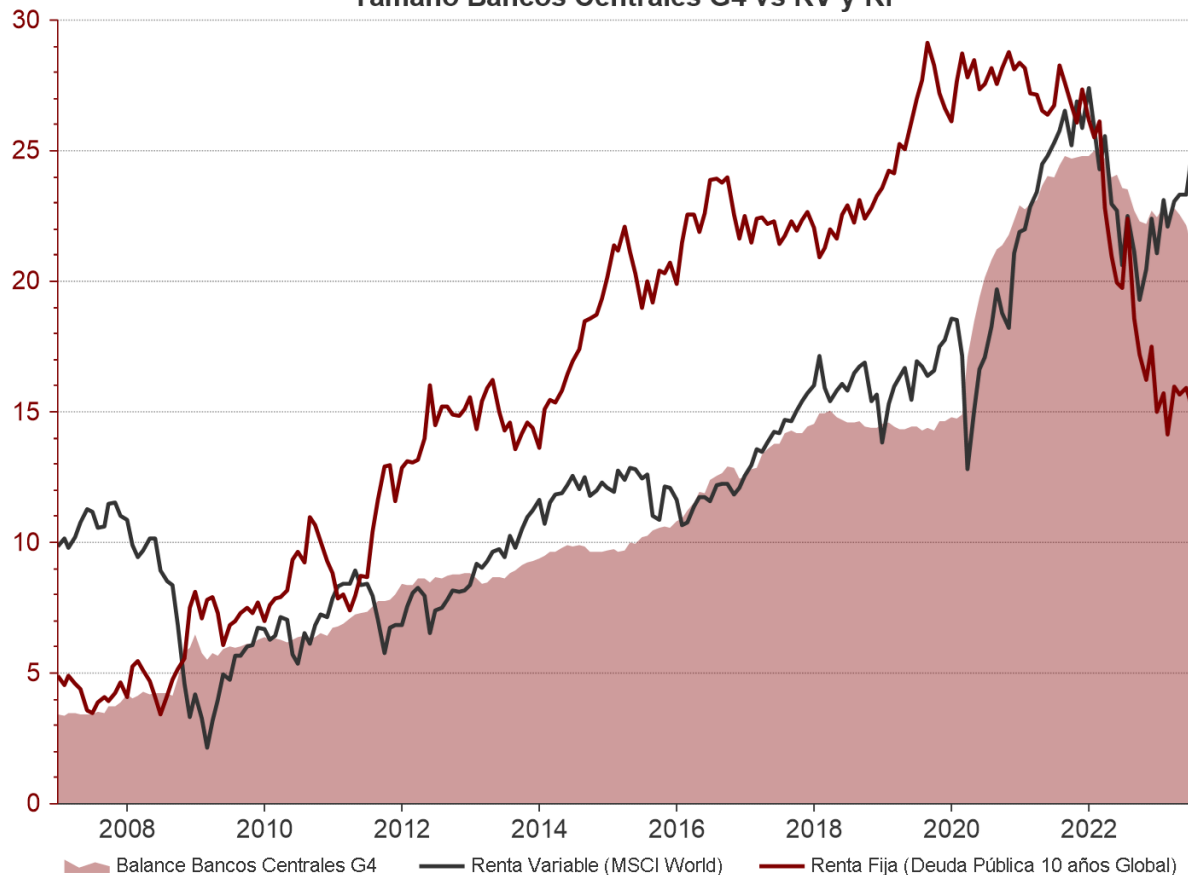
Fuente: LSEG Datastream



# 2023: año de subidas en renta variable, estabilización en renta fija



Tamaño Bancos Centrales G4 vs RV y RF



Fuente: LSEG Datastream

RENTA VARIABLE	2022	Variación 2023
IBEX 35	-6%	24%
EUROSTOXX 50	-12%	16%
DAX	-12%	18%
MSCI ITALY	-12%	26%
MSCI UK	3%	0%
SMI	-13%	7%
MSCI EUROPE	-12%	10%
S&P 500	-19%	19%
NASDAQ 100	-33%	45%
DOW JONES	-9%	9%
RUSSELL 2000	-22%	7%
NIKKEI 225	-9%	27%
HANG SENG	-15%	-16%
MSCI CHINA	-24%	-13%
MSCI ASIA PACIFIC	-19%	4%
MSCI EM LATIN AMERICA	0%	16%
MSCI WORLD	-19%	16%
MSCI ACWI	-20%	15%

RENTA FIJA	2022	Variación 2023
GOB. EURO 1-3 AÑOS	-5%	3%
GOB. GLOBAL (EHDG)	-15%	1%
CORP. GLOBAL (EHDG)	-16%	3%
US AGGREGATE	-13%	2%
GOB. EMERG. USD (EHDG)	-21%	4%
GOB. EMERG. LC	-5%	7%
US HIGH YIELD	-11%	10%
EUROPEAN HIGH YIELD	-11%	10%
GOB. ALE 10 Y	-22%	0%
GOB. ESP 10 Y	-23%	3%
GOB. ESP 2 Y	-5%	3%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 04/12/2023

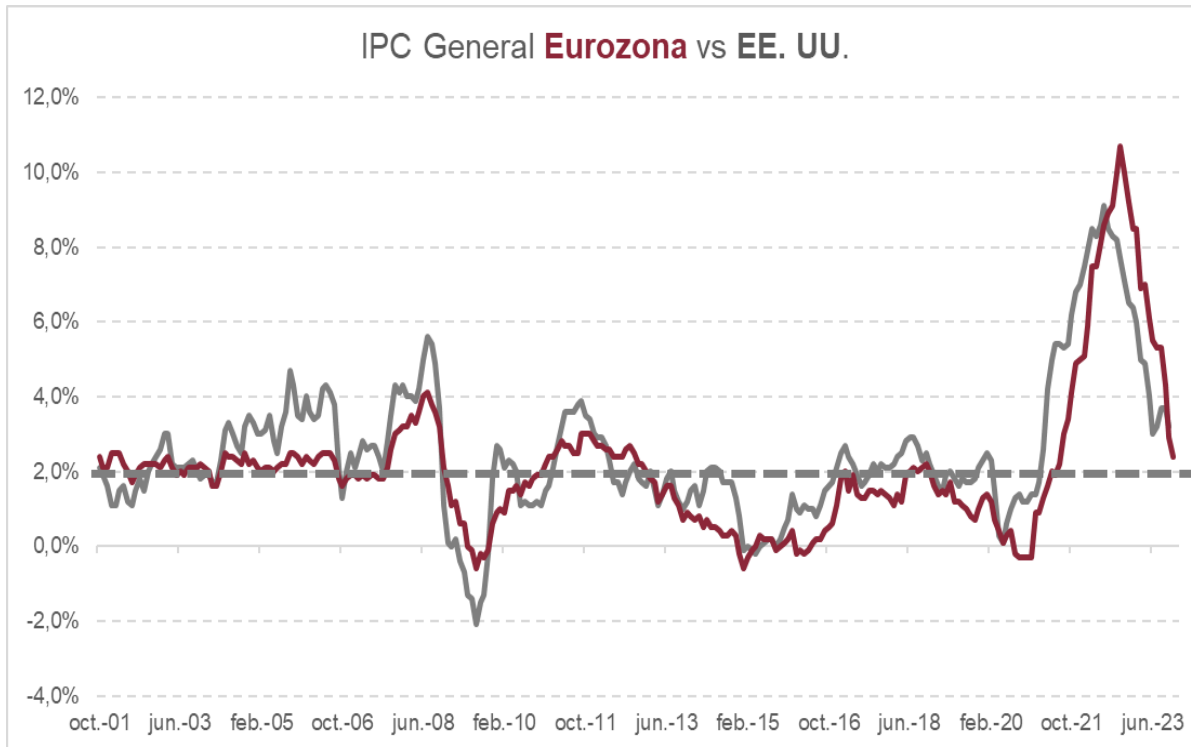
# Inflación se relaja (moderación cíclica), pero aún lejos del 2% objetivo



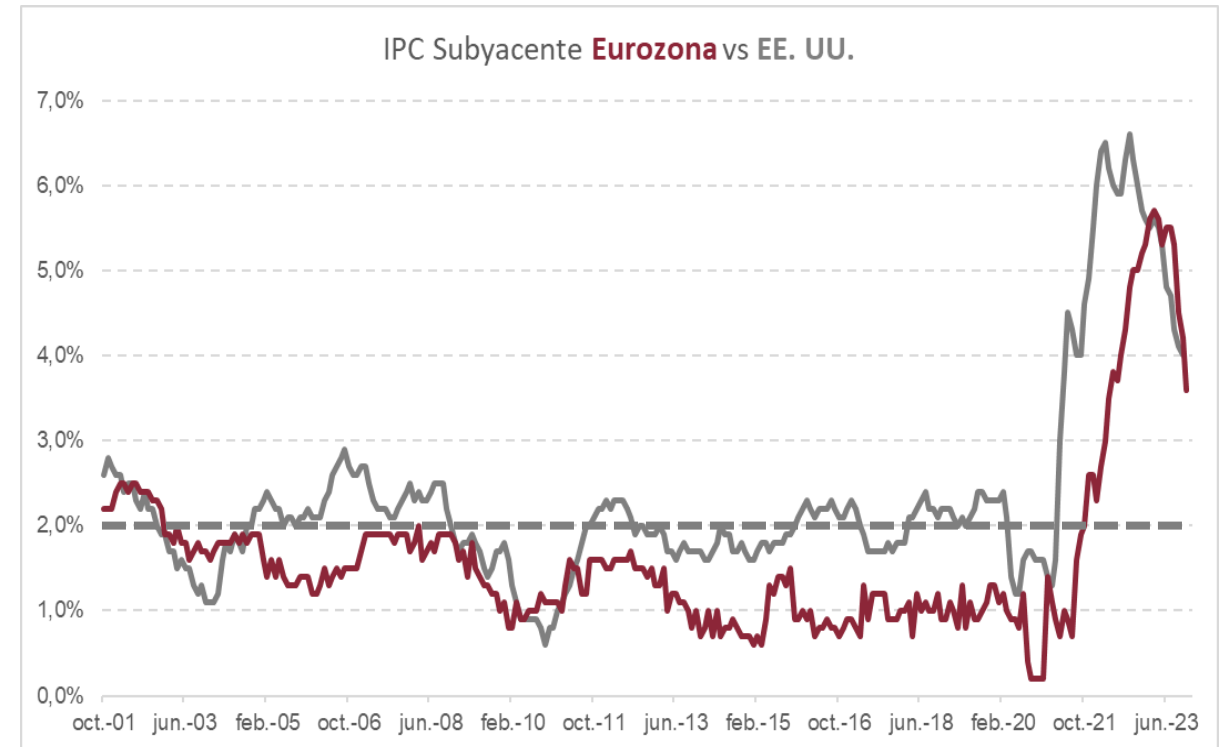
La inflación se modera de forma notable (desaceleración del ciclo, componente energético, restricción monetaria).

Sin embargo, el IPC subyacente sigue duplicando el objetivo de inflación del 2% y el camino desinflacionista tendrá baches.

Principales focos de presión inflacionista: vivienda (EE.UU.) y servicios (Eurozona).

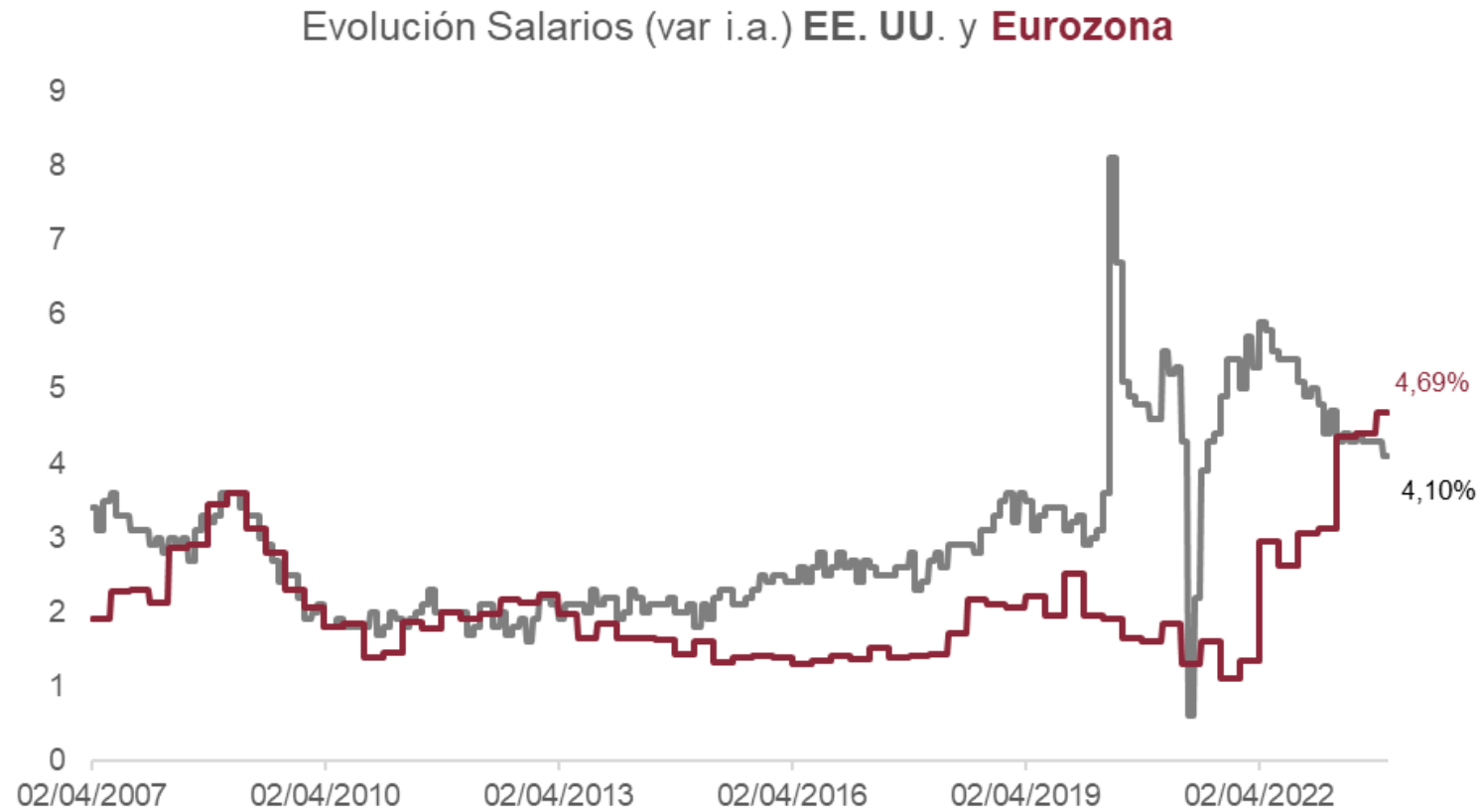


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

# Y con riesgos al alza: vigilar la evolución de los salarios...



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Al inicio del conflicto Israel-Hamás, el crudo superó 95 \$/b por temores a interrupciones en oferta:

- **Irán, 5% de la producción global de crudo.** Riesgo: represalias contra Teherán, problemas en **Estrecho de Ormuz** (~20% del comercio global de crudo, y 18% del GNL).
- Golpe al acuerdo entre Israel y **Arabia Saudita (13% de la producción global)** mediado por EEUU. Riesgo: retraso de vuelta al mercado del crudo saudí (2024e).



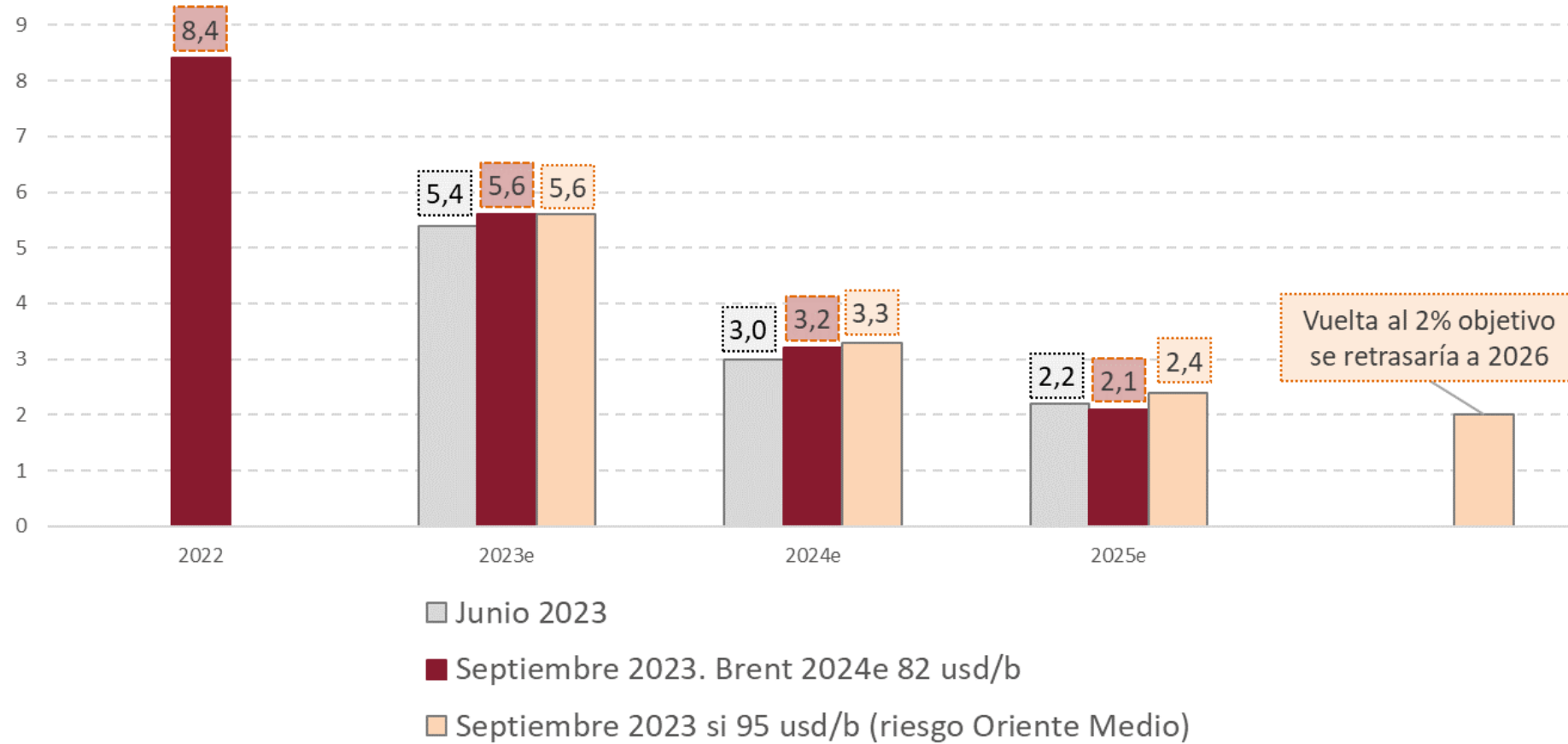
Fuente: Bloomberg y elaboración propia



# ...que podría dificultar alcanzar el objetivo de inflación en 2025

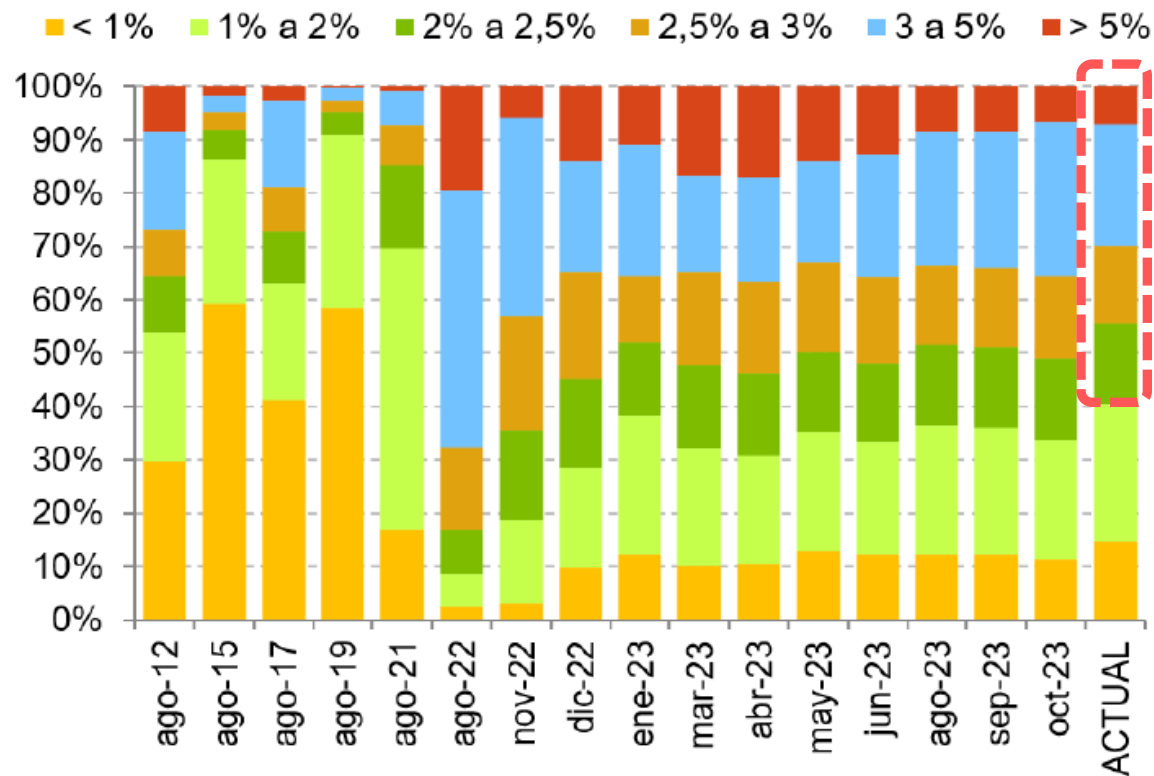


### Previsiones de Inflación del Área Euro (BCE)



Fuente: BCE y elaboración propia

Probabilidad descontada por el mercado para escenarios de IPCA zona euro en 5 años



Elevadas probabilidades (60%) de que la inflación se mantenga por encima del 2% a 5 años vista.

Factores estructuralmente inflacionistas a medio y largo plazo:

- **Desglobalización** (mayores costes de producción).
- **Descarbonización** (transición energética).
- **Demografía China** (no crecimiento de población).
- **Poder de negociación salarial** (sólidos mercados laborales).
- **Impuestos.**

Fuente: AFI, Bloomberg

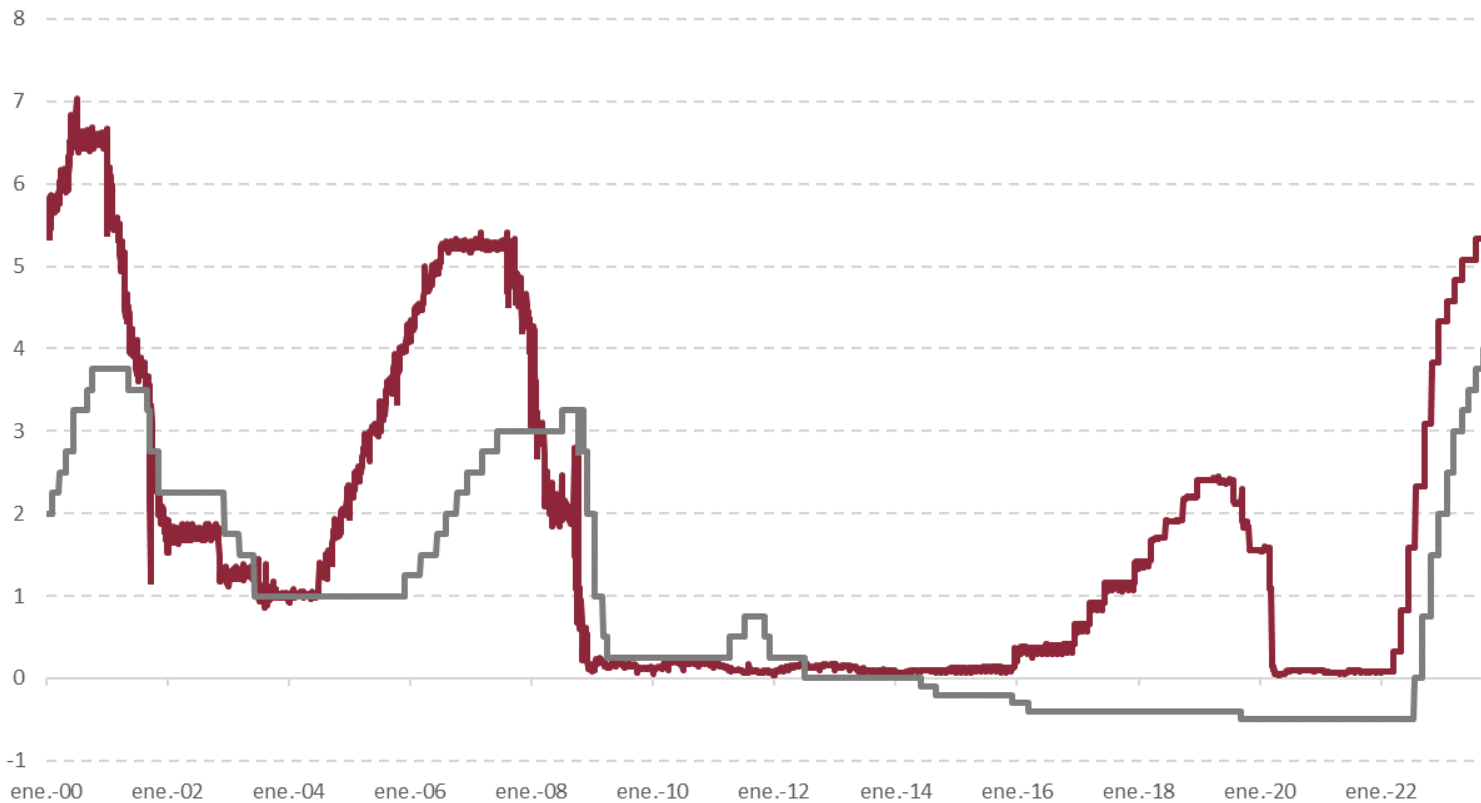
# En este entorno, tipos altos por más tiempo...



La subida de tipos ha sido especialmente rápida e intensa.

Consideramos que los **tipos de intervención** habrían alcanzado su techo (data-dependiente).

### Tipos de intervención **EEUU** y Eurozona (%)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

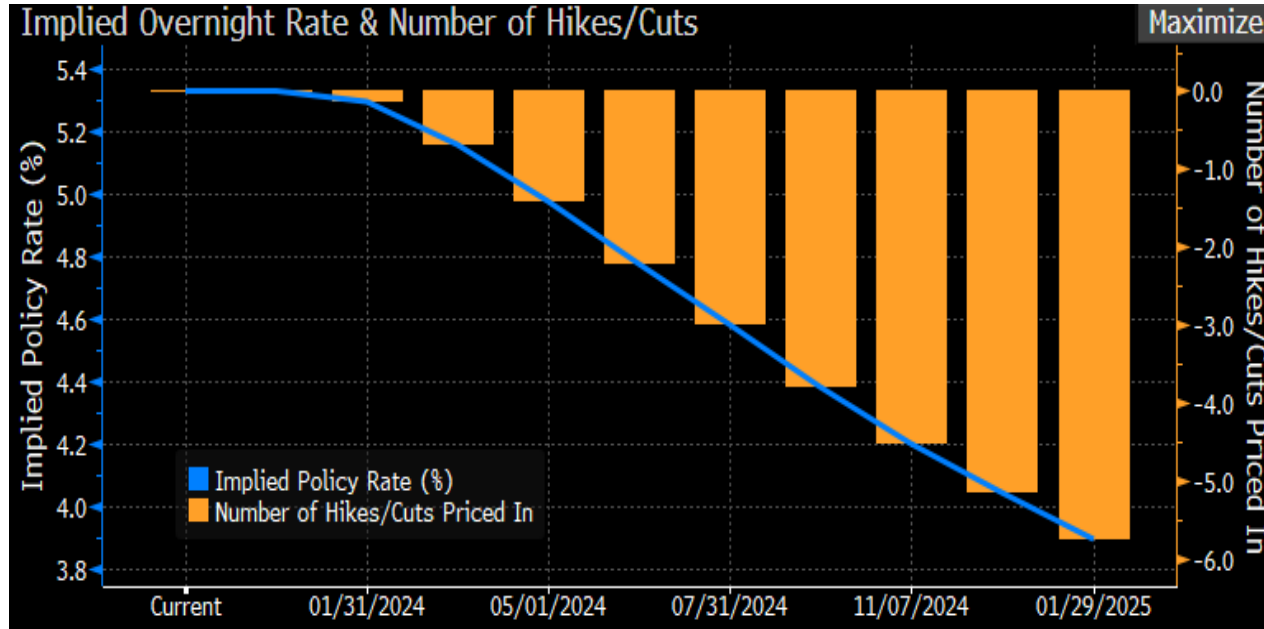
CALENDARIO REUNIONES BANCOS CENTRALES			
	BCE	FED	BoE
<b>2023</b>	14 diciembre	13 diciembre	14 diciembre
<b>2024</b>	25 enero	31 enero	1 febrero
	7 marzo	20 marzo	21 marzo
	11 abril	1 mayo	9 mayo
	6 junio	12 junio	20 junio
	18 julio	31 julio	1 agosto
	12 septiembre	18 septiembre	19 septiembre
	17 octubre	7 noviembre	7 noviembre
	12 diciembre	18 diciembre	19 diciembre

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# ...aunque el mercado estaría descontando bajadas de forma prematura

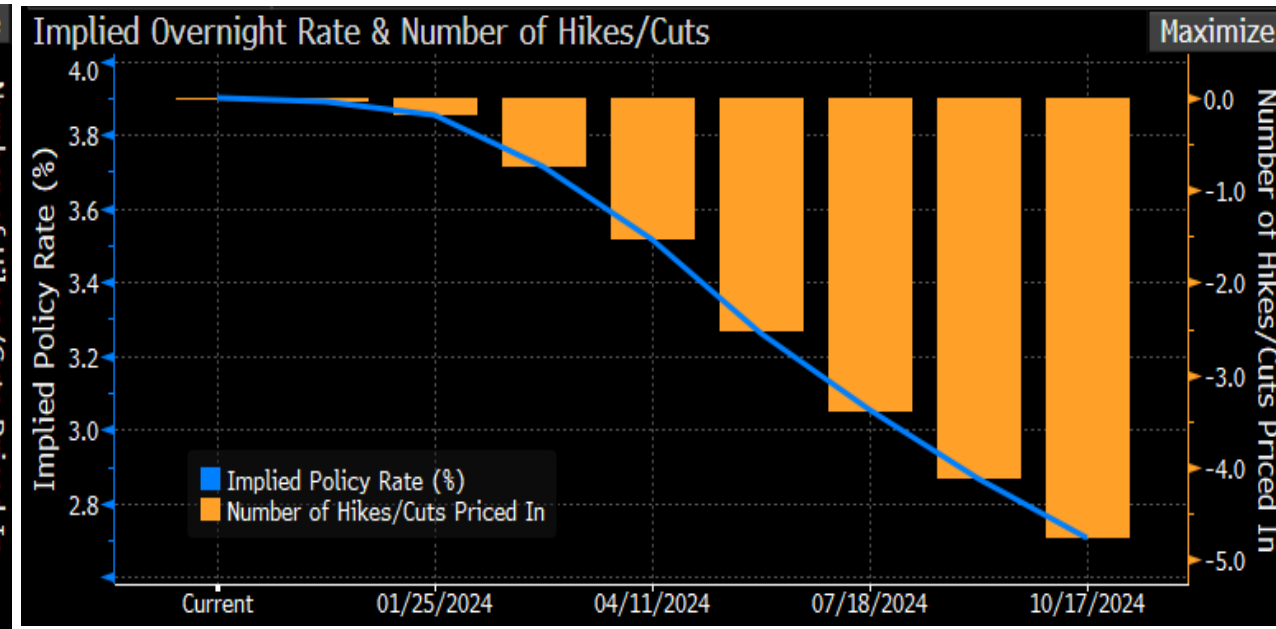


### Tipos descontados por el mercado para la Fed



Fuente: Bloomberg

### Tipos descontados por el mercado para el BCE



Fuente: Bloomberg

**Aunque el techo de tipos podría haberse alcanzado,  
una inflación aún lejos de su objetivo apunta a  
TIPOS ALTOS POR MÁS TIEMPO**

**¿INICIO DE BAJADAS?  
2T24 (consenso de mercado) o incluso 1T24  
SE ANTOJA PREMATURO**

# Nuestras expectativas de tipos: bajadas, pero limitadas...



## EE.UU.

NI TANTAS, NI TAN PRONTO  
Esperamos que Fed realice 3 bajadas de tipos en 2024 hasta 4,5%-4,75%. La primera, en 3T24e, data-dependiente.



### Deuda EE.UU.

	Fed	2a	5 a	10 a
nov.-23	5,500	4,98	4,49	4,46
dic-23	5,500	5,10	4,60	4,55
mar-24	5,500	4,95	4,60	4,65
jun-24	5,500	4,75	4,45	4,50
sep-24	5,250	4,55	4,30	4,35
dic-24	4,750	4,35	4,15	4,20
mar-25	4,500	4,05	4,00	4,05
jun-25	4,000	3,80	3,80	3,95
sep-25	3,750	3,55	3,65	3,80
dic-25	3,500	3,40	3,50	3,65

Fuente: AFI

## Eurozona

NI TANTAS, NI TAN PRONTO  
Esperamos que BCE realice 3 bajadas de tipos en 2024 hasta 3,25% (tipo depósito). La primera, en 3T24e, data-dependiente.



### MRO, FD y EURIBOR Alemania (TIR) España (TIR) Italia (TIR)

%	MRO, FD y EURIBOR			Alemania (TIR)			España (TIR)			Italia (TIR)		
	BCE	FD	12 m	2a	5 a	10 a	2a	5a	10a	2a	5a	10a
nov.-23	4,50	4,00	4,02	2,99	2,52	2,55	3,38	3,13	3,54	3,56	3,66	4,30
dic-23	4,50	4,00	4,05	3,05	2,65	2,70	3,40	3,25	3,70	3,65	3,80	4,45
mar-24	4,50	4,00	3,90	3,00	2,65	2,65	3,35	3,30	3,70	3,65	3,90	4,55
jun-24	4,50	4,00	3,75	2,80	2,55	2,60	3,10	3,20	3,60	3,50	3,80	4,50
sep-24	4,25	3,75	3,55	2,65	2,45	2,55	2,95	3,10	3,55	3,35	3,70	4,45
dic-24	3,75	3,25	3,40	2,55	2,45	2,50	2,85	3,10	3,50	3,25	3,70	4,40
mar-25	3,50	3,00	3,20	2,35	2,40	2,40	2,60	3,05	3,40	2,95	3,65	4,30
jun-25	3,50	3,00	3,05	2,25	2,40	2,35	2,50	3,05	3,35	2,85	3,65	4,25
sep-25	3,25	2,75	2,85	2,20	2,35	2,35	2,45	3,00	3,35	2,80	3,60	4,25
dic-25	3,25	2,75	2,80	2,20	2,30	2,35	2,45	2,95	3,35	2,80	3,55	4,25

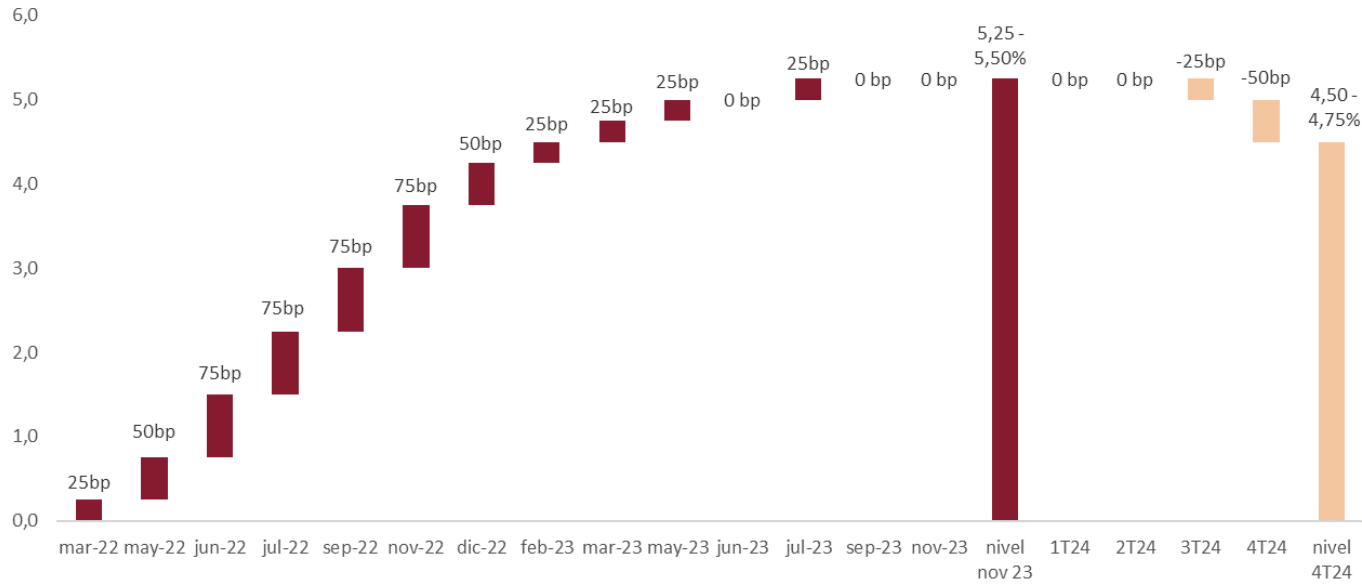
Fuente: AFI



# ...aún en zona restrictiva para devolver la inflación al objetivo del 2%



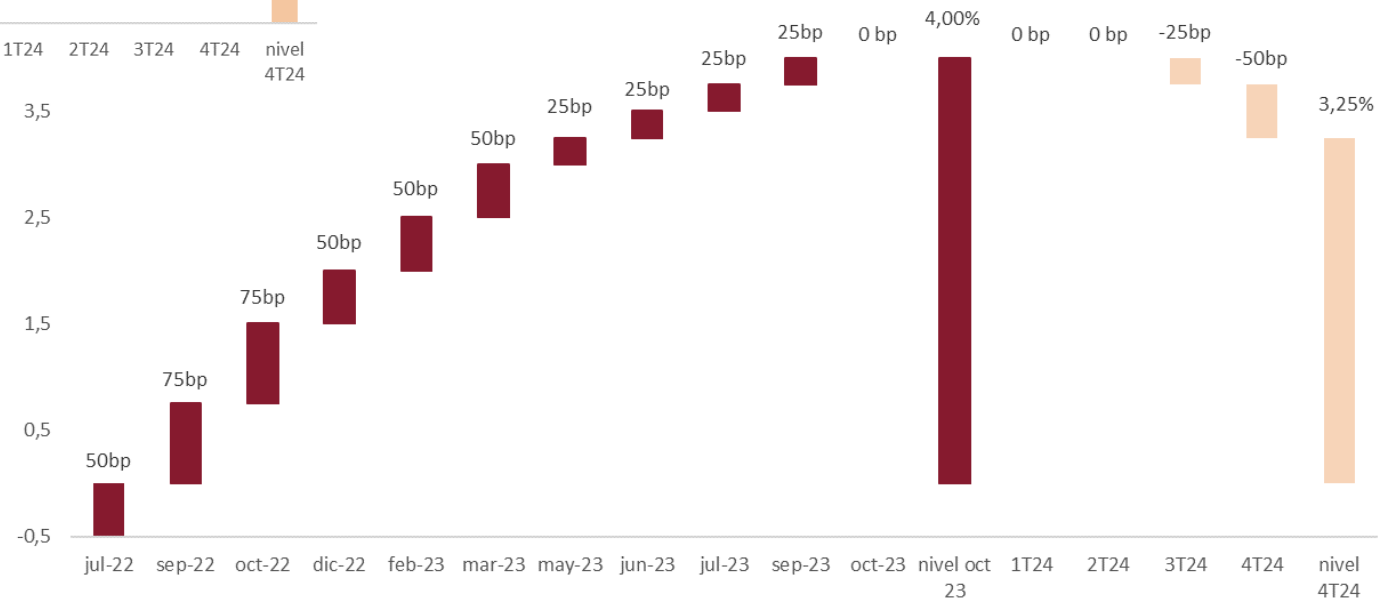
### Bajada de tipos de la FED (R4e)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Esperamos que los tipos de intervención se mantengan en 2024 en zona restrictiva y aún lejos de niveles neutrales (~3% EE.UU. y ~2-2,5% Eurozona)

### Bajada de tipos del BCE (R4e)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Los balances de los bancos centrales seguirán reduciéndose. Sólo intervenciones “quirúrgicas”.

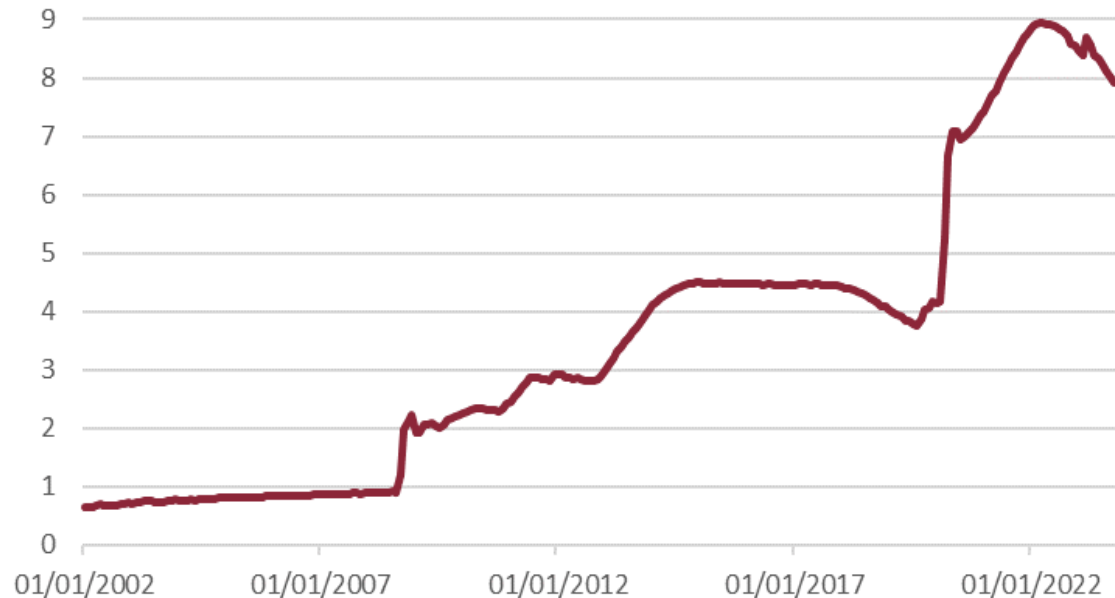


La barra libre de liquidez se ha terminado.

Desde máximos, **reducción de balances del 11% (Fed) y 21% (BCE)**. Continuará la **reducción de balances (QT)**, aunque a un ritmo gradual.

Sólo se producirán **compras de deuda puntuales** para evitar inestabilidad financiera (“**intervenciones quirúrgicas**”). Ej: crisis de la banca regional americana (marzo 2023), plan fiscal expansivo en Reino Unido (sept-22).

FED (bln usd)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

BCE (bln eur)



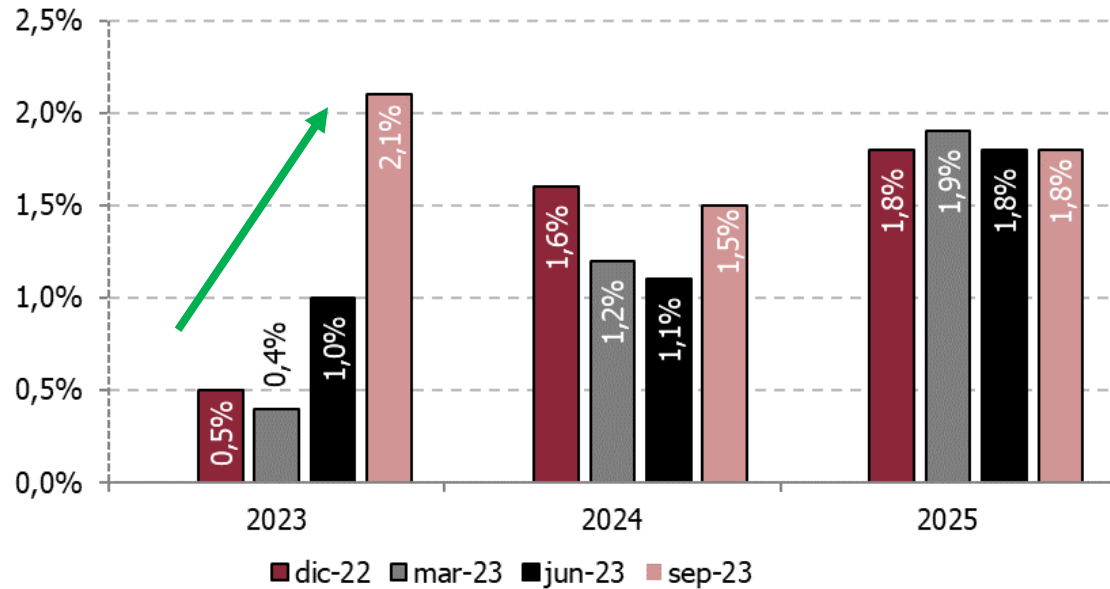
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Resiliencia de la economía americana en 2023, no materializándose la esperada recesión.

Moderación esperada en **2024 (soft landing)** por el **impacto total de las subidas de tipos** (+525 pb desde marzo 2022) y condiciones financieras más restrictivas. **Clave: evolución del empleo, consumo.**

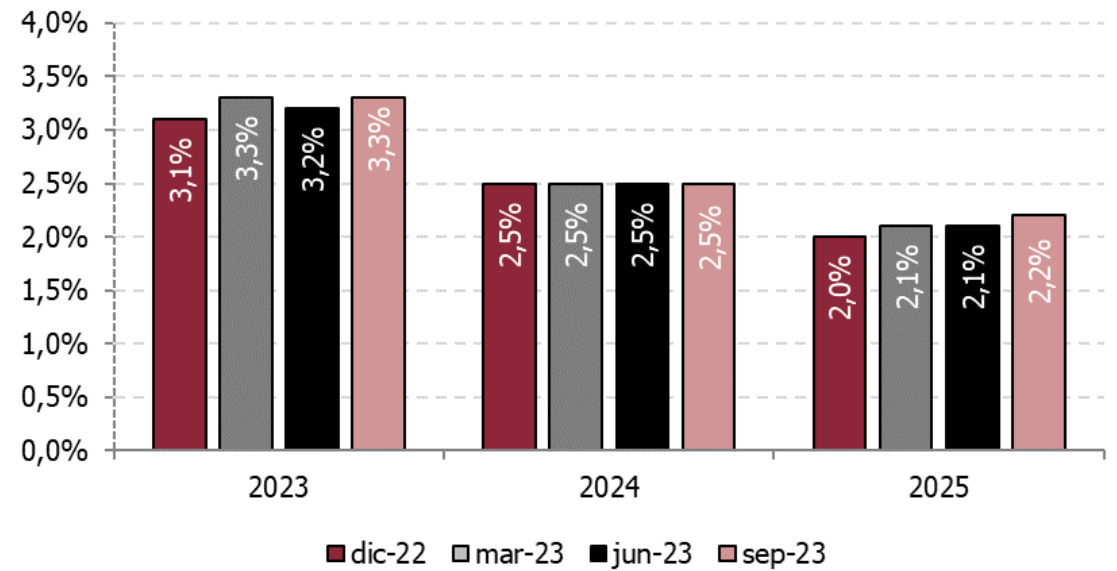
Inflación moderándose, pero sin alcanzar objetivo del 2% hasta 2025.

Previsiones PIB en reuniones Fed



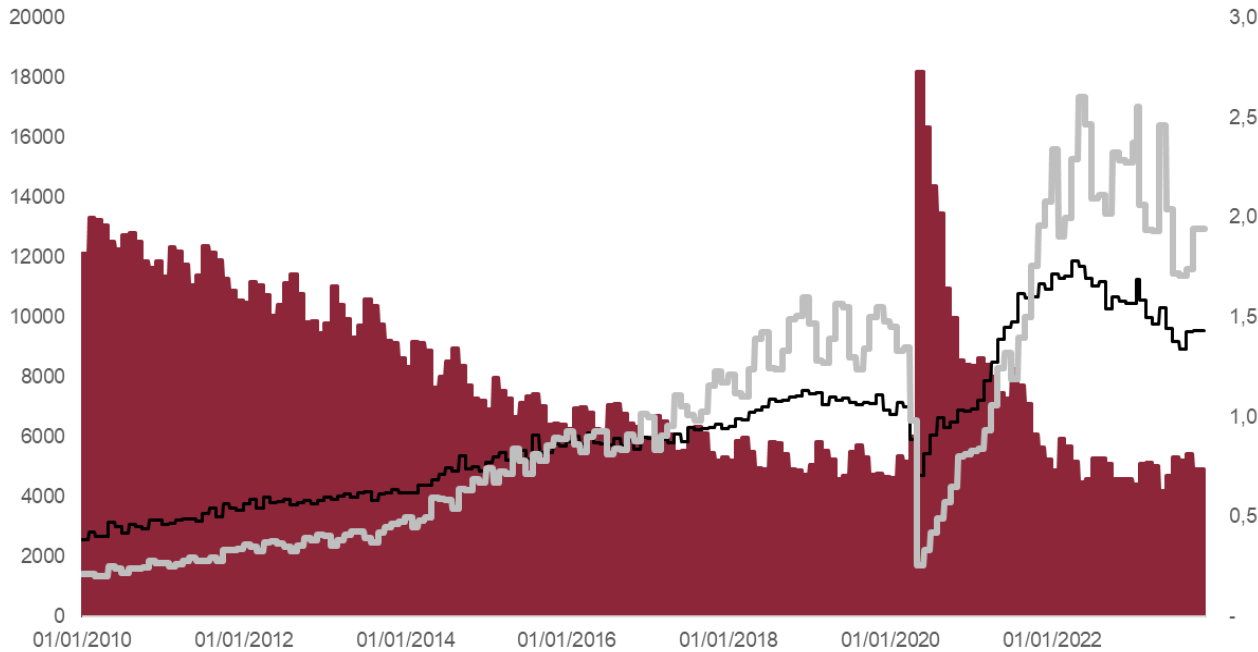
Fuente: Fed y elaboración propia

Previsiones inflación en reuniones Fed



Fuente: Fed y elaboración propia

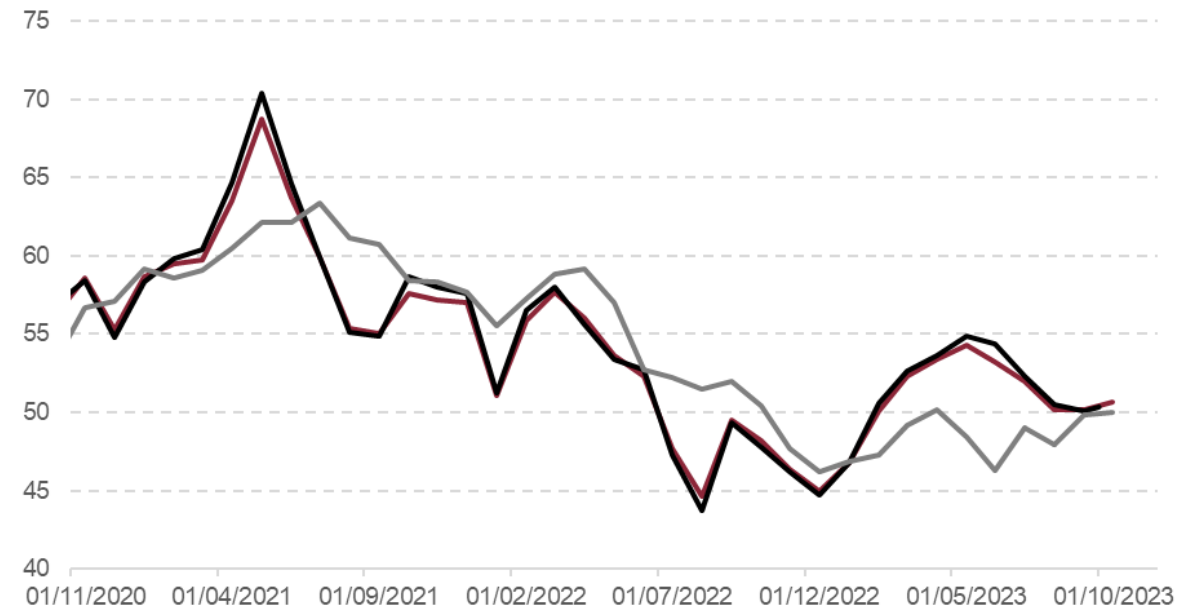
### Desempleo vs. Vacantes EE.UU. (miles) y ratio



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

**2 vacantes por cada desempleado**

### EE.UU. PMIs compuesto, manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

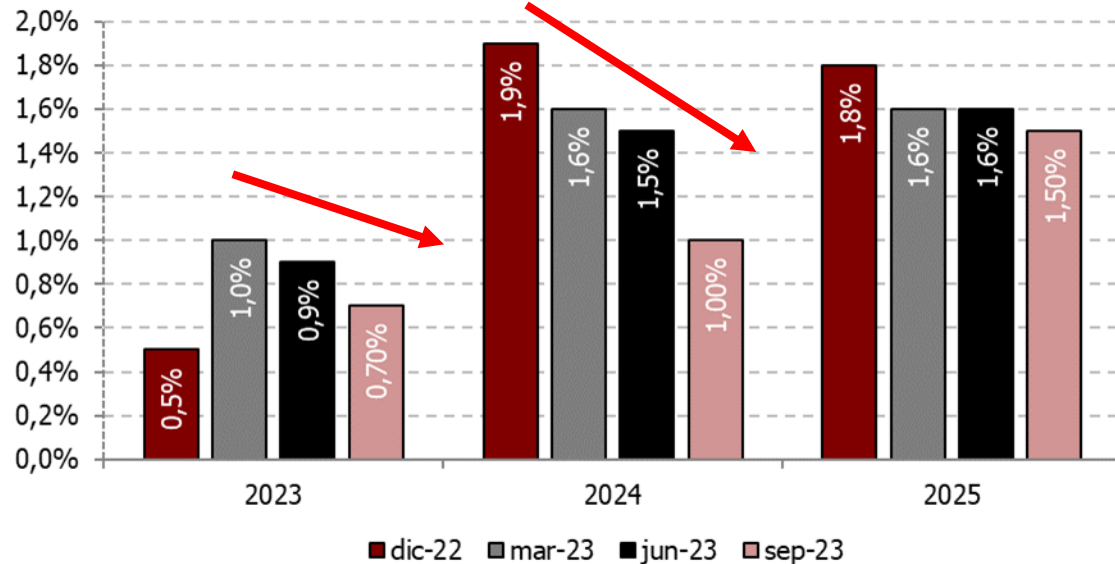
**Moderación en PMIs**

Fuerte ralentización del crecimiento en 2023.

La previsión de ligera aceleración en 2024 podría resultar optimista al producirse el impacto total de la subida de tipos (+450 pb desde jul-2022).

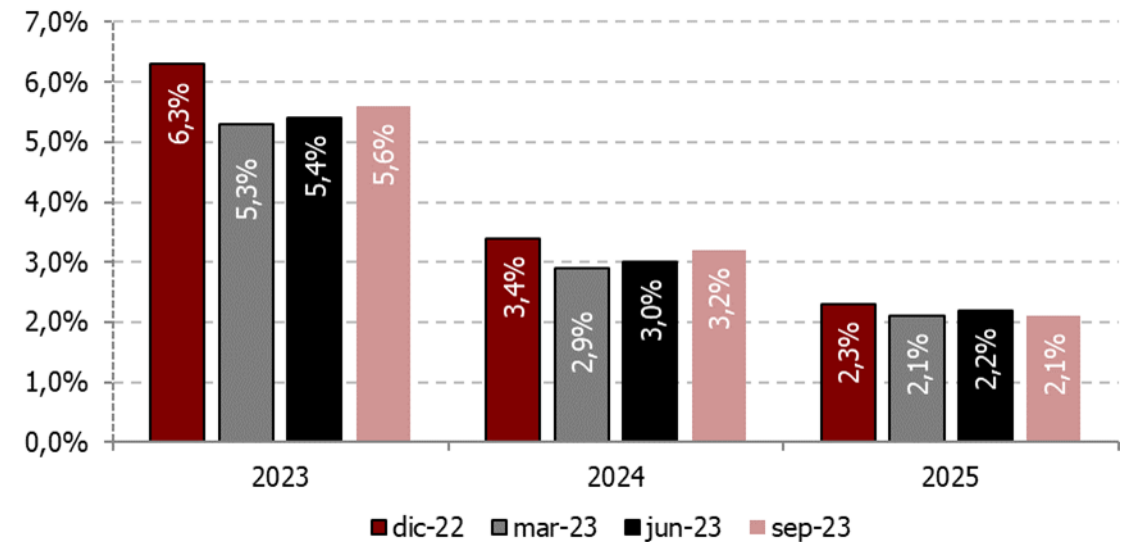
Inflación moderándose, pero sin alcanzar objetivo del 2% hasta 2025.

Previsiones PIB en reuniones BCE



Fuente: BCE y elaboración propia

Previsiones inflación en reuniones BCE

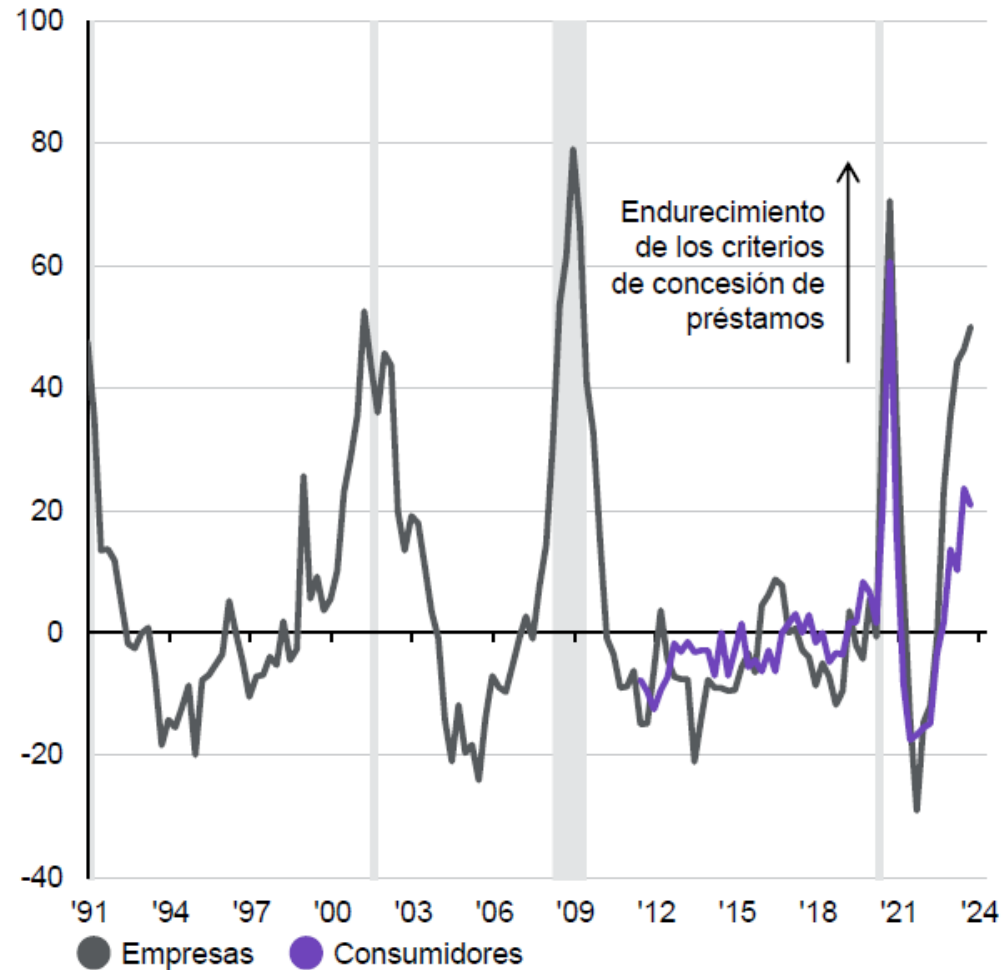


Fuente: BCE y elaboración propia



## Condiciones del crédito en EE. UU.

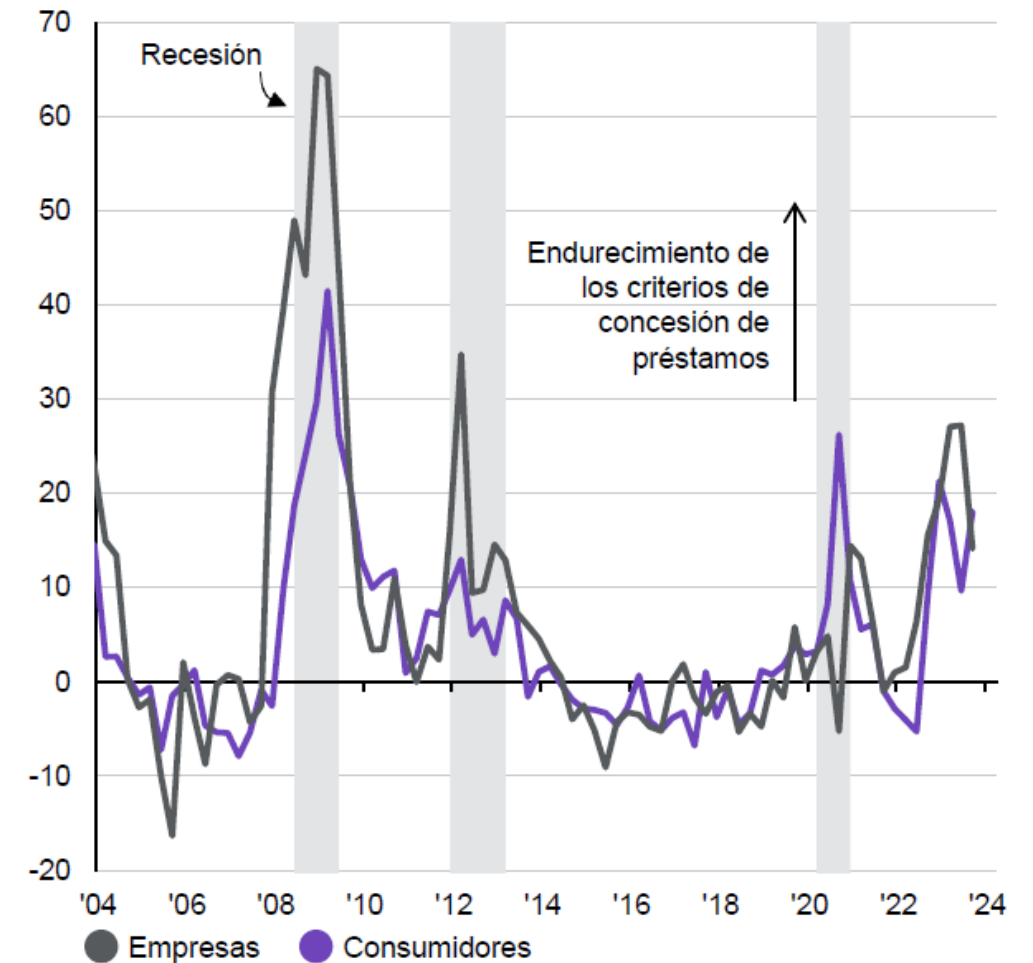
% de bancos que endurecen los criterios de concesión de préstamos



Fuente: JP Morgan Asset Management

## Situación del crédito en la zona euro

% de bancos que endurecen los criterios de concesión de créditos



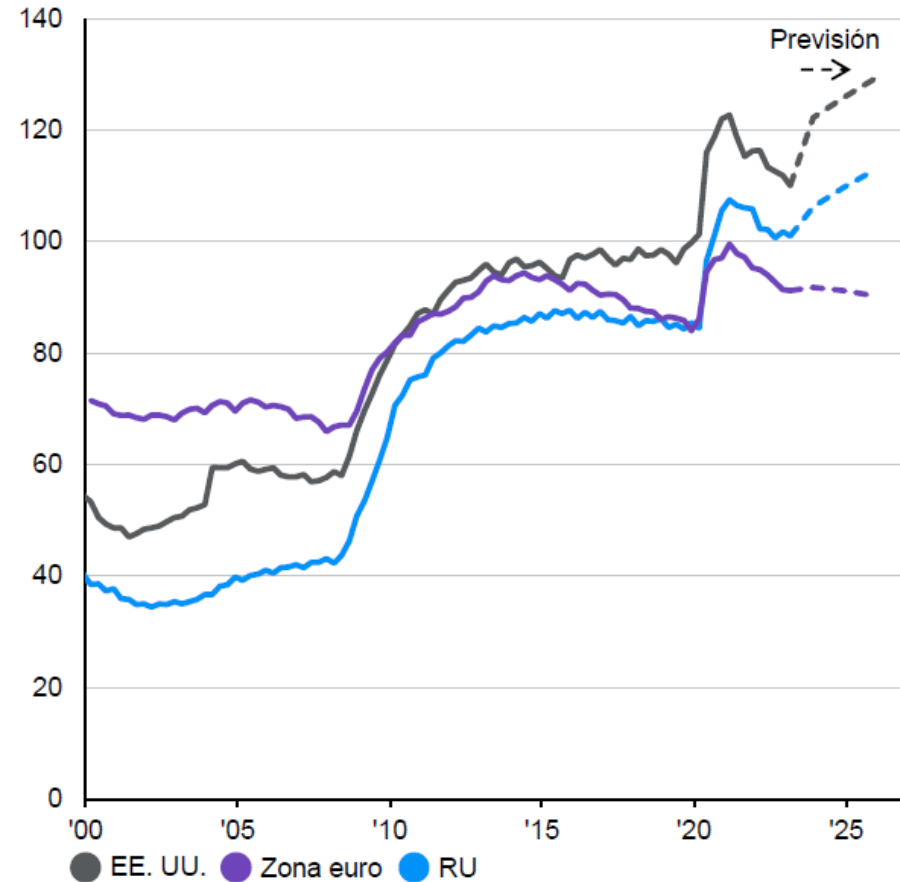
Fuente: JP Morgan Asset Management

# Políticas fiscales no contribuirán al crecimiento



## Deuda pública

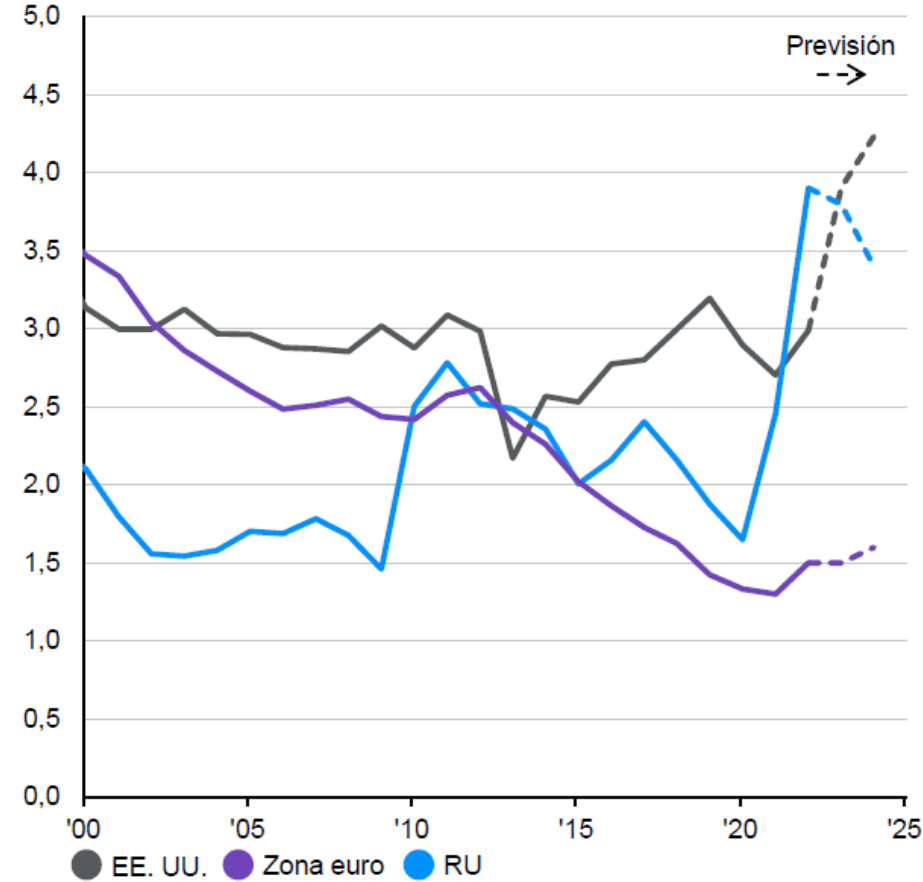
% del PIB nominal



Fuente: JP Morgan Asset Management

## Pagos de intereses del Gobierno

% del PIB nominal



Fuente: JP Morgan Asset Management

Necesidad de **coherencia entre políticas monetarias y fiscales**. Evitar “sorber” (política monetaria restrictiva) y “soplar” (política fiscal expansiva) al mismo tiempo.

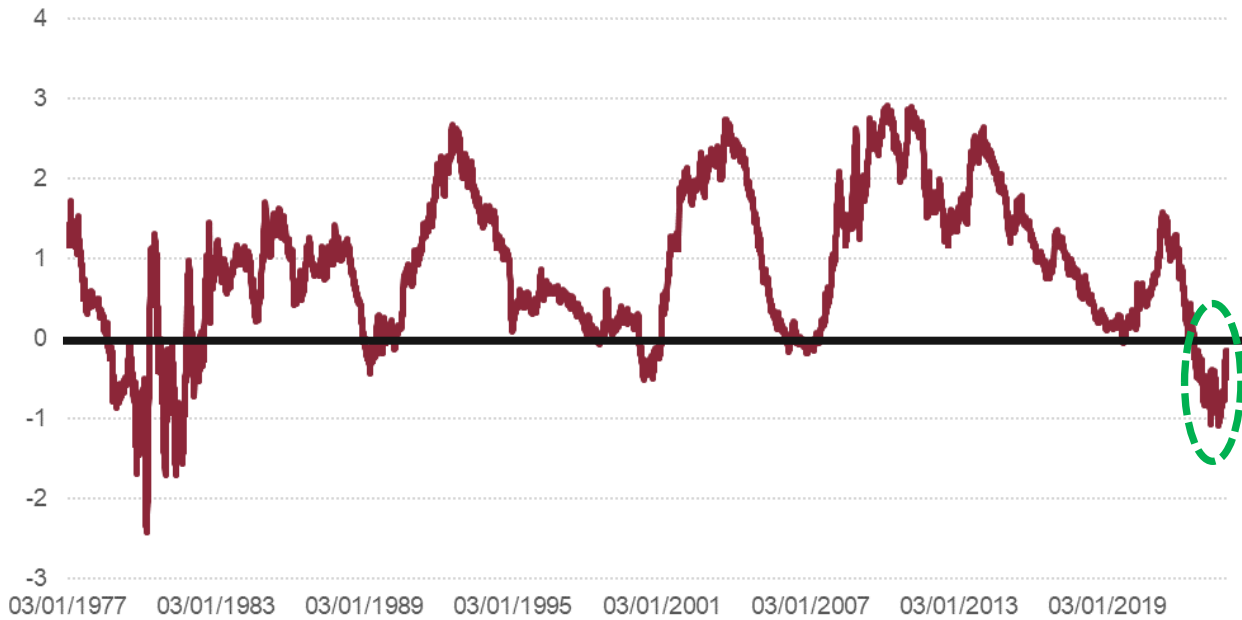
Las **políticas fiscales se irán alineando con las políticas monetarias** para enfriar ciclo e inflación.

Los **elevados niveles de deuda y su creciente coste exigen consolidación fiscal**.

# La inversión de las curvas se suaviza, posibilidad de aterrizaje suave



### EE.UU. Spread 10 años - 2 años



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

### Alemania Spread 10 años - 2 años



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

# Escenario de crecimiento 2024: aterrizaje suave



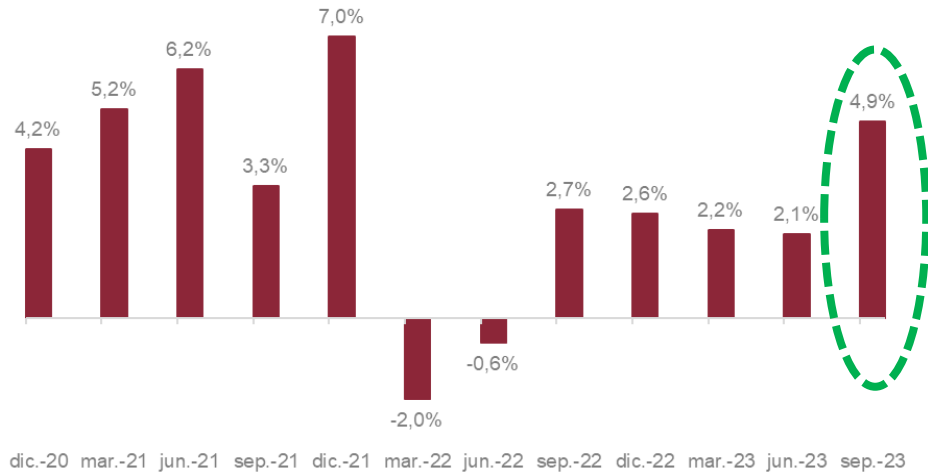
Tras un 2023 en que se ha evitado la temida recesión, esperamos débil crecimiento en 2024, ~1% para economías desarrolladas, recogiendo el impacto total de subidas de tipos y condiciones financieras aún restrictivas

PIB (% anual)				CE (NOV 23)			OCDE (NOV 23)			FMI (OCT 23)		
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Mundo	-3,3	6,1	3,4	3,1	2,9	3,2	2,9	2,7	3,0	3,0	2,9	3,2
Desarrolladas	-4,7	5,2	2,6	1,7	1,5	1,9				1,5	1,4	1,8
EEUU	-3,5	5,7	1,9	2,4	1,4	1,8	2,4	1,5	1,7	2,1	1,5	1,8
Área Euro	-6,6	5,3	3,4	0,6	1,2	1,6	0,6	0,9	1,5	0,7	1,2	1,8
Alemania	-4,9	2,8	1,9	-0,3	0,8	1,2	-0,1	0,6	1,2	-0,5	0,9	2,0
Francia	-8,2	7,0	2,5	1,0	1,2	1,4	0,9	0,8	1,2	1,0	1,3	1,8
Italia	-8,9	6,6	3,8	0,7	0,9	1,2	0,7	0,7	1,2	0,7	0,7	1,0
España	-11,0	5,1	5,8	2,4	1,7	2,0	2,4	1,4	2,0	2,5	1,7	2,1
Japón	-4,8	1,6	1,1	1,9	0,8	0,6	1,7	1,0	1,2	2,0	1,0	0,7
Reino Unido	-9,9	7,4	4,3	0,6	0,5	1,3	0,5	0,7	1,2	0,5	0,6	2,0
Emergentes	-2,2	6,8	4,0	4,2	4,1	4,3				4,0	4,0	4,1
Brasil	-4,1	4,6	2,9	2,8	1,6	1,8	3,0	1,8	2,0	3,1	1,5	1,9
México	-8,2	4,8	3,1	3,3	2,1	2,0	3,4	2,5	2,0	3,2	2,1	1,5
Rusia	-3,1	4,7	-2,1	2,0	1,6	1,6	1,3	1,1	1,0	2,2	1,1	1,0
India	-8,0	8,9	6,7	6,6	6,1	6,5	6,3	6,1	6,5	6,3	6,3	6,3
China	2,3	8,1	3,0	5,2	4,6	4,6	5,2	4,7	4,2	5,0	4,2	4,1

Fuente: CE, OCDE, FMI, elaboración propia

- **EEUU.** Crecimiento más fuerte de lo esperado en 2023 (mercado laboral, consumo privado). **Aumentan probabilidades de *soft landing* en 2024:** agotamiento del ahorro acumulado, moderación de empleo y salarios, política monetaria se mantendrá restrictiva.
- **Europa: seguirá estancada.** Países como **Alemania** seguirán acusando la mayor dependencia energética (gas barato ruso sustituido por GNL caro) y de China. Tipos aún en niveles restrictivos, agotamiento del ahorro acumulado.
- **China.** La burbuja inmobiliaria seguirá drenando al crecimiento, **necesaria digestión de deuda.** Sin reformas estructurales que impulsen la productividad, **difícil recuperar los crecimientos del pasado (+10%).**

**Sólido PIB EE.UU.**  
(apoyo del consumo)



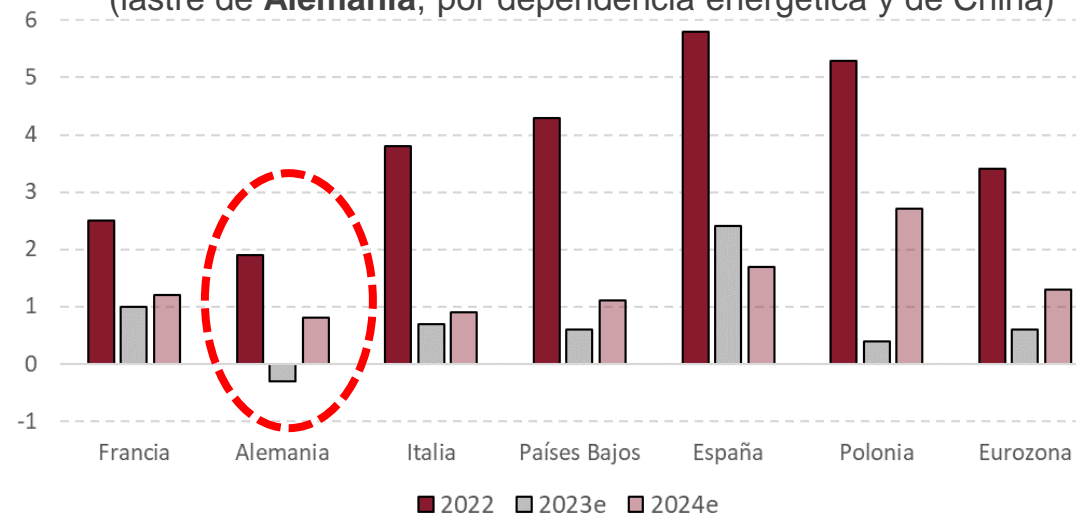
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**Rebaja PIB China 2023e**  
(lastre del sector inmobiliario)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**Previsiones crecimiento Comisión Europea**  
(lastre de Alemania, por dependencia energética y de China)



Fuente: Comisión Europea



% anual	2022	2023	2024	2025
<b>PIB real</b>	<b>5.8</b>	<b>2.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>
Consumo Final	3.4	2.4	2.2	1.5
Hogares	4.5	2.3	2.2	1.3
AA.PP.	-0.2	2.7	2.2	1.9
FBCF	2.4	1.9	2.9	2.1
Bienes de equipo	1.9	0.7	5.2	1.8
Construcción	2.6	2.9	1.0	1.3
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>1.6</b>
Exportaciones	15.2	0.7	-2.1	3.7
Importaciones	7.0	0.4	-0.3	3.3
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>2.9</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.2</b>
IPC (media anual)	8.4	3.8	3.2	2.4
Deflactor PIB	4.4	5.9	3.5	3.9
PIB nominal	10.2	8.3	5.1	5.7
Empleo	3.1	2.7	1.2	2.2
Tasa de paro	12.9	12.1	11.8	11.6
<b>Saldo público PDE (% PIB)</b>	<b>-4.7</b>	<b>-3.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.0</b>
Deuda pública PDE (% PIB)	113.0	107.6	106.2	104.4
Balanza por cc (% PIB)	0.6	2.2	0.7	1.1

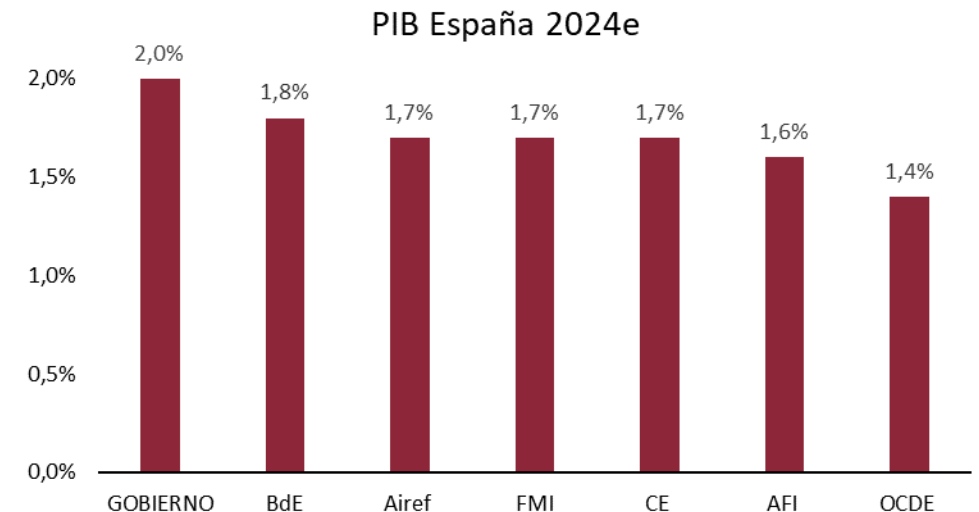
(\*) Aportación al crecimiento del PIB

Fuente: AFI

Desaceleración PIB 2024e +1,6% afectado por:

- **Consumo hogares desacelerándose** por moderación del empleo y de los salarios.
- **Inversión empresarial** apoyada por fondos **NGEU** (representan en torno a 0,7%-0,8% del 1,6% de crecimiento previsto del PIB). Es clave que se vayan ejecutando de forma adecuada.

IPC 2024e +3,2%, los precios no se acercarán al objetivo del 2% hasta 2025e.



Fuente: organismos

El drástico giro en la política monetaria ha provocado un cambio sustancial en el escenario inversor. Ahora existen alternativas de inversión rentables (renta fija).

En nuestro escenario: desaceleración del ciclo, inflación aún alta, tipos aún restrictivos y creciente riesgo geopolítico, ¿en qué invertimos?

**Renta fija.** Vuelve a ofrecer rentabilidad. Ser selectivos:

- **Deuda Pública:** duraciones cortas atractivas (3% en Europa, 5% en EE.UU.). Ir alargando duraciones (sin prisa), a medida que se aproximen los recortes de tipos de intervención y vigilando la evolución de balances de los bancos centrales.
- **Crédito:** enfocarse en *Investment Grade*, más protegida que el *High Yield* ante el deterioro previsto del ciclo, incremento de tasas de *default* y “muro” de vencimientos a finales de 2024-2025.

**Renta Variable.** Ganadores y perdedores en el entorno actual (economía y Bolsas en “K”). Importancia del *stock picking*.

- Invertir en: sólidos balances, atractivas y sostenibles RPD (Cartera R4 Dividendo +27% en 2023), márgenes elevados y estables.
- Precaución con elevado apalancamiento, salvo en compañías de calidad con capacidad para reducir deuda.
  - **Apoyos:** 1) Atractivas valoraciones de partida en Europa y España, así como en S&P 493 (ex “7 magníficos”), 2) Aterrizaje suave de la economía; 3) Bajadas de tipos de intervención a lo largo del año, 4) Elevada rentabilidad por dividendo.
  - **Riesgos:** 1) Prematuro descuento de bajada de tipos (objetivo de inflación aún lejano), 2) Excesiva desaceleración del ciclo (recesión); 3) Riesgo a la baja en BPAs (márgenes); 4) Riesgo geopolítico (Israel-Hamás, Rusia-Ucrania, China-Taiwán; elecciones EE.UU., Parlamento Europeo y Taiwán).

**Divisas.** Esperamos progresiva depreciación del USD hacia la zona de 1,15-1,20 vs euro.

**Materias primas.** Crudo y oro, potenciales ganadores en el entorno actual.

# Vuelve a haber valor en la renta fija



dic-21	2 años	5 años	7 años	10 años	30 años
Alemania	-0,64	-0,49	-0,40	-0,24	0,11
Francia	-0,66	-0,29	-0,18	0,13	0,85
España	-0,61	-0,18	0,08	0,51	1,31
Italia	-0,09	0,37	0,65	1,10	1,94
Portugal	-0,65	-0,28	0,03	0,41	1,29
Grecia	-0,26	0,60	0,44	1,33	1,95
USA	0,74	1,24	1,39	1,46	1,86



nov-23	2 años	5 años	7 años	10 años	30 años
Alemania	2,84	2,37	2,36	2,43	2,68
Francia	3,26	2,74	2,78	3,00	3,54
España	3,29	3,08	3,19	3,44	4,08
Italia	3,42	3,60	3,82	4,18	4,73
Portugal	2,89	2,76	2,86	3,10	3,77
Grecia	3,21	3,09	3,44	3,64	4,07
USA	4,66	4,23	4,30	4,29	4,48

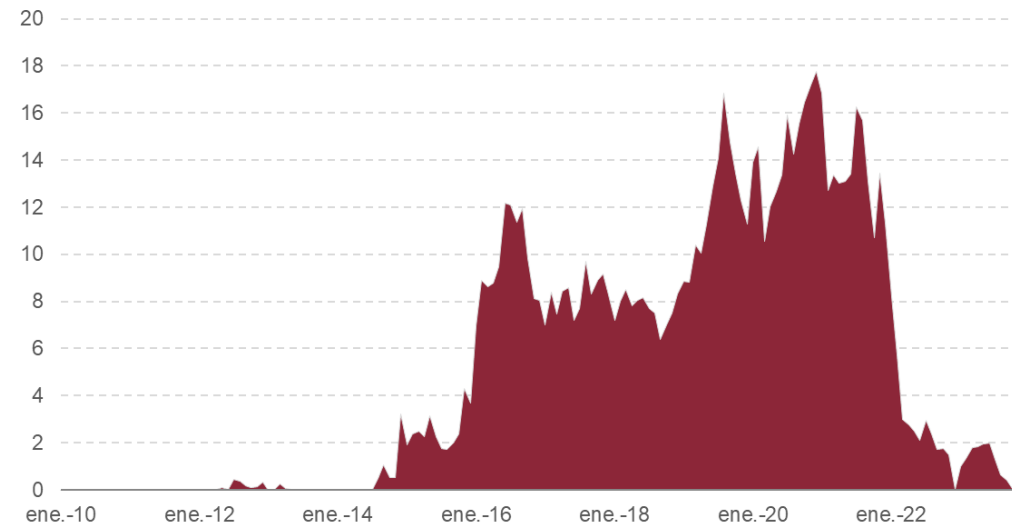
Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 29/11/2023

## Var tipos desde dic-21 (en puntos porcentuales)

	2 años	10 años
Alemania	3,5	2,7
Francia	3,9	2,9
España	3,9	2,9
Italia	3,5	3,1
Portugal	3,5	2,7
Grecia	3,5	2,3
USA	3,9	2,8

## Deuda con Rentabilidad negativa

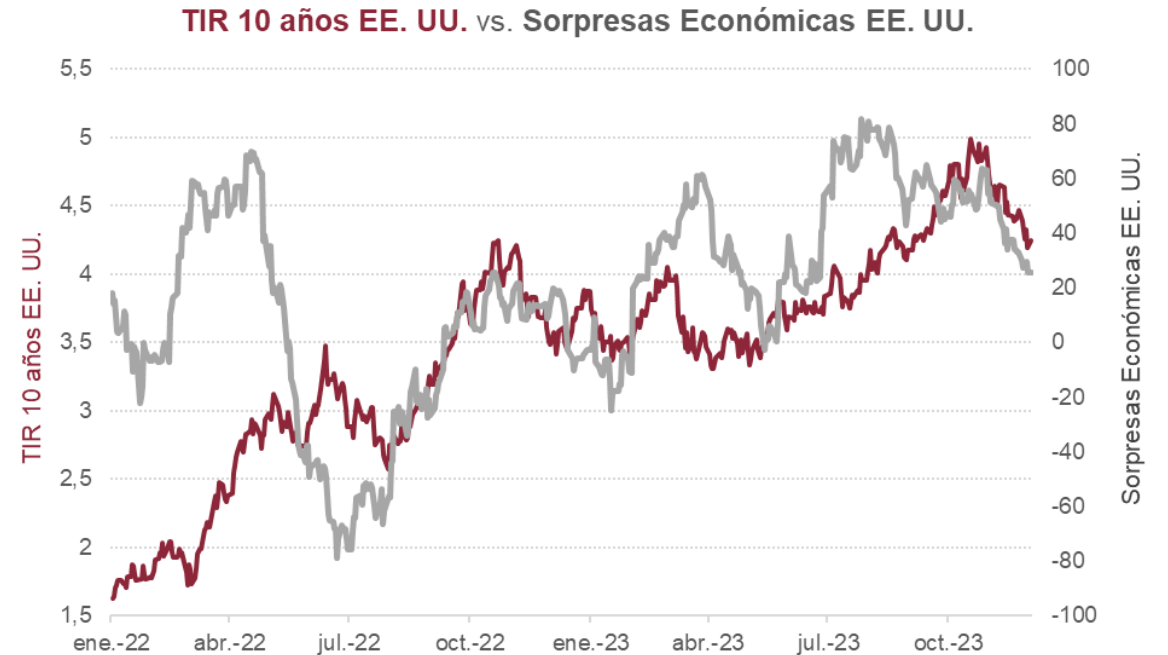
(valor de mercado, bln USD, Bloomberg Barclays Global Agg)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

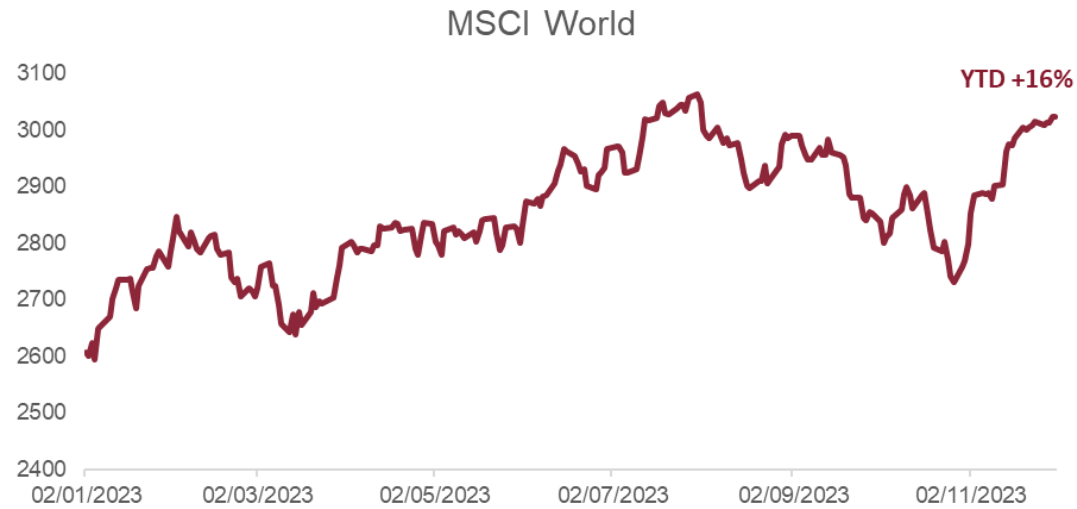
## TIRes:

- **Presión a la baja por:**
  - Datos macro que muestren **desaceleración del ciclo**.
  - Datos macro que muestren **desinflación adicional**.
- **Presión al alza por:**
  - **Elevada oferta de papel** (alto gasto público y refinanciación de deuda). Atención a demanda en subastas de deuda.
  - **Menor demanda** (reducción de balances de los bancos centrales).
  - **Mensajes hawkish** de bancos centrales ante una **inflación que aún no alcanza su objetivo (2025e)**.
  - **Vuelta de las reglas fiscales en Europa.**
    - Distintas posiciones:
      - Alemania → referencias concretas de cifras de déficit y deuda.
      - Francia (Italia+España) → mayor flexibilidad.
    - Afectarán a presupuestos 2025.
    - Posible ajuste 0,5% déficit cada año y % reducción de deuda.
    - Posibles exenciones por gastos en: Defensa, Transición Ecológica, Transformación Digital.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Buen comportamiento de las bolsas en 2023



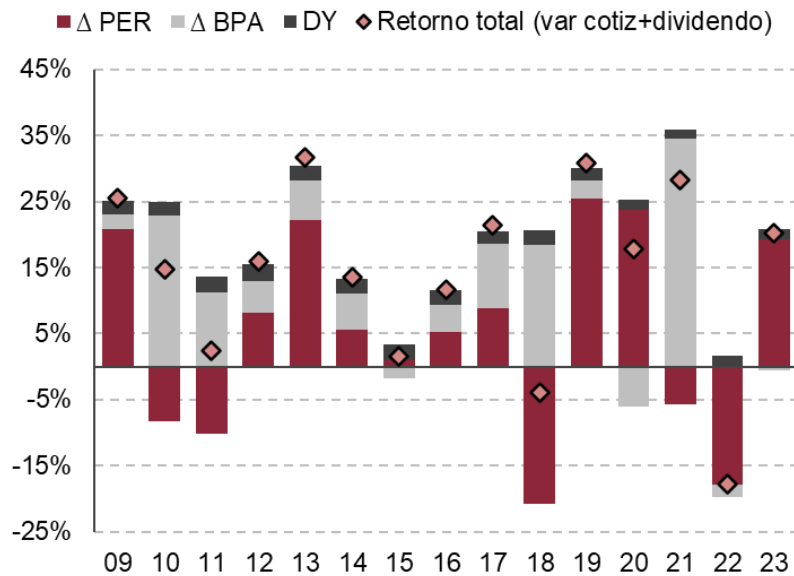
Fuente: Bloomberg y elaboración propia



# Expansión de PERes en EE.UU., pero limitada en Europa y mínima en España

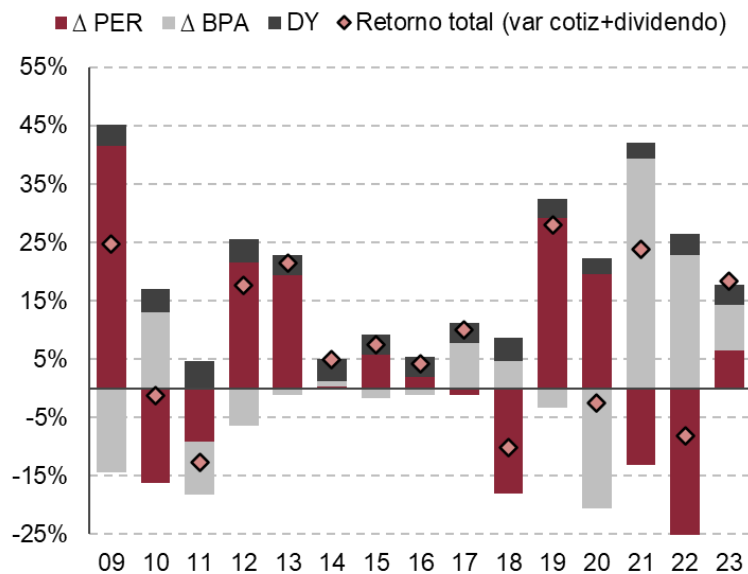


### Descomposición de retornos anuales del S&P



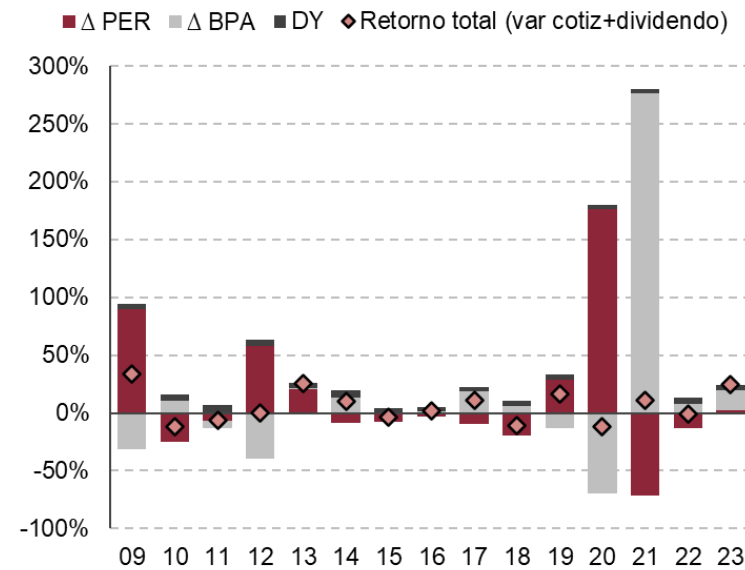
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

### Descomposición de retornos anuales del Eurostoxx



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

### Descomposición de retornos anuales del Ibex

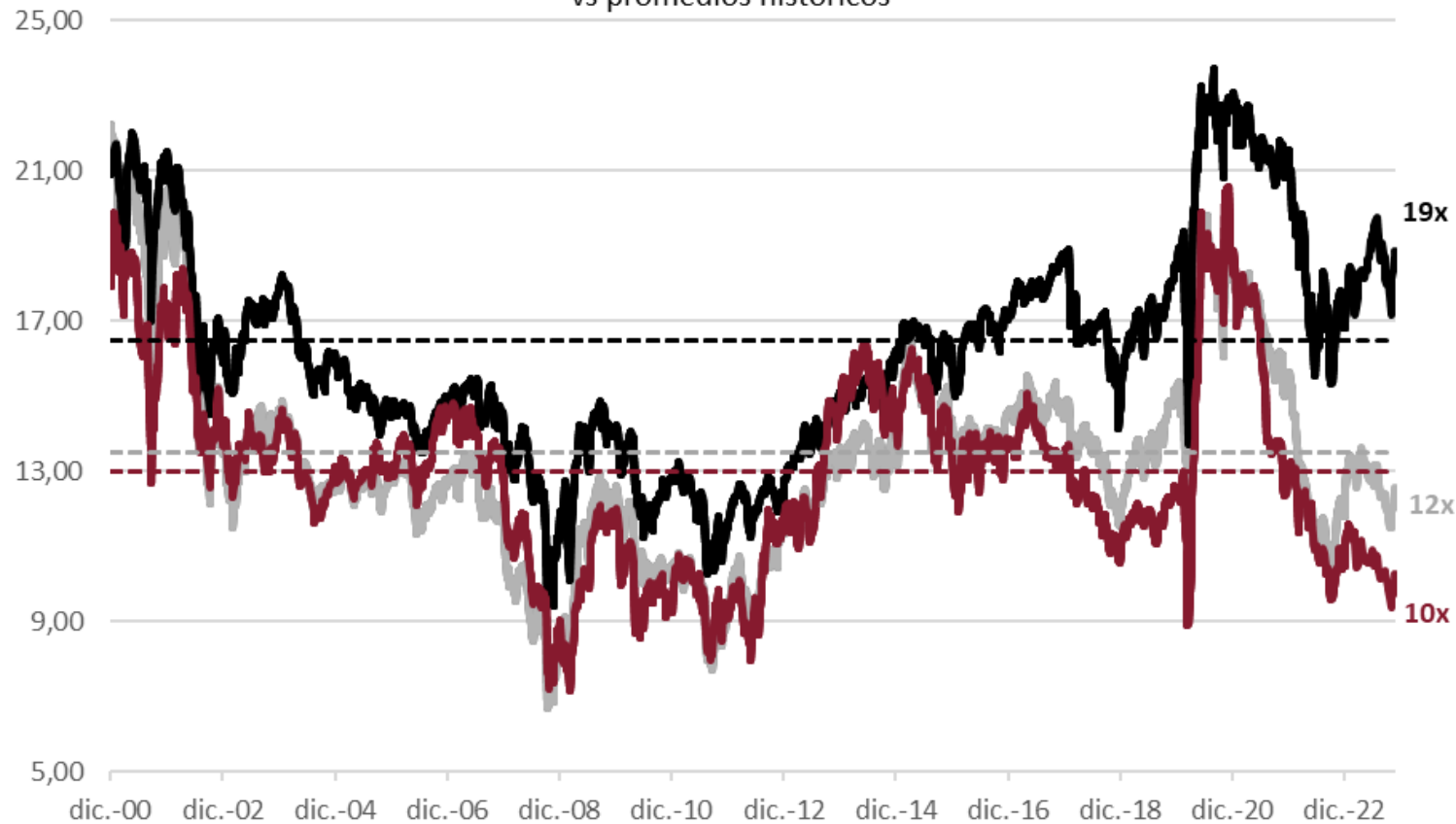


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Las valoraciones son atractivas en términos históricos (Europa y España)...



PER 12m forward: S&P vs EuroStoxx 50 vs Ibex 35  
vs promedios históricos



Fuente: Factset y elaboración propia

**EE.UU. PER 19x**  
Prima 14% vs media 2000-hoy (16x)

**Europa PER 12x**  
Descuento 7% vs media 2000-hoy (14x)

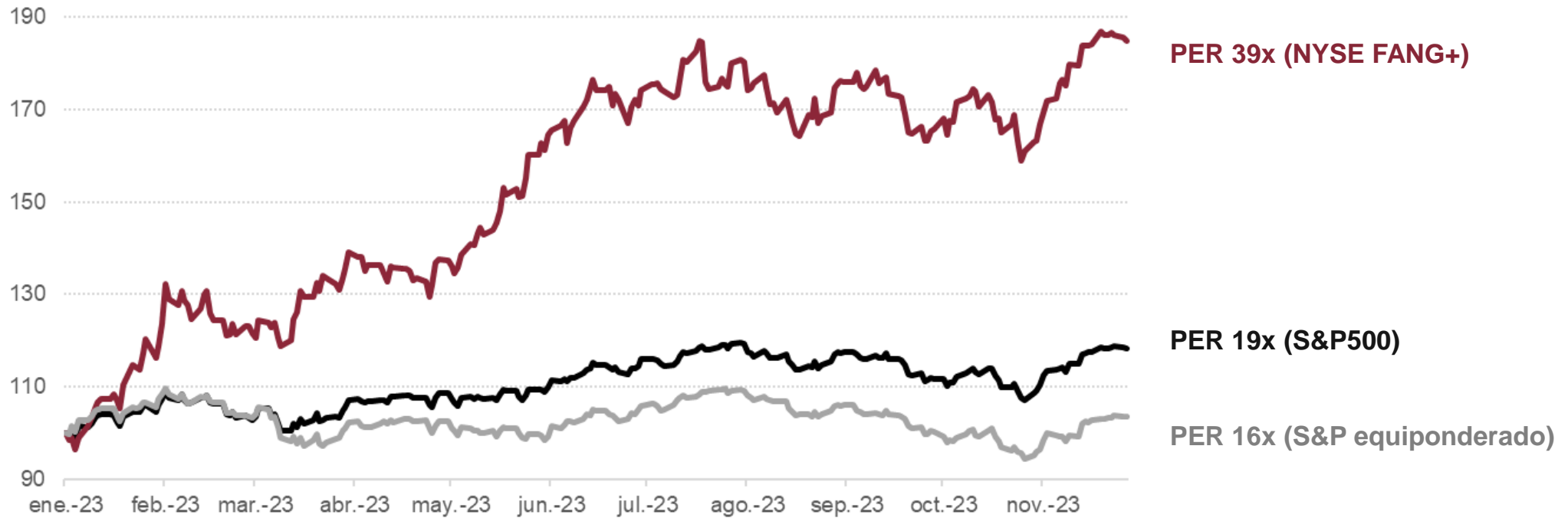
**España PER 10x**  
Descuento 21% vs media 2000-hoy (13x)

# ...y razonables en EE.UU. (excluyendo a los 7 Magníficos)



Evolución índices EE.UU.  
(base 100 enero 2023)

**NYSE FANG+ Index, S&P 500 Index y S&P 500 Equal Weighted Index**



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

# Evolución sectorial EE.UU. y Europa: importancia del *stock picking*



28/11/2023	2023	5D	30D	6 MESES	2022	2021	2020	2019	2018	1 AÑO	3 AÑOS
<b>S&amp;P500 (\$)</b>											
Tecnología	50,8%	0,2%	14,8%	11,9%	-28,9%	34,7%	42,2%	48,0%	-1,6%	43,6%	52,8%
Sanidad	-4,9%	-0,1%	5,1%	2,3%	-3,6%	22,9%	11,4%	18,7%	4,7%	-4,8%	19,6%
Materiales	4,2%	0,6%	8,2%	7,1%	-14,1%	23,3%	18,1%	21,9%	-16,4%	0,9%	14,0%
Comunicaciones	50,5%	0,1%	12,6%	13,8%	-40,4%	21,2%	22,2%	30,9%	-16,4%	45,0%	11,2%
Industriales	7,1%	-0,3%	9,2%	7,5%	-7,1%	18,4%	9,0%	26,8%	-15,0%	6,1%	18,7%
Cons. Discrecional	30,3%	0,8%	9,4%	9,4%	-33,6%	37,7%	21,3%	28,7%	4,5%	15,3%	14,1%
Cons. Básico	-4,5%	1,3%	5,7%	-1,6%	-3,2%	15,5%	7,6%	24,0%	-11,2%	-6,1%	8,3%
Serv. Públicos (utilities)	-11,4%	1,1%	6,5%	-2,2%	-1,4%	12,9%	-2,8%	22,2%	0,5%	-10,4%	-2,4%
Financiero	2,7%	0,3%	11,9%	9,8%	-12,4%	34,2%	-4,1%	29,2%	-14,7%	-0,6%	23,5%
Inmobiliario	-1,3%	1,6%	13,1%	2,3%	-28,4%	41,1%	-5,2%	24,9%	-5,6%	-2,9%	0,6%
Energía	-4,4%	0,0%	-0,9%	7,7%	59,0%	52,3%	-37,3%	7,6%	-20,5%	-5,7%	118,9%
Bancos	-5,9%	0,3%	14,9%	7,7%	-21,6%	36,4%	-16,8%	36,5%	-18,4%	-10,9%	2,1%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

28/11/2023	2023	5D	30D	6 MESES	2022	2021	2020	2019	2018	1 AÑO	3 AÑOS
<b>MSCI EUROPA (€)</b>											
Tecnología	26,4%	0,8%	12,8%	0,9%	-28,7%	36,5%	14,5%	37,6%	-6,8%	14,5%	31,3%
Sanidad	3,8%	-1,1%	2,1%	-4,4%	-4,4%	24,8%	-1,9%	31,8%	-0,6%	2,0%	24,6%
Constr. & Materials	4,8%	-0,1%	6,8%	4,6%	-9,2%	25,3%	9,4%	26,4%	-13,9%	1,6%	25,5%
Comunicaciones	13,3%	1,8%	6,7%	1,9%	-12,3%	13,6%	-13,5%	4,7%	-9,6%	7,2%	12,3%
Industriales	16,9%	0,9%	11,1%	1,9%	-16,9%	29,8%	3,7%	35,1%	-13,2%	13,2%	27,3%
Utilities	10,2%	1,9%	8,1%	0,9%	-8,1%	9,2%	11,7%	29,8%	2,9%	8,2%	11,8%
Bancos	20,9%	0,6%	7,2%	10,1%	1,0%	39,9%	-28,3%	13,7%	-23,9%	22,7%	65,6%
Autos	18,0%	0,2%	8,0%	-2,0%	-16,1%	30,3%	4,8%	18,2%	-25,7%	13,1%	30,1%
Basic Resources	0,1%	0,5%	2,9%	-4,6%	-8,3%	21,5%	-3,5%	25,3%	-8,9%	-3,8%	11,3%
Oil & Gas	10,7%	0,1%	-2,6%	14,9%	36,9%	36,5%	-33,9%	8,7%	-0,6%	8,3%	99,8%
Food & Beverage	11,1%	1,7%	0,7%	-0,4%	-24,4%	32,9%	-5,4%	16,3%	1,4%	5,3%	10,7%
Consumer Discr.	10,4%	-0,8%	7,2%	-7,7%	-16,8%	24,1%	6,5%	33,0%	-14,4%	8,3%	17,3%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Renta Fija Corto Plazo	Renta Fija Largo Plazo	Renta Variable
EE.UU.	4,7%	4,3%	5,4%
Europa	3,2%	3,3%	8,0%
España	3,3%	3,4%	9,6%

Fuente: Bloomberg, Factset y elaboración propia

#### Rentabilidades medidas como:

- Renta Fija Corto Plazo (TIRes 2 años)
- Renta Fija Largo Plazo (TIRes 10 años)
- Earnings Yield (Rentabilidad de los beneficios empresariales medida como la inversa del PER)

**En valoraciones relativas  
a la Renta Fija:**

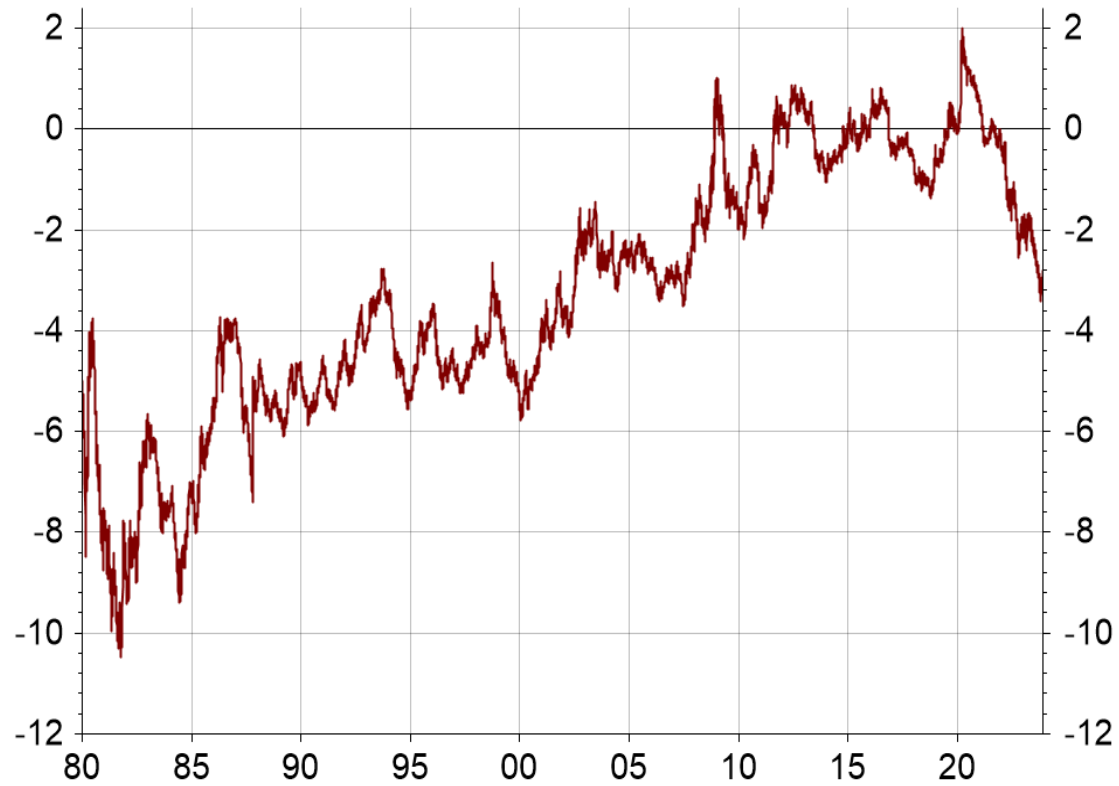
**Bolsas Europa y España  
atractivas**

**Bolsas EE.UU. neutrales**

# Rentabilidad por Dividendo vs TIRes 10 años



Spread RPD S&P vs TIR EEUU 10 años



Fuente: Refinitiv Datastream

Spread RPD Europa vs TIR Bund 10 años



Fuente: Refinitiv Datastream



# Los resultados empresariales seguirán siendo claves...



Veremos si la evolución del ciclo permite cumplir con el BPA 2024e.

## Variación estimada BPAs

	2018/17	2019/18	2020/19	2021/20	2022/21	2023e/22	2024e/23
<b>S&amp;P 500</b>	21%	1%	-14%	50%	5%	2%	11%
<b>Eurostoxx 50</b>	1%	-1%	-32%	72%	21%	4%	5%
<b>Ibex 35</b>	-5%	4%	-64%	144%	32%	14%	2%

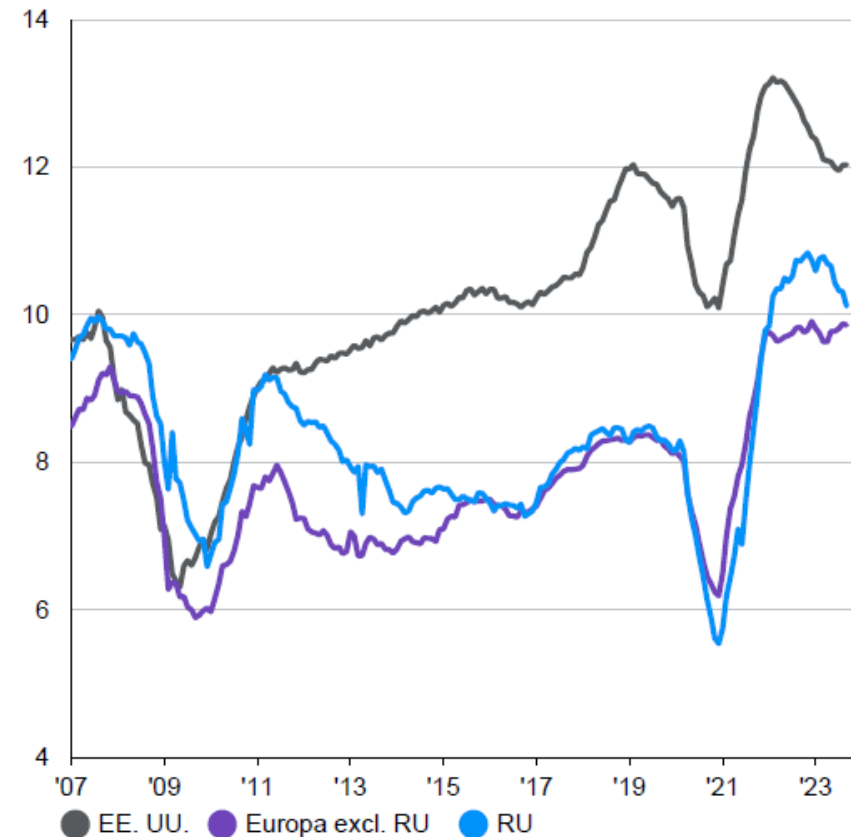
Fuente: Factset y elaboración propia

**Se aprecia una mayor cautela en las guías en un contexto de desaceleración económica esperada** ante los efectos retardados de las subidas de tipos de interés y unas condiciones financieras aún restrictivas

Atención a la **evolución de márgenes 2024**: las **previsiones de expansión de los mismos podrían ser optimistas** (difícil expansión en un contexto de presiones inflacionistas y salariales, así como de desaceleración de la demanda que reduce la capacidad de fijación de precios).

## Márgenes de beneficios

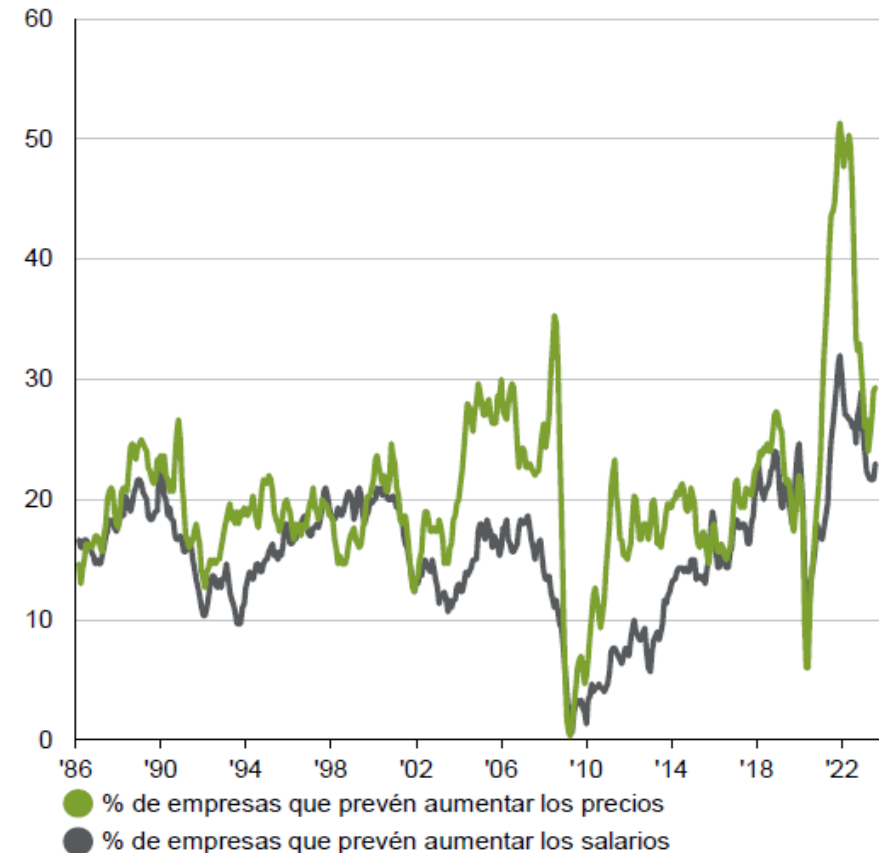
%, márgenes de beneficios a 12 meses en relación con las ventas



Fuente: JP Morgan Asset Management

## Encuesta de la NFIB en EE. UU.: precios y salarios

% de encuestados, media móvil de tres meses



Fuente: JP Morgan Asset Management

# El riesgo geopolítico podría propiciar mejores puntos de entrada



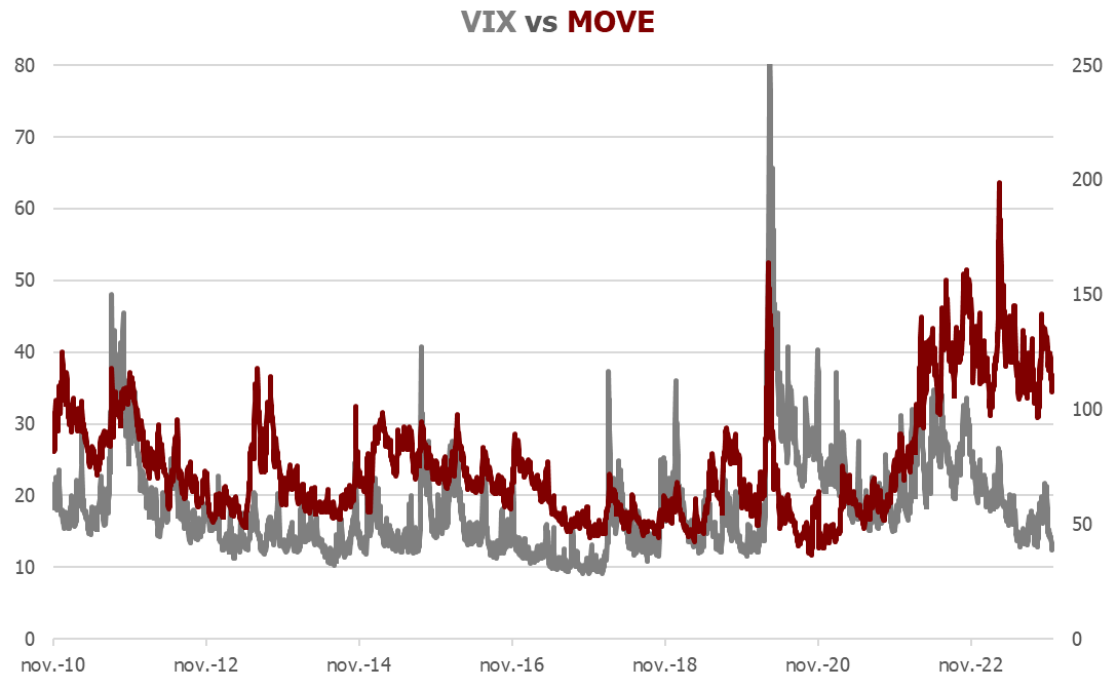
Las bolsas no se han visto penalizadas por el conflicto Israel-Hamás. Una potencial extensión del mismo a todo Oriente Medio podría generar volatilidad al alza (VIX -bolsas- en mínimos vs volatilidad elevada en MOVE -bonos-) y presionar a las bolsas a la baja.

Existen asimismo múltiples focos de atención geopolítica en 2024.

	Desde inicio guerra Israel-Hamás
IBEX 35	9%
EUROSTOXX 50	6%
SPX 500	6%
NASDAQ 100	7%
MSCI CHINA	0%
BRENT	-5%
TTF (gas Europa)	10%
EURUSD	3%
ORO	11%

Datos a 30/11/2023

Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Fuente: Bloomberg

## Focos de atención geopolítica 2024

### Procesos electorales

Taiwán (Ene-24)  
Parlamento Europeo (May-24)  
Presidenciales EE.UU. (Nov-24)

### Conflictos geopolíticos

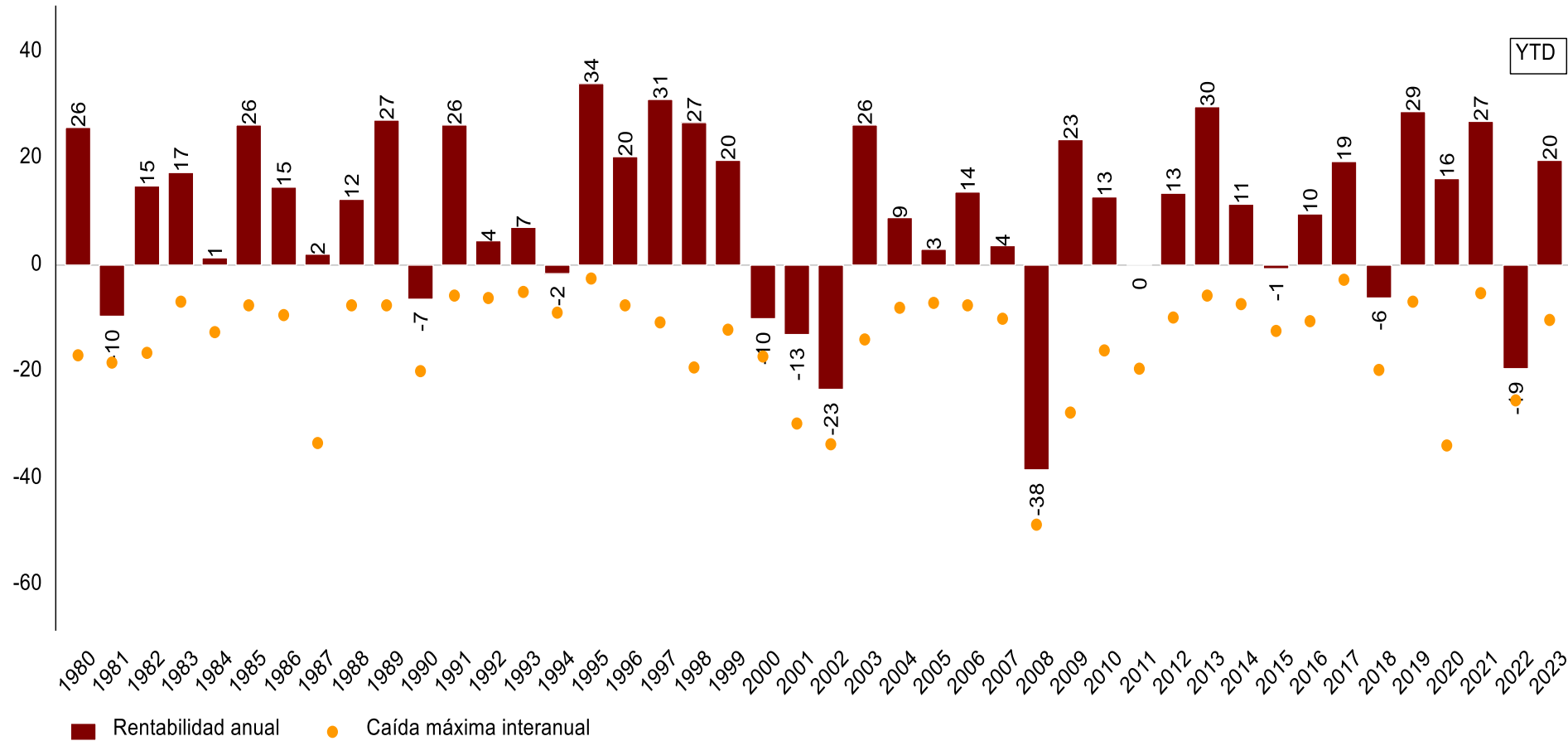
Rusia-Ucrania  
Israel-Hamás

# Riesgos cíclicos, de tipos y geopolíticos podrían propiciar mejores puntos de entrada. Las caídas son para comprar con una visión de medio plazo



Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)

S&P 500



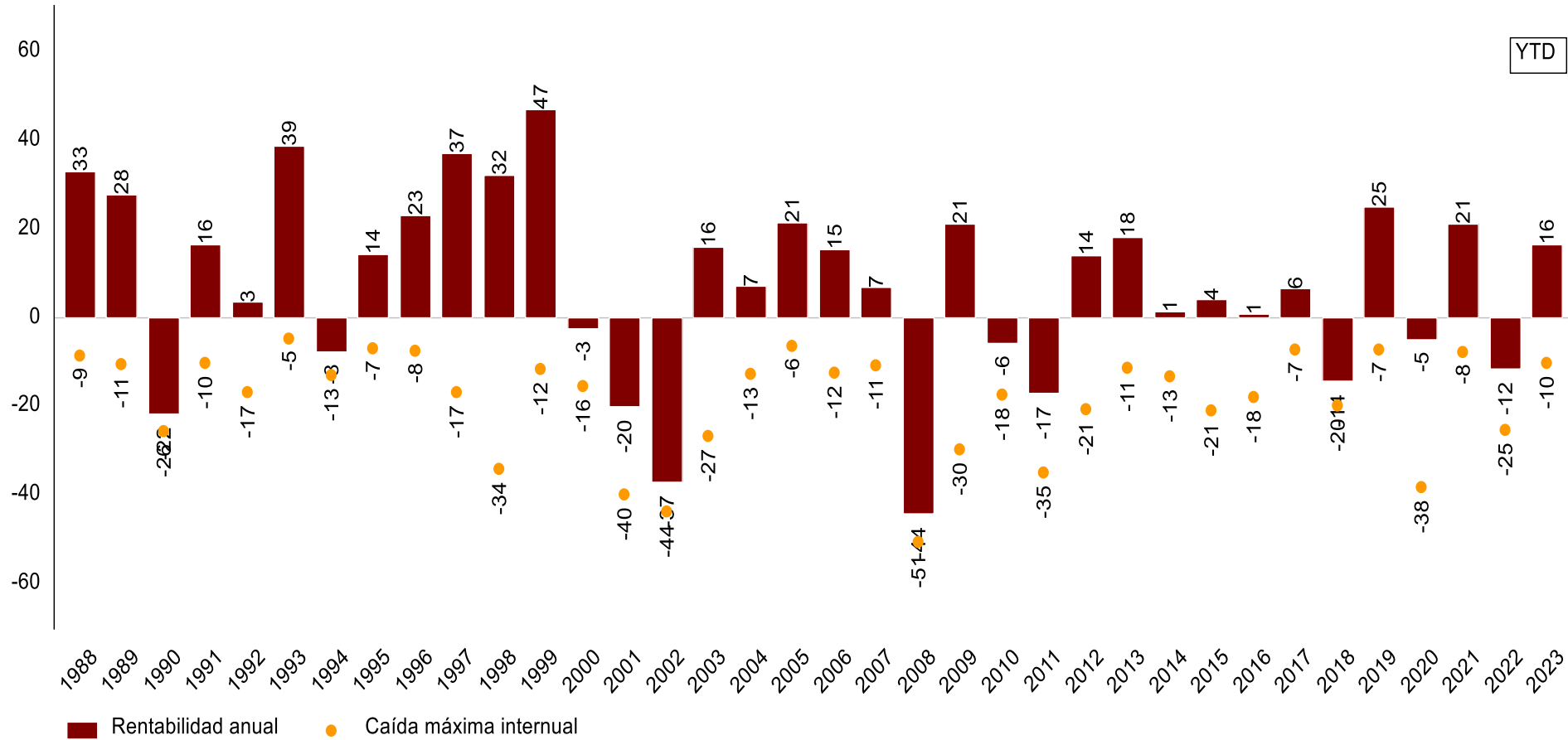
Fuente: Refinitiv Datastream

# Las caídas son para comprar con una visión de medio plazo



Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)

Euro Stoxx 50



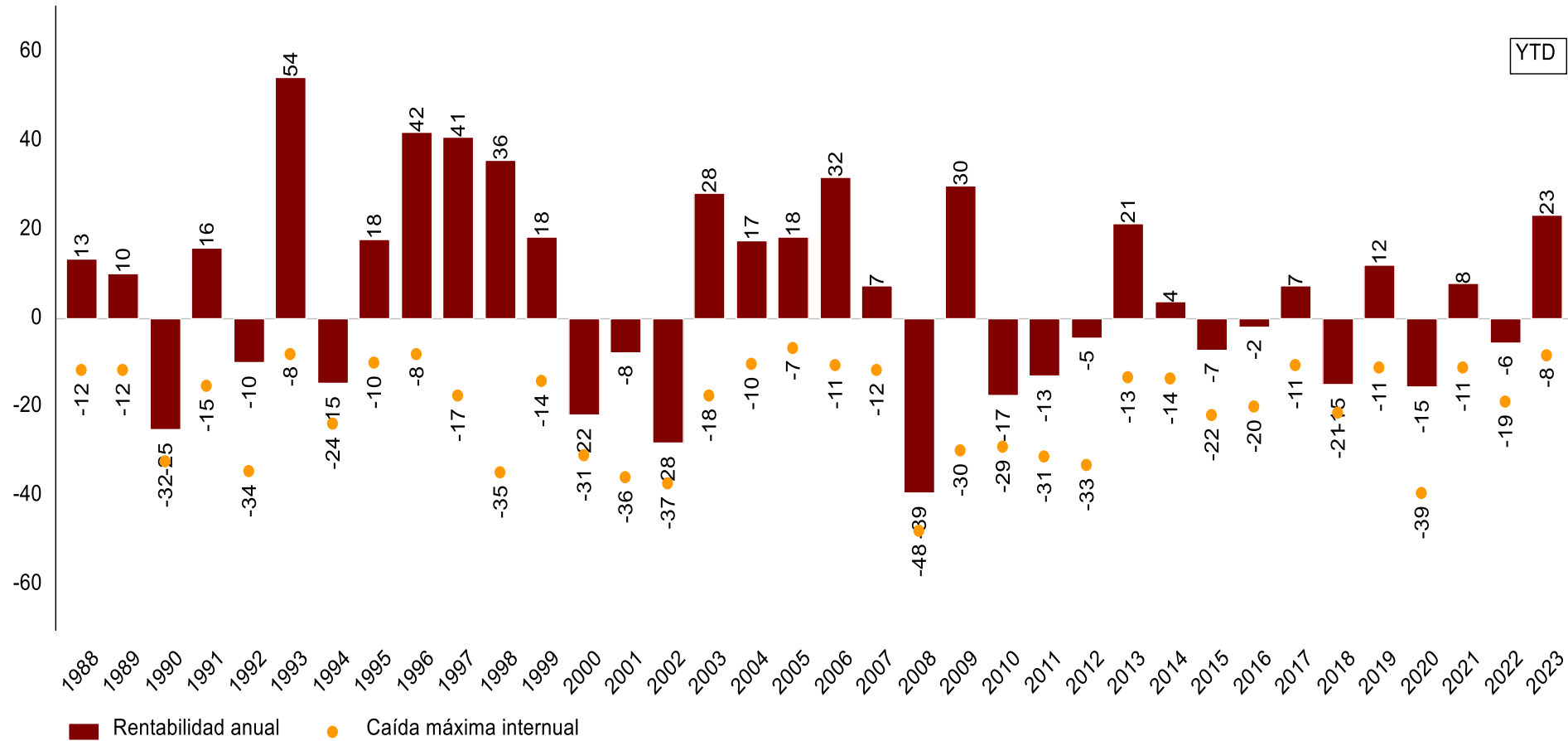
Fuente: Refinitiv Datastream

# Las caídas son para comprar con una visión de medio plazo



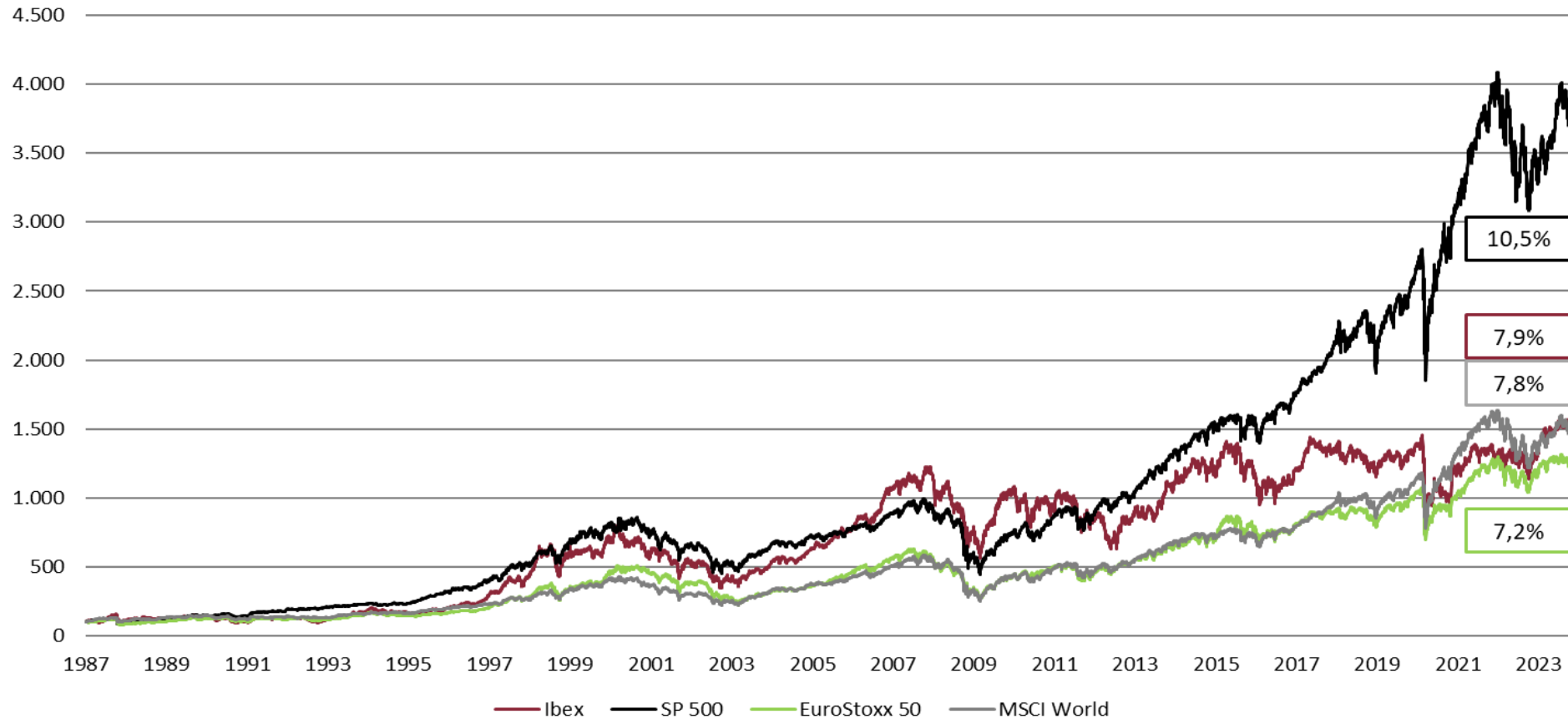
Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)

IBEX 35



Fuente: Refinitiv Datastream

## Retorno total incl. dividendos (1987=100)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



**RENTA FIJA:** Rentabilidades atractivas. Aumentando ligeramente la **duración**.

**DEUDA PÚBLICA:** las **TIRes son muy atractivas**. Vemos los **Supras** y algún **semi-core** (Francia) especialmente interesantes al ofrecer en algunos casos rentabilidades superiores al Gobierno español con mejor calidad crediticia. Mejor **core** que periferia.

**RENTA FIJA PRIVADA:** la actual TIR hace que éste sea un **buen nivel de entrada**.

**INVESTMENT GRADE:** las rentabilidades actuales son una **oportunidad para seguir mejorando la calidad de las carteras**. Dentro del **sector financiero** preferimos el Sur de Europa e Irlanda por la estructura del balance, que seguirá recogiendo las subidas de tipos. Dentro del **sector corporativo** preferimos sectores defensivos.

**HIGH YIELD:** en HY seguimos siendo muy **cautos** ya que prevemos un **incremento de los niveles de default** en un contexto de deterioro cíclico y, además, **hay una elevada necesidad de refinanciación** de este tipo de emisores en 2024 y 2025.

	--	-	Neutral	+	++
Liquidez					
Renta Fija					
Gobiernos					
Crédito IG					
Crédito Financiero					
High Yield					

# Valoración *Bottom Up* Ibex 35



Compañía	PRECIO ACTUAL	PRECIO OBJETIVO RENTA 4	DTO (+) / PRIMA (-)	DTO (+) / PRIMA (-) relativo a Ibex	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL ACTUAL (MLN EUROS)	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL OBJETIVO (MLN EUROS)	PONDERACIÓN ACTUAL
ACCIONA	132,15	147,00	11%	-5%	7.249	8.064	1,1%
Acciona Energia	27,84	28,75	3%	-13%	9.166	9.466	1,4%
ACERINOX	10,04	14,30	42%	26%	2.503	3.565	0,4%
ACS	36,93	40,40	9%	-7%	10.273	11.238	1,6%
AENA	159,90	166,20	4%	-13%	23.985	24.930	3,7%
AMADEUS	64,20	64,50	0%	-16%	28.922	29.057	4,4%
ARCELORMITTAL	23,55	35,60	51%	35%	20.079	30.360	3,1%
BANCO SABADELL	1,35	1,98	47%	30%	7.585	11.141	1,2%
BANCO SANTANDER	3,85	5,67	47%	31%	62.277	91.764	9,5%
BANKINTER	6,44	7,77	21%	4%	5.787	6.984	0,9%
BBVA	8,66	8,90	3%	-14%	51.661	53.093	7,9%
CAIXABANK	4,16	4,68	12%	-4%	31.216	35.110	4,8%
CELLNEX TELECOM	35,25	46,00	30%	14%	24.903	32.498	3,8%
ENAGAS	17,10	18,14	6%	-10%	4.479	4.753	0,7%
ENDESA	19,42	21,22	9%	-7%	20.561	22.467	3,2%
FERROVIAL	31,77	35,60	12%	-4%	23.532	26.369	3,6%
FLUIDRA	18,30	18,40	1%	-16%	3.516	3.535	0,5%
GRIFOLS	13,21	22,50	70%	54%	5.629	9.588	0,9%
IAG	1,84	2,53	37%	21%	9.054	12.436	1,4%
IBERDROLA	11,52	13,60	18%	2%	73.123	86.364	11,2%
INDITEX	38,37	39,50	3%	-14%	119.586	123.108	18,3%
INDRA	14,33	18,60	30%	13%	2.531	3.286	0,4%
INMOBILIARIA COLONIAL	6,18	7,00	13%	-3%	3.335	3.777	0,5%
LOGISTA	23,88	31,00	30%	13%	3.170	4.115	0,5%
MAPFRE	2,01	2,27	13%	-3%	6.178	6.991	0,9%
MELIÁ HOTELS	5,81	7,50	29%	13%	1.279	1.653	0,2%
MERLIN PROPERTIES	9,38	10,30	10%	-7%	4.406	4.839	0,7%
NATURGY ENERGY	27,68	28,00	1%	-15%	26.839	27.149	4,1%
REDEIA	15,33	16,50	8%	-9%	8.292	8.928	1,3%
REPSOL	13,92	19,50	40%	24%	17.775	24.909	2,7%
ROVI	56,15	60,00	7%	-10%	3.033	3.241	0,5%
Sacyr	3,09	4,13	34%	17%	2.112	2.821	0,3%
Solaria	17,40	18,30	5%	-11%	2.174	2.287	0,3%
TELEFÓNICA	4,02	4,60	15%	-2%	23.193	26.566	3,6%
Unicaja	1,02	1,28	25%	9%	2.711	3.398	0,4%

IBEX ACTUAL	OBJ. 12 MESES	POTENCIAL
10.178	11.860	17%

España: Sobreponderar

Análisis *Bottom up*:  
Ibex ~ 11.850 puntos

# Recomendaciones, Precio Objetivo y Potencial



Compañía	Recomendación	Precio Objetivo	Potencial	Compañía	Recomendación	Precio Objetivo	Potencial	Compañía	Recomendación	Precio Objetivo	Potencial
Acciona	Mantener	147,00	13%	Clínica Baviera	Mantener	26,30	20%	LDA	Mantener	0,90	2%
Acciona Energía	Mantener	28,75	5%	Corticeira Amorim	Sobreponderar	11,50	26%	LLYC	Sobreponderar	13,50	57%
Acerinox	Sobreponderar	14,30	40%	Deoleo	Sobreponderar	0,29	25%	Logista	Sobreponderar	31,00	29%
ACS	Mantener	40,40	9%	DIA	Sobreponderar	0,03	125%	Making Science	Sobreponderar	16,20	51%
Aedas	Sobreponderar	21,00	21%	Dominion	Sobreponderar	6,00	80%	Mapfre	Mantener	2,27	12%
Aena	Infraponderar	166,20	4%	Ebro Foods	Sobreponderar	24,00	53%	Meliá Hotels	Sobreponderar	7,50	31%
Almirall	Sobreponderar	10,40	22%	Ecoener	Sobreponderar	6,50	73%	Merlin Properties	Sobreponderar	10,30	10%
Altia	Sobreponderar	5,20	16%	Enagas	Mantener	18,14	7%	Metrovacesa	Sobreponderar	9,90	18%
Altri	Mantener	5,10	6%	Ence	Sobreponderar	3,90	31%	Naturgy Energy	Infraponderar	28,00	2%
Amadeus	Mantener	64,50	1%	Endesa	Mantener	21,22	10%	Navigator	Mantener	4,10	10%
Applus	Sobreponderar	11,50	16%	Faes Farma	Sobreponderar	4,36	38%	Neinor	Sobreponderar	12,10	14%
ArcelorMittal	Sobreponderar	35,60	52%	Ferrovial	Mantener	35,60	12%	Proeduca	Sobreponderar	21,70	23%
Arima	Sobreponderar	10,00	48%	Fluidra	Infraponderar	18,40	-2%	Prosegur	Sobreponderar	3,80	108%
Arteche	Sobreponderar	6,00	56%	Gestamp	Sobreponderar	5,85	65%	Prosegur Cash	Sobreponderar	0,90	71%
Atresmedia	Sobreponderar	5,00	30%	Gigas	Sobreponderar	9,80	19%	Redeia	Infraponderar	16,50	7%
Atrys Health	Sobreponderar	7,31	97%	Greenvolt	Mantener	7,85	11%	Repsol	Sobreponderar	19,50	38%
Knowmad Mood	Mantener	3,50	7%	Grenergy	Sobreponderar	35,20	17%	Revenga Smart Solution	Sobreponderar	4,05	23%
Azkoyen	Sobreponderar	9,40	65%	Grifols	Sobreponderar	22,50	74%	Rovi	Mantener	60,00	6%
Banco Sabadell	Sobreponderar	1,98	47%	IAG	Sobreponderar	2,53	38%	Sacyr	Sobreponderar	4,13	32%
Banco Santander	Sobreponderar	5,67	48%	Iberdrola	Sobreponderar	13,60	19%	Solaria	Mantener	18,30	5%
Bankinter	Sobreponderar	7,77	21%	Inditex	Mantener	39,50	3%	Soltec	Sobreponderar	6,20	93%
BBVA	Mantener	8,90	4%	Indra	Sobreponderar	18,60	30%	Talgo	Sobreponderar	5,00	17%
CAF	Sobreponderar	50,50	58%	Inmobiliaria Colonial	Sobreponderar	7,00	14%	Técnicas Reunidas	Sobreponderar	14,10	57%
Caixabank	Mantener	4,68	14%	Inmobiliaria del Sur	Sobreponderar	10,40	46%	Telefónica	Sobreponderar	4,60	15%
Cellnex Telecom	Sobreponderar	46,00	31%	Inversa Prime	Sobreponderar	1,52	23%	Tubacex	Sobreponderar	5,30	55%
CIE Automotive	Sobreponderar	35,50	37%	Izertis	Sobreponderar	10,64	20%	Tubos Reunidos	Sobreponderar	0,83	27%
Clerph Estructuras	Sobreponderar	4,63	15%	Lar España	Sobreponderar	9,20	50%	Unicaja	Sobreponderar	1,28	25%
								Vidrala	Sobreponderar	99,30	17%

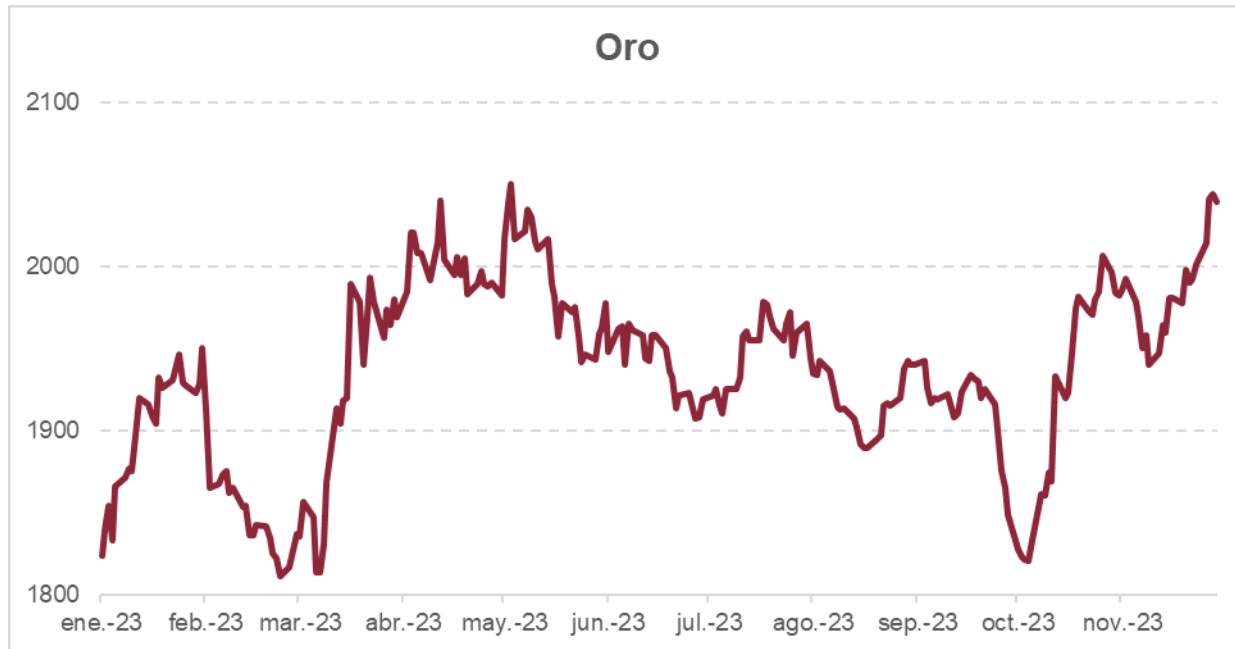
Fuente: Renta 4 Banco, datos a 1/12/2023

# Cambios de Recomendación / Precio Objetivo



Compañía	Precio Objetivo nuevo	Revisión precio objetivo	Recomendación nueva	Recomendación anterior	Compañía	Precio Objetivo nuevo	Revisión precio objetivo	Recomendación nueva	Recomendación anterior	Compañía	Precio Objetivo nuevo	Revisión precio objetivo	Recomendación nueva	Recomendación anterior
Acciona	147,00	-29%	Mantener	Mantener	Clínica Baviera	26,30	20%	Mantener	Mantener	LDA	0,90	-8%	Mantener	Mantener
Acciona Energia	28,75	-26%	Mantener	Mantener	Corticeira Amorim	11,50	6%	Sobreponderar	Sobreponderar	LLYC	13,50	-3%	Sobreponderar	Sobreponderar
Acerinox	14,30	-5%	Sobreponderar	Sobreponderar	Deoleo	0,29	4%	Sobreponderar	Mantener	Logista	31,00	-1%	Sobreponderar	Sobreponderar
ACS	40,40	28%	Mantener	Mantener	DIA	0,03	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Making Science	16,20	-14%	Sobreponderar	Sobreponderar
Aedas	21,00	2%	Sobreponderar	Sobreponderar	Dominion	6,00	2%	Sobreponderar	Sobreponderar	Mapfre	2,27	5%	Mantener	Mantener
Aena	166,20	14%	Infraponderar	Mantener	Ebro Foods	24,00	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Meliá Hotels	7,50	0%	Sobreponderar	Sobreponderar
Almirall	10,40	2%	Sobreponderar	Mantener	Ecoener	6,50	-19%	Sobreponderar	Sobreponderar	Merlin Properties	10,30	0%	Sobreponderar	Sobreponderar
Altia	5,20	70%	Sobreponderar	Mantener	Enagas	18,14	-3%	Mantener	Mantener	Metrovacesa	9,90	2%	Sobreponderar	Sobreponderar
Altri	5,10	-14%	Mantener	Mantener	Ence	3,90	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Naturgy Energy	28,00	10%	Infraponderar	Infraponderar
Amadeus	64,50	n.d.	Mantener	Mantener	Endesa	21,22	0%	Mantener	Mantener	Navigator	4,10	-9%	Mantener	Mantener
Applus	11,50	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Faes Farma	4,36	-3%	Sobreponderar	Sobreponderar	Neinor	12,10	10%	Sobreponderar	Sobreponderar
ArcelorMittal	35,60	10%	Sobreponderar	Sobreponderar	Ferrovial	35,60	20%	Mantener	Mantener	Proeduca	21,70	-4%	Sobreponderar	Sobreponderar
Arima	10,00	5%	Sobreponderar	Mantener	Fluidra	18,40	2%	Infraponderar	Mantener	Prosegur	3,80	-5%	Sobreponderar	Sobreponderar
Arteche	6,00	9%	Sobreponderar	Sobreponderar	Gestamp	5,85	2%	Sobreponderar	Sobreponderar	Prosegur Cash	0,90	-11%	Sobreponderar	Sobreponderar
Atresmedia	5,00	7%	Sobreponderar	Mantener	Gigas	9,80	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Redeia	16,50	-4%	Infraponderar	Infraponderar
Atrys Health	7,31	-7%	Sobreponderar	Sobreponderar	Greenvolt	7,85	-2%	Mantener	Sobreponderar	Repsol	19,50	n.d.	Sobreponderar	En Revisión
Knowmad Mood	3,50	-13%	Mantener	Mantener	Grenergy	35,20	16%	Sobreponderar	Sobreponderar	Revenga Smart Solution	4,05	0%	Sobreponderar	Sobreponderar
Azkoyen	9,40	-2%	Sobreponderar	Sobreponderar	Grifols	22,50	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Rovi	60,00	12%	Mantener	Mantener
Banco Sabadell	1,98	-3%	Sobreponderar	Sobreponderar	IAG	2,53	14%	Sobreponderar	Sobreponderar	Sacyr	4,13	7%	Sobreponderar	Sobreponderar
Banco Santander	5,67	34%	Sobreponderar	Sobreponderar	Iberdrola	13,60	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Solaria	18,30	0%	Mantener	Sobreponderar
Bankinter	7,77	-5%	Sobreponderar	Sobreponderar	Inditex	39,50	5%	Mantener	Sobreponderar	Soltec	6,20	-14%	Sobreponderar	Sobreponderar
BBVA	8,90	6%	Mantener	Sobreponderar	Indra	18,60	21%	Sobreponderar	Sobreponderar	Talgo	5,00	0%	Sobreponderar	Sobreponderar
CAF	50,50	13%	Sobreponderar	Sobreponderar	Inmobiliaria Colonial	7,00	6%	Sobreponderar	Sobreponderar	Técnicas Reunidas	14,10	14%	Sobreponderar	Sobreponderar
Caixabank	4,68	-16%	Mantener	Sobreponderar	Inmobiliaria del Sur	10,40	3%	Sobreponderar	Sobreponderar	Telefónica	4,60	0%	Sobreponderar	Sobreponderar
Cellnex Telecom	46,00	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Inversa Prime	1,52	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Tubacex	5,30	18%	Sobreponderar	Sobreponderar
CIE Automotive	35,50	3%	Sobreponderar	Sobreponderar	Izertis	10,64	0%	Sobreponderar	Sobreponderar	Tubos Reunidos	0,83	0%	Sobreponderar	Sobreponderar
Clerph Estructuras	4,63	3%	Sobreponderar	Sobreponderar	Lar España	9,20	26%	Sobreponderar	Sobreponderar	Unicaja	1,28	-14%	Sobreponderar	Sobreponderar
										Vidrala	99,30	-2%	Sobreponderar	Sobreponderar

Fuente: Renta 4 Banco



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

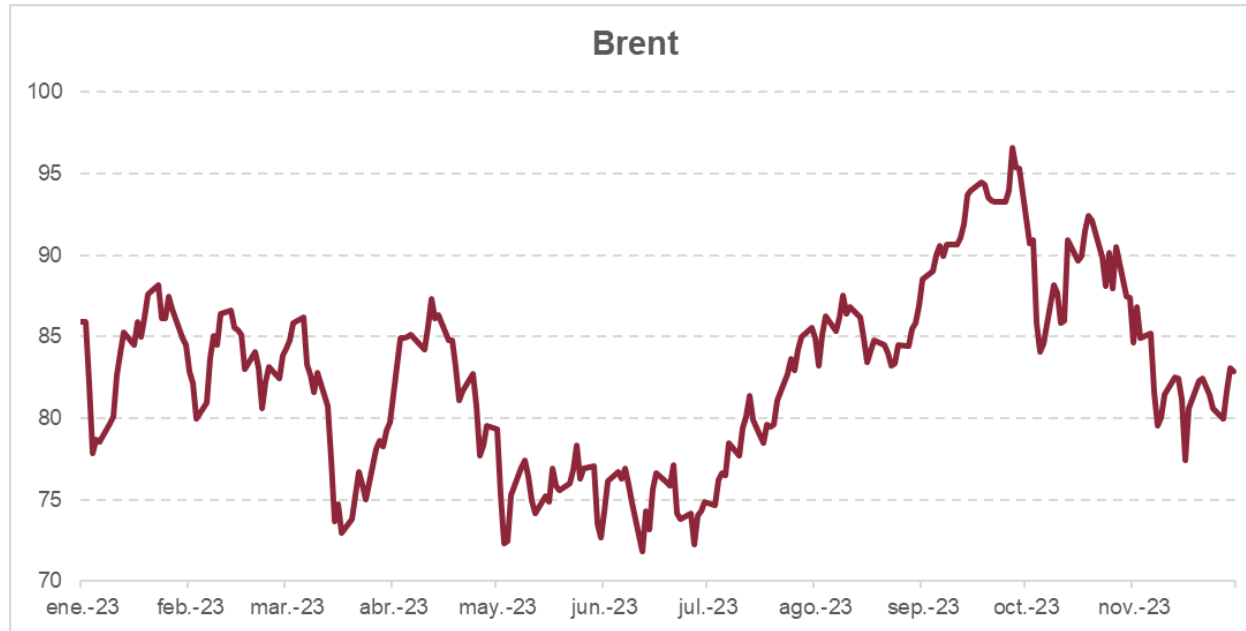
## Apoyos:

1. **Calidad de activo refugio** en el actual **contexto geopolítico**.
2. **Compras de bancos centrales**.
3. **Fin de subidas de tipos de intervención**.

## Formas de inversión en oro:

- ETF Oro (físico).
- Mineras de oro.

**Crudo**, apoyado por recortes de oferta a los que se suman nuevos **riesgos sobre la producción** ante la situación en Oriente Próximo.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

## Formas de inversión en crudo:

- Petroleras.
- Fondos Inversión Petroleras.

### La oferta de crudo, clave.

**Escenarios de riesgo del Banco Mundial:** evolución prevista de los precios del crudo en función del comportamiento de la oferta.

#### Moderado

- Oferta:  $-0,5\text{Mbd} < x < -2\text{Mbd}$
- Precio:  $+3\% < x < +13\%$

**93-102 USD/bi**

#### Medio

- Oferta:  $-3\text{Mbd} < x < -5\text{Mbd}$
- Precio:  $+21\% < x < +35\%$

**109-121 USD/bi**

#### Severo

- Oferta:  $-6\text{Mbd} < x < -8\text{Mbd}$
- Precio:  $+56\% < x < +75\%$

**140-157 USD/bi**

Fuente: Banco Mundial

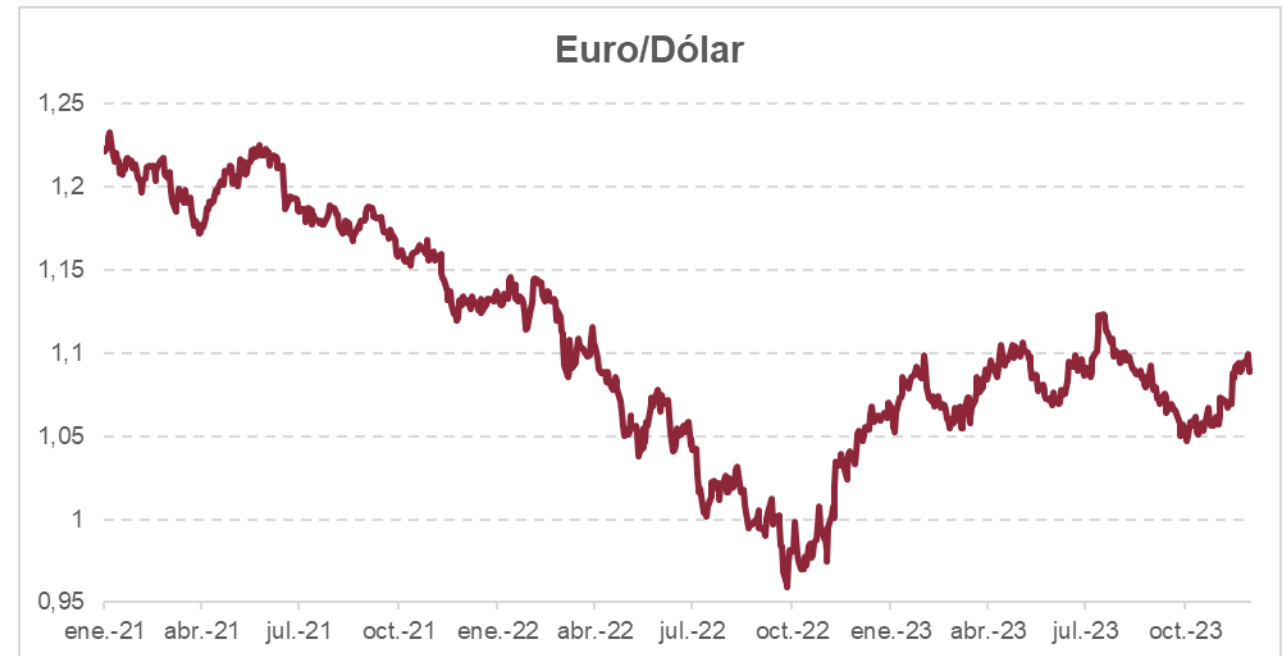
Esperamos progresiva depreciación del USD hacia la zona de 1,15-1,20 vs euro.

## Riesgos a la baja sobre el USD:

- Desaceleración del ciclo económico EE.UU. y continuidad en la tendencia de desinflación que adelanten las bajadas de tipos de la Fed.
- Reducción del gap de crecimiento entre Eurozona y EE.UU.
- Mayor apetito por el riesgo.

## Riesgos al alza sobre el USD:

- Adelanto de bajadas de tipos del BCE.
- Debilidad de China.
- Resiliencia del ciclo americano.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



**Fin de una época de política monetaria.** Hacia la nueva normalidad: ni tipos cero (ni negativos), ni barra libre de liquidez.

**Tipos altos por más tiempo.** Ante una **inflación aún alejada del 2%**, los tipos se mantendrán en terreno restrictivo en 2024 (EEUU 4,5%-4,75%, Europa 3,25%) para **volver a neutral** (3% y 2%-2,5% respectivamente) **solo cuando la inflación converja al objetivo** (¿2025?), sin descartar **revisión al alza** del mismo (3%) ante factores inflacionistas estructurales.

**Bajo crecimiento por más tiempo.** El modelo de **crecimiento en base a una deuda creciente** es intrínsecamente **insostenible** (se anticipa demanda futura y, por tanto, se limita la misma). El endurecimiento monetario y financiero lastrará el ciclo económico, presionando también los **beneficios empresariales**.

**El drástico giro en la política monetaria ha provocado un cambio sustancial en el escenario inversor.** Ahora existen alternativas rentables (renta fija).

- La **Renta Fija** vuelve a ofrecer rentabilidad. Preferimos duraciones cortas. Ir alargando sin prisa.
- En **Renta Variable**, ganadores y perdedores en el entorno actual (K).
- En **Materias primas**, oro y crudo como inversiones preferidas.

## DISCLAIMER

### 1. Información objetiva

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/reanalisis/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 Félix (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), Revenga Smart Solutions, Unicaja e Inversa Prime Sociimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contrato como asesor registrado con Gigas y de análisis esponsorizado con Amper, Azkoyen, Clerhp Estructuras, DIA, Inmobiliaria del Sur, Nextil, Revenga Smart Solutions y Tubos Reunidos, 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/reanalisis/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 (vii) 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.

# Carteras R4 2024

Departamento de Análisis Renta 4 Banco

VERSÁTIL

5 GRANDES

DIVIDENDO

SELECCIÓN S&M

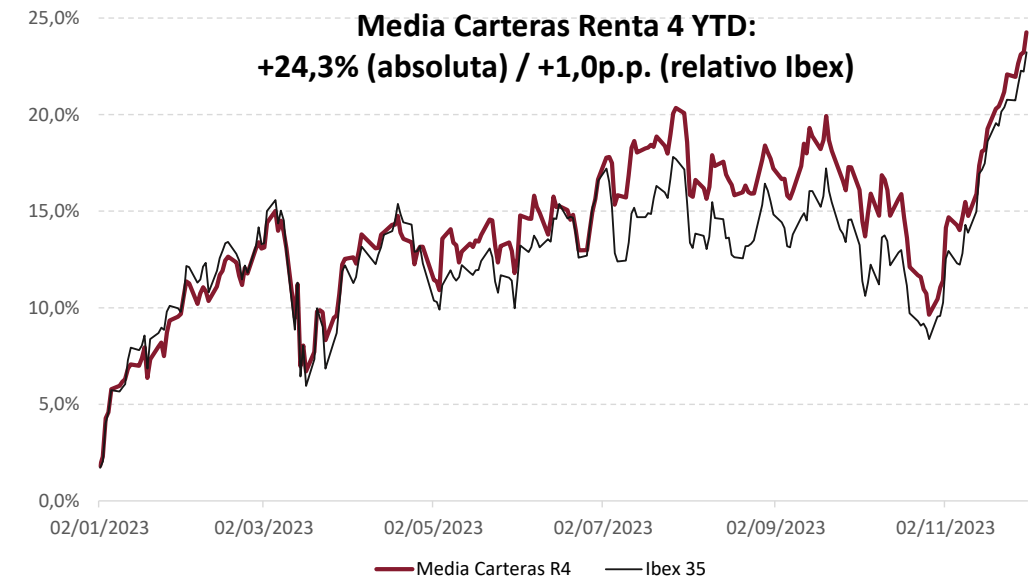
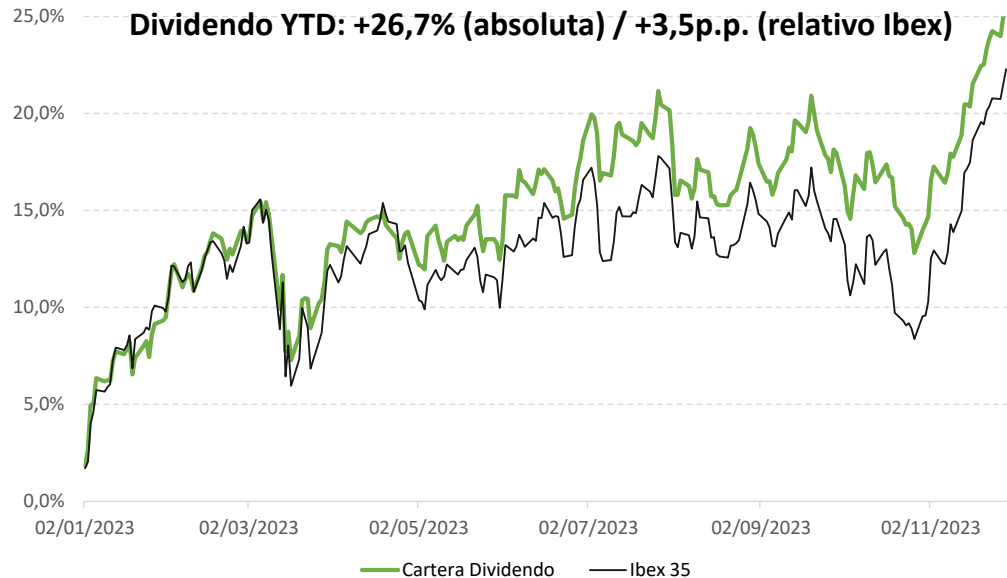
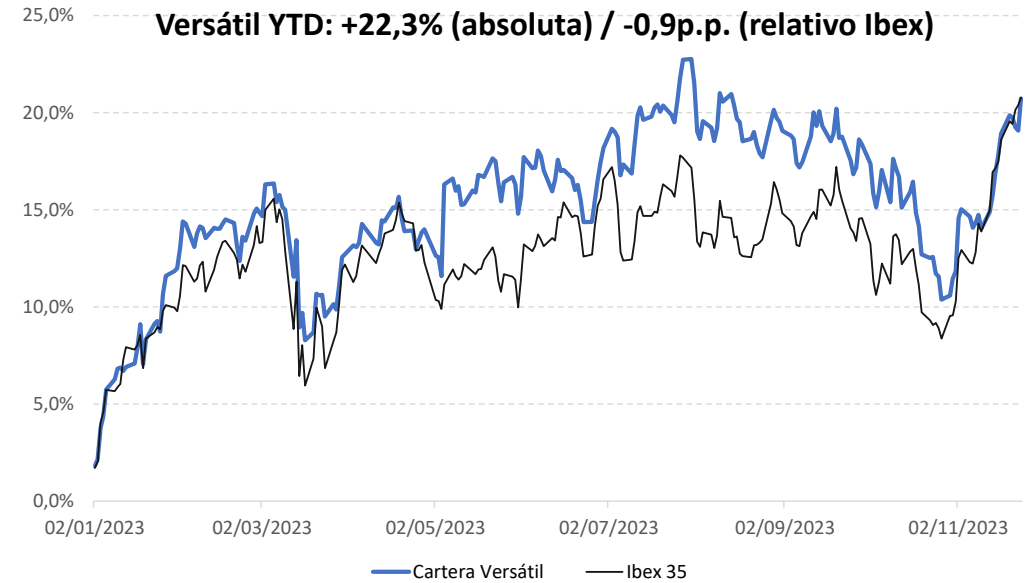
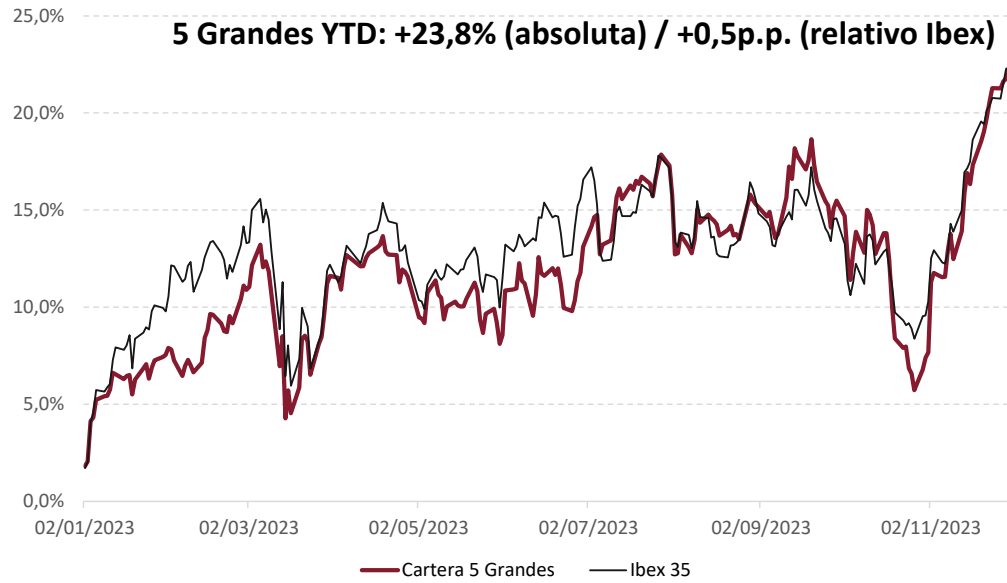
 renta4banco





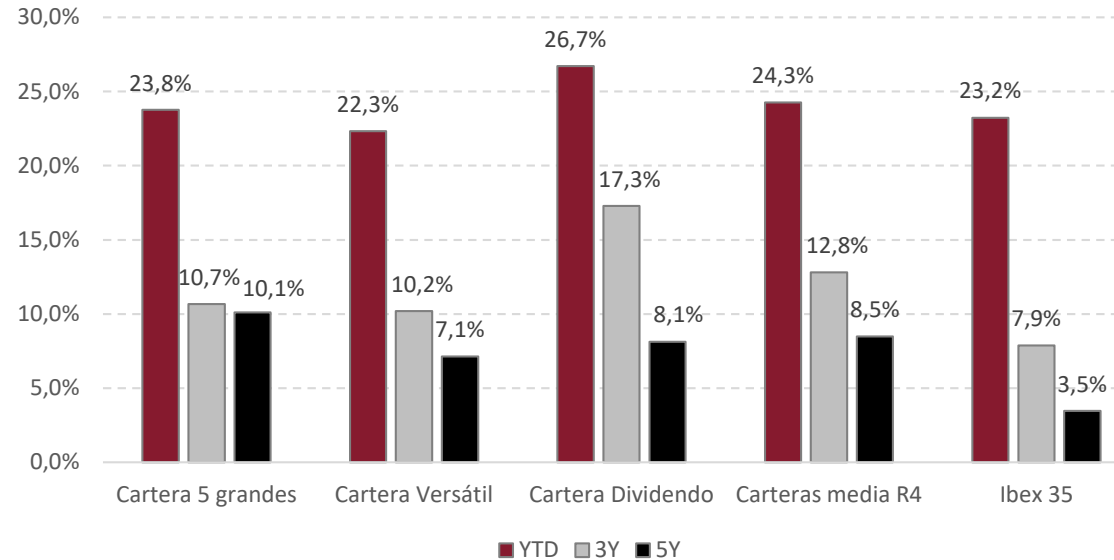
**LAS CARTERAS DE RENTA 4 HAN BATIDO,  
UN AÑO MÁS, EN MEDIA, AL IBEX 35**

# Nuestras carteras batan, un año más, en media, al Ibex 35



# Carteras R4 baten claramente al *benchmark* a 3 y 5 años

## Rentabilidad anualizada



Cartera	YTD	vs. Ibex 35	3Y	vs. Ibex 35	5Y	vs. Ibex 35
<b>Cartera 5 grandes</b>	23,8%	0,5%	10,7%	2,8%	10,1%	6,6%
<b>Cartera Versátil</b>	22,3%	-0,9%	10,2%	2,3%	7,1%	3,7%
<b>Cartera Dividendo</b>	26,7%	3,5%	17,3%	9,4%	8,1%	4,7%
<b>Media Cartera R4</b>	24,3%	1,0%	12,8%	4,9%	8,5%	5,0%
<b>Ibex 35</b>	<b>23,2%</b>		<b>7,9%</b>		<b>3,5%</b>	

# Carteras 2024

Iniciamos el año con una estrategia de *stock picking* equilibrada, combinando valores defensivos y con mayor exposición al ciclo, en un escenario de aterrizaje suave de la economía, pero con incertidumbres de inflación, tipos y geopolítica.

## CARTERAS SELECCIÓN R4

### 5 GRANDES

GRIFOLS  
IAG  
INDRA  
REPSOL  
SACYR

### VERSÁTIL

CORTICEIRA AMORIM  
GLOBAL DOMINION  
GRIFOLS CLASE B  
IAG  
INDRA  
REPSOL  
SACYR  
SANTANDER  
SOLTEC  
TALGO

### DIVIDENDO

COLONIAL  
ENAGÁS  
IBERDROLA  
NAVIGATOR  
REPSOL  
SACYR  
SANTANDER  
TELEFÓNICA

### IBERIA S&M

DOMINION  
ECOENER  
LAR ESPAÑA  
TALGO  
TECNICAS REUNIDAS  
TUBACEX



# Cartera 5 grandes

## Composición

**GRIFOLS**

**IAG** INTERNATIONAL AIRLINES GROUP

**indra**

**sacyr**

**REPSOL**

## Cartera 2024

- **Composición de la cartera:** Grifols, IAG, Indra, Repsol y Sacyr.
- **Defensivos:** Indra y Sacyr.
- **Ciclo:** IAG y Repsol.
- **Sensibilidad a TIRes:** Grifols.

	Cotización	Precio objetivo	Potencial	PER 24e	PER 25e	VE/EBITDA 24e	VE/EBITDA 25e	Deuda neta / EBITDA 24e	Deuda neta / EBITDA 25e	Rentab. Div. 24e	Rentab. Div. 25e
Grifols	12,96	22,50	74%	15,2	10,9	9,4	7,9	5,1	4,1	0,0%	0,0%
IAG	1,83	2,53	38%	4,0	3,7	3,2	2,9	1,6	1,4	0,0%	0,0%
Indra	14,34	18,60	30%	10,8	10,1	5,1	4,4	-0,2	-0,7	2,1%	2,8%
Repsol	14,18	19,50	38%	4,6	5,7	1,9	2,0	-0,1	-0,1	5,8%	6,1%
Sacyr	3,12	4,13	32%	24,7	17,4	8,2	8,0	6,6	6,6	4,6%	4,8%

# Cartera versátil

## Composición



## Cartera 2024

- **Composición de la cartera:** Corticeira, Dominion, Grifols B, IAG, Indra, Repsol, Sacyr, Santander, Soltec y Talgo.
- **Defensivos:** Corticeira, Dominion, Indra y Sacyr.
- **Ciclo:** IAG, Repsol, Santander y Talgo.
- **Sensibilidad a TIRes:** Grifols B y Soltec.

	Cotización	Precio objetivo	Potencial	PER 24e	PER 25e	VE/EBITDA 24e	VE/EBITDA 25e	Deuda neta / EBITDA 24e	Deuda neta / EBITDA 25e	Rentab. Div. 24e	Rentab. Div. 25e
Corticeira Amorim	9,13	11,50	26%	16,0	14,5	7,6	6,8	0,8	0,4	3,3%	3,4%
Dominion	3,34	6,00	80%	10,1	8,8	3,6	3,3	0,4	0,3	2,7%	3,5%
Grifols B	8,93	22,50	152%	15,2	10,9	9,4	7,9	5,1	4,1	0,0%	0,0%
IAG	1,83	2,53	38%	4,0	3,7	3,2	2,9	1,6	1,4	0,0%	0,0%
Indra	14,34	18,60	30%	10,8	10,1	5,1	4,4	-0,2	-0,7	2,1%	2,8%
Repsol	14,18	19,50	38%	4,6	5,7	1,9	2,0	-0,1	-0,1	5,8%	6,1%
Sacyr	3,12	4,13	32%	24,7	17,4	8,2	8,0	6,6	6,6	4,6%	4,8%
Santander	3,84	5,67	48%	5,2	5,0	-	-	-	-	4,9%	5,1%
Soltec	3,21	6,20	93%	9,3	6,6	8,6	9,4	4,3	6,1	0,0%	0,0%
Talgo	4,29	5,00	17%	20,4	13,1	8,7	7,9	2,3	2,1	2,6%	3,0%

# Cartera dividendo

## Composición



## Cartera 2024

- **Composición de la cartera:** Colonial, Enagás, Iberdrola, Navigator, Repsol, Sacyr, Santander y Telefónica.
- **Defensivos:** Enagás, Iberdrola, Sacyr y Telefónica.
- **Ciclo:** Navigator, Repsol y Santander.
- **Sensibilidad a TIRes:** Colonial.

	Cotización	Precio objetivo	Potencial	PER 24e	PER 25e	VE/EBITDA 24e	VE/EBITDA 25e	Deuda neta / EBITDA 24e	Deuda neta / EBITDA 25e	Rentab. Div. 24e	Rentab. Div. 25e
Colonial	6,15	7,00	14%	20,7	17,7	26,9	24,5	15,9	14,4	4,2%	4,8%
Enagás	17,00	18,14	7%	19,7	23,6	11,6	12,6	5,3	5,9	10,2%	10,2%
Iberdrola	11,43	13,60	19%	14,6	13,7	8,3	8,2	3,6	3,7	4,5%	5,2%
Navigator	3,73	4,10	10%	11,8	10,5	7,2	6,5	1,1	0,9	5,6%	5,6%
Repsol	14,18	19,50	38%	4,6	5,7	1,9	2,0	-0,1	-0,1	5,8%	6,1%
Sacyr	3,12	4,13	32%	24,7	17,4	8,2	8,0	6,6	6,6	4,6%	4,8%
Santander	3,84	5,67	48%	5,2	5,0	-	-	-	-	4,9%	5,1%
Telefónica	4,01	4,60	15%	13,2	11,3	4,2	4,1	2,5	2,4	7,5%	7,5%

# Cartera Small & Medium Caps

## Composición



## Cartera 2024

- **Composición de la cartera:** Dominion, Ecoener, LAR España, Talgo, Técnicas Reunidas y Tubacex.
- **Defensivos:** Dominion.
- **Ciclo:** Talgo, Técnicas Reunidas y Tubacex.
- **Sensibilidad a TIRes:** Econer y LAR España.

	Cotización	Precio objetivo	Potencial	PER 24e	PER 25e	VE/EBITDA 24e	VE/EBITDA 25e	Deuda neta / EBITDA 24e	Deuda neta / EBITDA 25e	Rentab. Div. 24e	Rentab. Div. 25e
Dominion	3,34	6,00	80%	10,1	8,8	3,6	3,3	0,4	0,3	2,7%	3,5%
Ecoener	3,75	6,50	73%	9,0	4,3	9,7	7,2	6,5	5,1	0,0%	0,0%
LAR España	6,14	9,20	50%	10,4	10,0	15,0	14,7	7,1	7,0	9,6%	10,0%
Talgo	4,29	5,00	17%	20,4	13,1	8,7	7,9	2,3	2,1	2,6%	3,0%
Técnicas Reunidas	8,96	14,10	57%	6,8	5,7	2,9	2,5	-0,5	-0,5	0,0%	0,0%
Tubacex	3,43	5,30	55%	10,1	6,8	5,1	4,1	1,9	1,4	3,4%	3,9%

# Tesis de inversión

# Colonial: Sobreponderar, P.O. 7,00 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

**Precio objetivo:** 7,00 eur  
**Precio actual:** 6,15 eur  
**Potencial:** 13,8 %

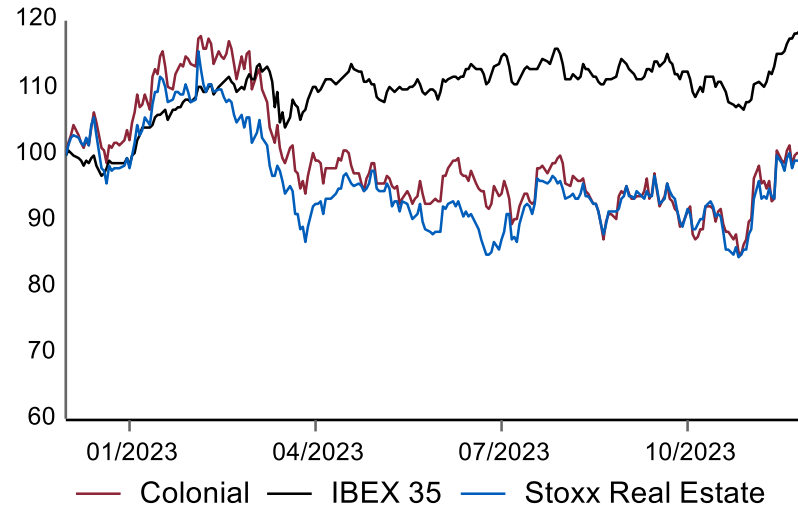
### COL.MC / COL ES

Capitalización (mln eur)	3.318,6
Nº acciones (mln)	539,6
Free Float	38,9%
Vol. día (mln eur)	5,6
Mín/Máx 12 meses (eur)	4,90 - 7,01
Revalorización YTD	2,3%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	16%	11%	3%
Relativo	4%	4%	-18%

	2022	2023e	2024e
PER	406,5x	19,9x	20,7x
VE/EBITDA	30,4x	27,1x	26,9x
VE/Ventas	23,5x	21,8x	20,8x
P/VC	0,5x	0,5x	0,5x
DN/EBITDA	18,8x	16,1x	15,9x
Pay-Out	27,3%	1823,4%	84,6%
Rent. Div.	4,0%	4,4%	4,2%
FCF Yield	-20,0%	16,4%	5,5%
ROCE	2,4%	2,7%	2,7%
ROE	0,1%	2,7%	2,6%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



Fuente: FactSet

mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	341,7	316,7	361,6	374,0	390,3	421,0
EBITDA	269,4	240,6	279,4	301,4	302,0	327,8
Margen (%)	78,8%	76,0%	77,3%	80,6%	77,4%	77,8%
EBITDA consenso	269,4	240,6	282,0	304,2	325,1	339,0
Bº neto	2,4	473,8	8,0	166,7	160,5	187,4
BPA (eur)	0,00	0,88	0,01	0,31	0,30	0,35
DPA (eur)	0,20	0,22	0,24	0,27	0,26	0,30
FCF	255,1	162,9	-648,9	544,9	181,4	227,9
DFN + / Caja neta -	4.644,5	4.704,0	5.256,5	4.841,1	4.805,2	4.718,3

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- La tesis de inversión en Colonial se basa en su estrategia apalancada en la **calidad de sus activos de oficinas prime** (99% en el centro de las ciudades; > 77% CBD; 95% con certificación energética).
- En este sentido destacamos: **1) gracias a la mencionada calidad de los activos, Colonial logra una estabilidad y resiliencia ante ciclos adversos**, manteniendo una **elevada ocupación** (97%, con plena ocupación en el mercado de París) y **liderando las subidas de rentas**; **2) gestión activa de la cartera, desinvirtiendo en activos maduros y no estratégicos** (completado el programa de desinversiones *Flight to Quality* por 574 mln eur); **3) tras la entrega de la práctica totalidad de sus proyectos** (a falta de entregar Méndez Álvaro Campus, previsto para 2024); **4) si bien la ratio LTV se sitúa en el 39% a 9M23** (la mayor entre las SOCIMI analizadas), Colonial cuenta con el **100% de la deuda a tipo fijo o cubierta**, mantiene un **coste financiero del 1,72%** y, dada su estructura de deuda y vencimientos, prevé asegurar un tipo inferior al 2,5% en los próximos 3 años; **5) estimamos una rentabilidad por dividendo cercana al 5%** a precios actuales, y; **6) Colonial cotiza actualmente con un descuento del -43% vs EPRA NTA.**



# Corticeira Amorin: Sobreponderar, P.O. 11,50 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

**Precio objetivo:** 11,50 eur  
**Precio actual:** 9,13 eur  
**Potencial:** 26,0 %

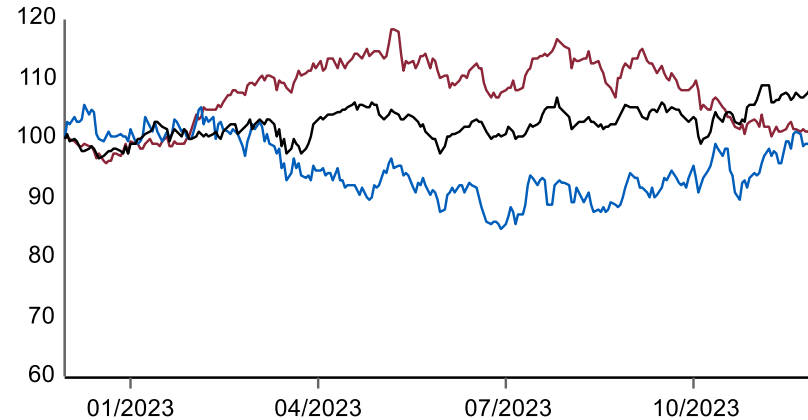
### COR.MC / COR ES

Capitalización (mln eur)	1.214,3
Nº acciones (mln)	133,0
Free Float	19,0%
Vol. día (mln eur)	0,4
Mín/Máx 12 meses (eur)	8,50 - 10,62
Revalorización YTD	4,7%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	0%	-10%	2%
Relativo	-12%	-17%	-19%

	2022	2023e	2024e
PER	11,8x	16,3x	16,0x
VE/EBITDA	7,9x	8,4x	7,6x
VE/Ventas	1,3x	1,5x	1,4x
P/VC	1,7x	1,7x	1,6x
DN/EBITDA	0,8x	1,2x	0,8x
Pay-Out	51,6%	39,2%	53,4%
Rent. Div.	3,3%	3,2%	3,3%
FCF Yield	-7,2%	-3,4%	8,2%
ROCE	14,5%	13,1%	13,8%
ROE	14,8%	10,6%	10,3%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



— Corticeira Amorim SGPS SA — Europe / Pulp & Paper -IND  
 — Portugal PSI 20

Fuente: FactSet

mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	740,1	837,8	1.021,4	980,4	1.001,1	1.024,0
EBITDA	122,5	134,4	164,0	170,0	179,1	188,8
Margen (%)	16,6%	16,0%	16,1%	17,3%	17,9%	18,4%
EBITDA consenso	122,5	134,0	164,0	175,5	190,0	204,5
Bº neto	64,3	74,8	98,3	74,4	75,7	83,5
BPA (eur)	0,48	0,56	0,74	0,56	0,57	0,63
DPA (eur)	0,19	0,27	0,29	0,29	0,30	0,31
FCF	83,6	104,9	-83,4	-41,3	99,5	112,9
DFN + / Caja neta -	110,7	48,1	129,0	208,8	149,1	77,1

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- Pese al estancamiento en el consumo mundial de vino en los últimos 20 años (+1% vs 2002) en términos de volúmenes, la **“premiumización” en el sector hacia productos de mayor valor añadido y calidad** ha impulsado el valor del comercio (+150% vs 2022), **apoyando el negocio de Corticeira** que ha logrado una TACC 12/22 del 7% tanto en ventas como en EBITDA.
- Pese a la escasa visibilidad sobre la evolución de los volúmenes en el c/p y a la inflación de costes de los últimos años, con los precios del corcho en niveles históricamente elevados, **Corticeira ha trasladado las subidas de precios sin destruir demanda y con márgenes superiores a su media histórica (>17% vs 16% histórico).**
- Esperamos expansión de márgenes por: **i) la normalización en los precios del corcho**, tras varios años de malas cosechas; **ii) la relajación en la inflación de costes**, especialmente energéticos y de transporte; **iii) la repercusión de las subidas de precios al cliente**; **iv) las mejoras de productividad en los procesos de recolección y fabricación**; y **v) la evolución en el mix de ventas hacia productos de mayor valor añadido.**



# Dominion: Sobreponderar, P.O. 6,00 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

**Precio objetivo:** 6,00 eur  
**Precio actual:** 3,34 eur  
**Potencial:** 79,6 %

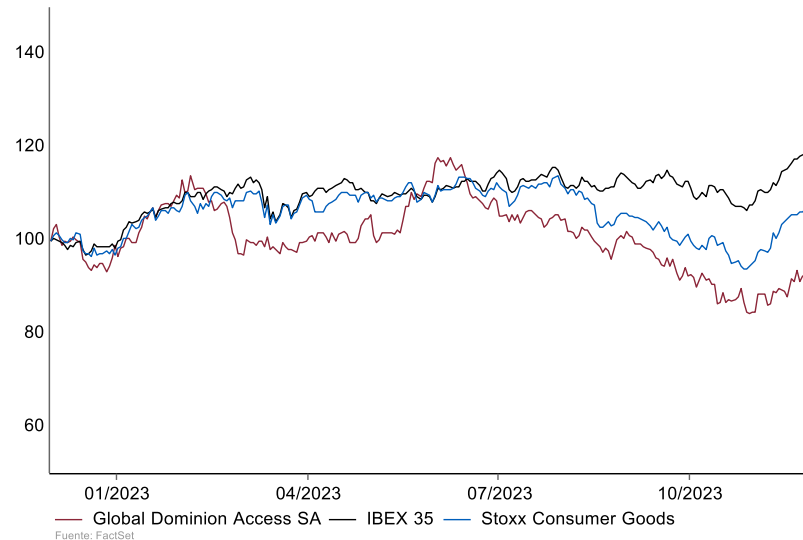
**DOM.MC / DOM ES**

Capitalización (mln eur)	504,5
Nº acciones (mln)	152,7
Free Float	44,6%
Vol. día (mln eur)	0,2
Mín/Máx 12 meses (eur)	3,02 - 4,28
Revalorización YTD	-6,8%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	9%	-9%	-10%
Relativo	-3%	-16%	-31%

	2022	2023e	2024e
PER	17,6x	13,1x	10,1x
VE/EBITDA	5,8x	4,1x	3,6x
VE/Ventas	0,6x	0,5x	0,5x
P/VC	1,9x	1,6x	1,4x
DN/EBITDA	1,3x	0,6x	0,4x
Pay-Out	31,7%	48,5%	35,4%
Rent. Div.	2,4%	3,0%	2,7%
FCF Yield	-26,1%	25,9%	5,3%
ROCE	16,4%	20,1%	22,2%
ROE	10,6%	12,1%	14,1%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	911,0	1.034,9	1.115,7	1.179,2	1.241,0	1.300,9
EBITDA	80,0	111,3	123,0	145,1	161,7	173,3
Margen (%)	8,8%	10,8%	11,0%	12,3%	13,0%	13,3%
EBITDA consenso	80,0	111,3	123,0	146,8	157,9	167,1
Bº neto	12,5	42,2	31,0	38,8	50,5	58,2
BPA (eur)	0,07	0,26	0,20	0,25	0,33	0,38
DPA (eur)	0,06	0,02	0,09	0,10	0,09	0,12
FCF	5,5	-37,6	-143,0	132,2	26,8	30,2
DFN + / Caja neta -	-88,3	-65,8	161,0	86,6	72,6	59,0

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- Difícil de explicar cómo **DOM (9M23 EBITDA +13,8% y Bº Neto +18,7%)**, viene registrando una **caída en bolsa del 5%**, mientras que el **Ibex 35** incluyendo dividendos aumenta un **28%** “ytd”. Así, **DOM cotiza prácticamente al mismo nivel de cuando salió a bolsa en 2016**, año en que genero un EBITDA de 47 mln eur, que compara con los 150 mln eur de EBITDA ex extraordinarios que prevemos para 2023.
- La **consolidación** de la filial enfocada al desarrollo de **proyectos de EE.RR.** no le está sentando bien. Entendemos que en la medida en que **DOM** anuncie que da por concluida la **búsqueda de un socio** para el desarrollo de su portafolio europeo, y proceda a **desconsolidar los activos/deuda**, el mercado pondrá en valor estos activos.
- Además, en el actual entorno de incertidumbre económica, damos más valor al **carácter defensivo de los negocios de DOM** (recurrencia), que presta principalmente **servicios que tienden a reducir la base de costes y mejorar la eficiencia de sus clientes**. **DOM** viene demostrando su **capacidad de crecimiento y expansión de márgenes**, (**TACC 2016/2023e de ingresos y EBITDA del 10% y 17% respectivamente**).



# Ecoener: Sobreponderar, P.O. 6,50 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

**Precio objetivo:** 6,50 eur  
**Precio actual:** 3,75 eur  
**Potencial:** 73,3 %

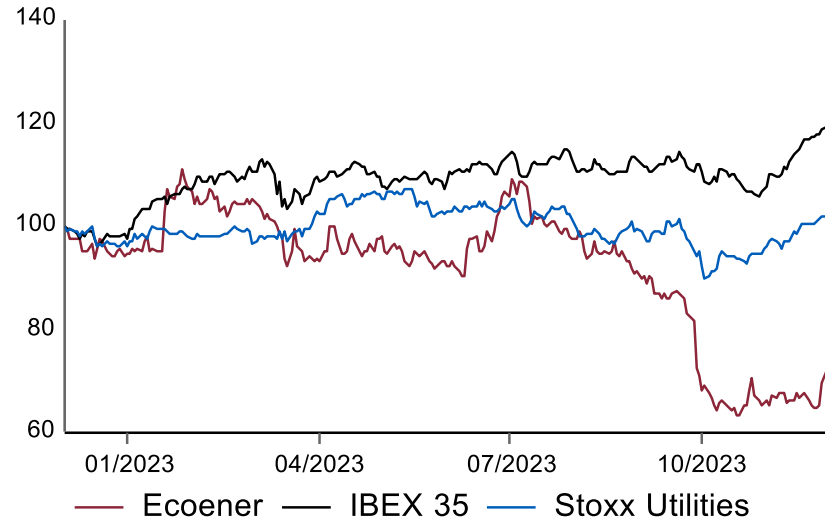
**ENER.MC / ENER ES**

Capitalización (mln eur)	216
Nº acciones (mln)	57
Free Float	18,1%
Vol. día (mln eur)	0,1
Mín/Máx 12 meses (eur)	3,05 - 5,36
Revalorización YTD	-16,8%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	17%	-13%	-21%
Relativo	8%	-21%	-42%

	2022	2023e	2024e
PER	15,4x	22,6x	9,0x
VE/EBITDA	10,6x	13,8x	9,7x
VE/Ventas	6,1x	6,9x	5,8x
P/V/C	2,1x	1,6x	1,4x
DN/EBITDA	4,4x	8,0x	6,5x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-25,5%	-51,0%	-58,6%
ROCE	9,9%	5,2%	8,1%
ROE	13,8%	7,2%	15,3%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



Fuente: FactSet

mIn eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	33,3	39,9	72,9	73,6	108,9	151,1
EBITDA ajustado	17,9	21,4	42,4	37,0	65,3	102,1
Margen (%)	53,7%	53,7%	58,2%	50,3%	60,0%	67,5%
EBITDA consenso	17,9	22,0	43,3	35,5	58,1	79,6
Bº neto	3,5	-5,9	16,9	9,5	23,9	49,9
BPA (eur)	0,06	-0,10	0,30	0,17	0,42	0,88
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-20,6	-112,9	-66,4	-108,8	-125,1	-98,0
DFN + / Caja neta -	182,2	118,4	187,8	296,6	421,8	519,8

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- *Player* puro de renovables **integrado verticalmente** con más de **30 años de experiencia** en proyectos **hidráulicos, eólicos y fotovoltaicos**. Tiene **171 MW en operación**, 83% en España (activos regulados en Galicia, y activos de alta calidad en Canarias, con exposición *merchant*, buenas condiciones climáticas y fiscales, con subvenciones). **En construcción 185 MW** reforzarán su presencia en Canarias, y la entrada en República Dominicana y Colombia.
- Ambiciosa **estrategia de crecimiento**, principalmente en **LatAm** y liderada por **fotovoltaica**, con **elevada visibilidad (pipeline superior a 1.500 MW hasta 2028, media anual >200 MW)**. **Rentabilidad** esperada de los proyectos de **doble dígito en esquemas dolarizados** (principalmente PPAs) con **estricto control del riesgo** y apoyo de socios locales en algunos casos.
- Actualmente cuentan con una **estructura de financiación diversificada** (52% bonos, 39% *project finance*, 9% SICAV; calculamos un **72% a tipo fijo** a final de año), que permite **costes más competitivos que otros players**.



# Enagás: Mantener, P.O. 18,14 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

**Precio objetivo:** 18,14 eur  
**Precio actual:** 17,00 eur  
**Potencial:** 6,7 %

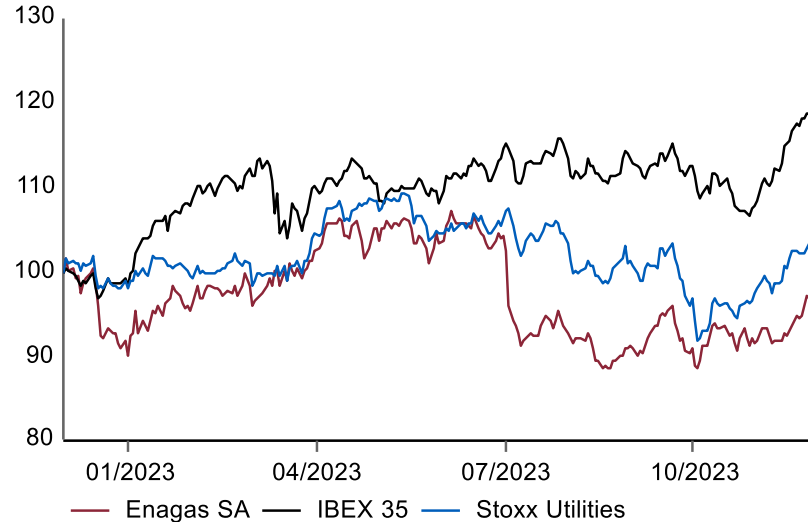
### ENG.MC / ENG ES

Capitalización (mln eur) 4.453  
 Nº acciones (mln) 262  
 Free Float 90,0%  
 Vol. día (mln eur) 12,5  
 Mín/Máx 12 meses (eur) 15,26 - 18,55  
 Revalorización YTD 9,5%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	7%	8%	-3%
Relativo	-4%	1%	-24%

	2022	2023e	2024e
PER	10,8x	14,1x	19,7x
VE/EBITDA	9,5x	10,6x	11,6x
VE/Ventas	7,8x	8,9x	9,5x
P/VC	1,3x	1,5x	1,6x
DN/EBITDA	4,4x	4,8x	5,3x
Pay-Out	111,5%	121,3%	143,9%
Rent. Div.	11,1%	10,2%	10,2%
FCF Yield	26,5%	4,9%	9,2%
ROCE	7,2%	6,7%	5,8%
ROE	11,7%	10,3%	8,0%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



Fuente: FactSet

mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	1.084,1	991,2	970,3	921,9	865,1	816,2
EBITDA	943,0	895,4	797,4	768,9	707,1	662,2
Margen (%)	87,0%	90,3%	82,2%	83,4%	81,7%	81,1%
EBITDA consenso	943,0	895,4	797,4	771,0	725,0	687,0
Bº neto	444,0	404,0	375,9	316,7	226,0	188,5
BPA (eur)	1,69	1,54	1,43	1,21	0,86	0,72
DPA (eur)	1,63	1,69	1,72	1,74	1,74	1,74
FCF	80,0	285,3	1.076,8	217,7	408,0	297,4
DFN + / Caja neta -	4.288,4	4.276,8	3.468,9	3.707,1	3.755,0	3.913,4

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- **Focaliza crecimiento en España y Europa**, activos en América (total *equity* R4e 1.650 mln eur) se consideran no estratégicos, objetivos de desinversión a corto/medio plazo. Oportunidad de crecimiento a l/p yace en el **desarrollo de mercado europeo de hidrógeno** (inversión red troncal España 4.900 mln eur, H2Med 2.500 mln eur 4 operadores, ambos en lista de PCIs de la CE).
- **En 2024** conoceremos el **volumen de subvención que recibirán los proyectos** mencionados, tras ello empezará la **open season vinculante** que determinará los proyectos para el desarrollo de la oferta de hidrógeno a nivel nacional.
- **En 2025** pendientes de visibilidad respecto al **marco regulatorio del periodo 2027-32**, (asumimos cierta mejora de la retribución regulada, R4e 6,5% vs 5,44% actual. Veremos si se establecen mecanismos que permitan recoger inflación y obra en curso, así como periodos de actualización más cortos). Sin cambios previstos en política de dividendos (1,74 eur/acc hasta 2026).
- **A partir de 2026**, el dividendo **dependerá** del nivel de **inversión**, del **apalancamiento** (FFO/DN > 14%), de las **desinversiones** y de la **regulación**.

# Grifols: Sobreponderar, P.O. 22,50 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

**Precio objetivo:** 22,50 eur  
**Precio actual:** 13,0 / 8,9 eur  
**Potencial:** 73 / 153 %

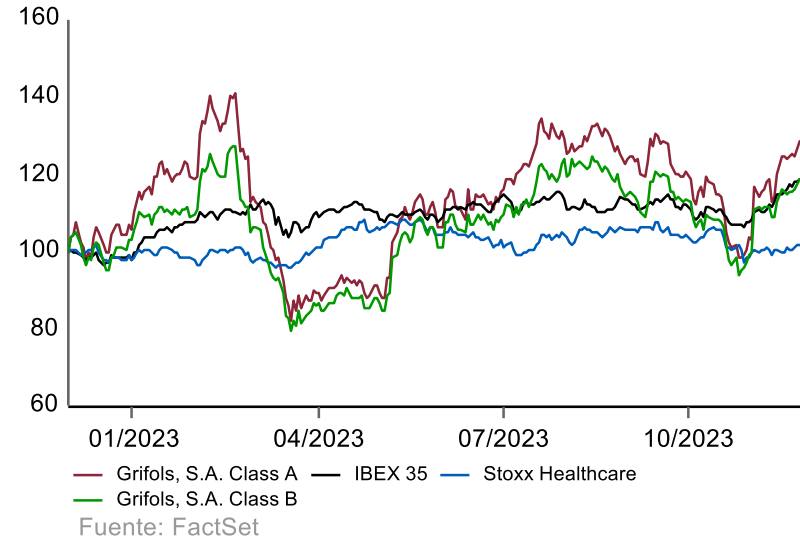
### GRF.P.MC / GRF.P.ES

Capitalización (mln eur)	7.857,2
Nº acciones (mln)	687,6
Free Float	55,4%
Vol. día (mln eur)	15,7
Mín/Máx 12 meses (eur)	8,4 - 15,0 / 6,0 - 10,2
Revalorización YTD	20,3% / 14,0%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto (clase A / B)	23/18%	2/2%	23/13%
Relativo (clase A / B)	11/6%	-5/-6%	2/-8%

	2022	2023e	2024e
PER	31,9x	53,2x	15,2x
VE/EBITDA	13,8x	13,6x	9,4x
VE/Ventas	2,8x	2,7x	2,4x
P/VC	1,1x	1,3x	1,2x
DN/EBITDA	8,4x	7,7x	5,1x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-30,3%	4,7%	8,9%
ROCE	4,9%	5,4%	8,7%
ROE	3,4%	2,4%	7,8%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	5.340,0	4.933,1	6.063,3	6.634,3	7.158,2	7.749,1
EBITDA	1.324,0	962,0	1.221,0	1.318,3	1.829,4	2.093,7
Margen (%)	24,8%	19,5%	20,1%	19,9%	25,6%	27,0%
EBITDA consenso	1.324,0	962,0	1.221,0	1.448,0	1.885,0	2.159,0
Bº neto	618,6	182,8	208,3	147,7	516,5	722,5
BPA (eur)	0,90	0,27	0,30	0,21	0,75	1,05
DPA (eur)	0,17	0,37	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	719,8	-3.492,4	-2.012,4	369,2	701,1	817,0
DFN + / Caja neta -	6.447,1	9.551,7	10.208,3	10.115,4	9.414,3	8.597,3

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- La radical mejora operativa, que prevemos **continuará en los próximos trimestres** impulsando los resultados, debería seguir impulsando la cotización. El mayor riesgo a esta tesis sigue concentrándose en el **elevado apalancamiento financiero (r4 2023e DFN/EBITDA aj 7x)**, cuyo coste drena el flujo de caja operativo (resultado financiero 2024e -558 mln eur), motivo por el cual el proceso de desapalancamiento continúa siendo **clave para que GRF recoja en su cotización la mejora operativa** que viene disfrutando. A este objeto, la venta de una participación relevante en SRRAS (previsto final 2023) será clave.
- A más largo plazo, el **desarrollo del “pipeline”** potenciará el crecimiento de los beneficios. Hasta el momento, los resultados de los ensayos clínicos, principalmente en **Fibrinogeno, Trimodulin, IVIgG Next Get y Cytotect** están siendo alentadores, pero también en **nuevas indicaciones para la albumina** en los estudios **PRECIOSA, APACHE o AMBAR-Next**. El próximo lanzamiento de estos productos debería mucho más que compensar la posible pérdida de negocio provocado por la irrupción de nuevos **productos sustitutivos**.

# IAG: Sobreponderar, P.O. 2,53 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

<b>Precio objetivo:</b>	<b>2,53 eur</b>
<b>Precio actual:</b>	<b>1,83 eur</b>
<b>Potencial:</b>	<b>38,5 %</b>

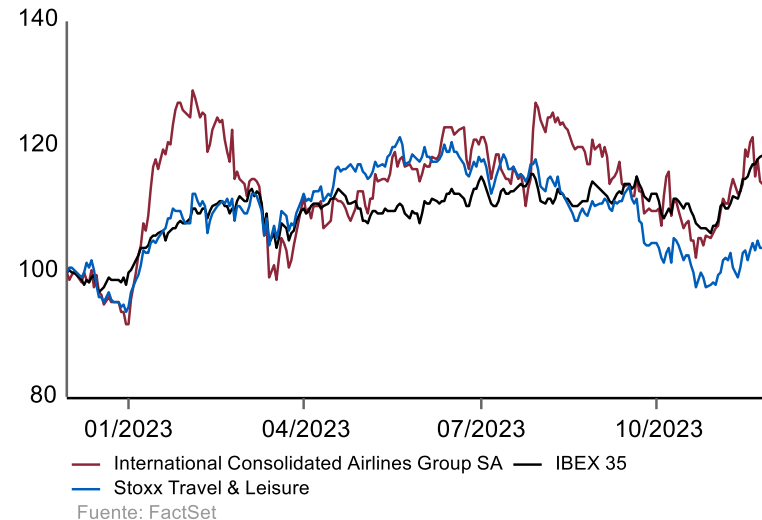
### IAG.MC / IAG ES

Capitalización (mln eur)	8.980,6
Nº acciones (mln)	4.971,5
Free Float	67,0%
Vol. día (mln eur)	17,0
Mín/Máx 12 meses (eur)	1,39 - 2,02
Revalorización YTD	31,4%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	10%	-2%	18%
Relativo	-2%	-9%	-3%

	2022	2023e	2024e
PER	17,2x	3,9x	4,0x
VE/EBITDA	5,2x	3,4x	3,2x
VE/Ventas	0,7x	0,6x	0,6x
P/V/C	3,4x	2,1x	1,4x
DN/EBITDA	3,1x	1,7x	1,6x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	3,3%	6,3%	-4,5%
ROCE	10,0%	24,6%	22,5%
ROE	19,9%	54,8%	34,7%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	7.868,0	8.450,0	23.066,0	29.166,0	30.435,9	31.651,9
EBITDA	-2.291,0	-1.017,0	3.316,0	5.439,7	5.625,9	5.971,9
Margen (%)	-29,1%	-12,0%	14,4%	18,7%	18,5%	18,9%
EBITDA consenso	-2.291,0	-1.017,0	3.303,0	5.511,6	5.521,4	6.004,0
Bº neto	-4.337,0	-3.038,0	402,0	2.326,7	2.256,6	2.430,0
BPA (eur)	-0,87	-0,61	0,08	0,47	0,45	0,49
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-1.355,0	-3.651,0	227,0	572,5	-405,2	39,2
DFN + / Caja neta -	9.762,0	11.667,0	10.385,0	9.490,6	8.932,8	8.456,6

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- La **evolución operativa** y la **situación financiera** de IAG ha mejorado considerablemente durante 2023 hasta el punto de haber superado los niveles prepandemia en las principales magnitudes operativas. Además, la buena evolución de la generación de caja ha permitido reducir los **múltiplos de deuda** hasta niveles conservadores y con una **liquidez muy elevada**.
- Viajar** ha ascendido hasta situarse en uno de los primeros puestos en las **preferencias de los consumidores** desde la pandemia, siendo clave para que los niveles de **tráfico** ya casi hayan recuperado niveles prepandemia (oferta 2023e - 3%) con unos **precios** mucho más elevados (+20% en 3T 23). La inflación y el repunte del crudo han elevado los **costes** a un nivel similar, dejando los márgenes similares.
- IAG ha presentado un **plan de negocio 2024/26** moderadamente optimista en cuanto a **capacidad** (+6%/+8% en 2024e y +4%/+5% TAAC 24/26e) en el que la renovación de la flota será primordial. El plan será muy intensivo en **capex** (13.500 mln eur), con leves mejoras del **margen operativo** y **ROCE** y manteniendo la disciplina financiera (**dfn/EBITDA < 1,8x**).



# Iberdrola: Sobreponderar, P.O. 13,60 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

**Precio objetivo:** 13,60 eur  
**Precio actual:** 11,43 eur  
**Potencial:** 19,0 %

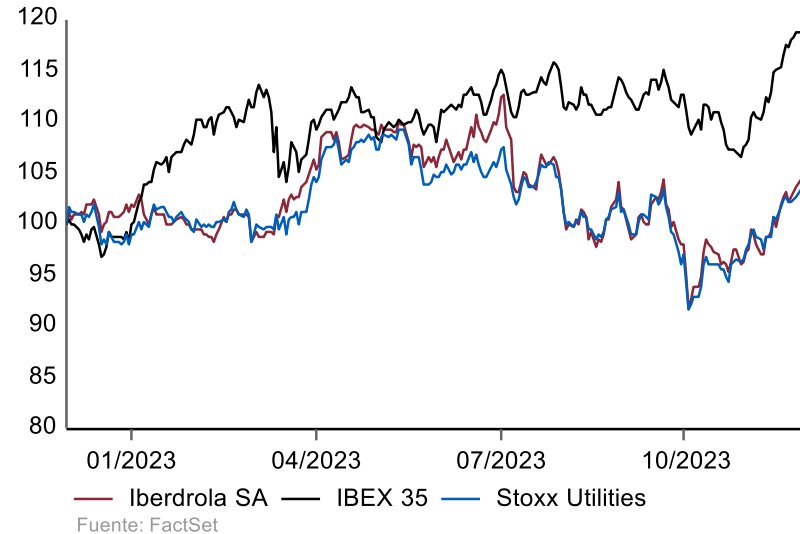
### IBE.MC / IBE ES

Capitalización (mln eur)	72.552
Nº acciones (mln)	6.362
Free Float	91,3%
Vol. día (mln eur)	113,8
Mín/Máx 12 meses (eur)	9,88 - 12,25
Revalorización YTD	4,5%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	8%	5%	5%
Relativo	-3%	-2%	-16%

	2022	2023e	2024e
PER	16,0x	15,1x	14,6x
VE/EBITDA	8,6x	7,8x	8,3x
VE/Ventas	2,1x	2,3x	2,5x
P/VC	1,7x	1,7x	1,6x
DN/EBITDA	3,3x	2,9x	3,6x
Pay-Out	76,2%	71,6%	68,0%
Rent. Div.	4,3%	4,3%	4,5%
FCF Yield	-4,6%	6,7%	-12,8%
ROCE	9,4%	10,8%	9,7%
ROE	10,6%	11,2%	11,1%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	33.718,1	39.113,5	53.949,4	49.077,4	50.949,7	52.942,2
EBITDA	10.011,0	12.005,7	13.229,5	14.723,2	15.335,9	15.935,6
Margen (%)	29,7%	30,7%	24,5%	30,0%	30,1%	30,1%
EBITDA consenso	10.011,0	12.005,8	13.228,0	14.555,5	15.359,5	16.279,1
Bº neto	3.610,5	3.884,9	4.340,2	4.798,8	4.974,2	5.304,5
BPA (eur)	0,57	0,61	0,68	0,75	0,78	0,83
DPA (eur)	0,42	0,45	0,47	0,49	0,51	0,60
FCF	5.778,3	-10.723,7	-3.209,0	4.849,3	-9.315,3	-73,5
DFN + / Caja neta -	35.924,6	39.359,7	44.184,5	42.383,5	54.899,6	58.703,7

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- Se mantiene la **estrategia de inversiones**, mayor **prioridad a inversión en redes frente a renovables** ante el actual contexto de incertidumbre del mercado energético. Estimamos que entre 2023 y 2025 se realizarán inversiones por 47.000 mln eur (84% para crecimiento, 57% se destinará a redes y 38% a renovables). Estas inversiones se traducirán en un crecimiento del resultado neto, estimando que crezca a una tasa de 8%-10% TACC 22-25 R4e que le permita alcanzar el objetivo 2025 de situarse entre los 5.200 y los 5.400 mln eur pese a las desinversiones realizadas en México.
- No esperamos cambios en la política de dividendos** con un **pay-out entre 65% y 75%**, esperando repartir dividendo entre 0,55 y 0,58 eur/acción en 2025, RPD>5%. Pese al elevado nivel de inversión previsto, esperamos que sigan centradas en su estrategia de **preservar balance** (DN/EBITDA 2025e en 3,7x R4e), contando para ello con la posibilidad de seguir **incorporando socios** financieros mediante participaciones minoritarias

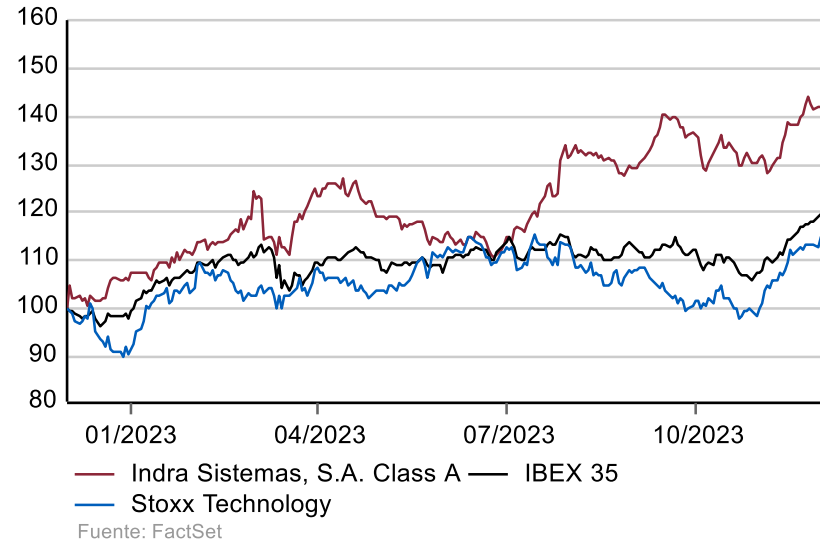
# Indra: Sobreponderar, P.O. 18,60 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

**Precio objetivo:** 18,60 eur  
**Precio actual:** 14,34 eur  
**Potencial:** 29,7 %

**IDR.MC / IDR ES**

Capitalización (mln eur)	2.533,2
Nº acciones (mln)	176,7
Free Float	47,0%
Vol. día (mln eur)	5,9
Mín/Máx 12 meses (eur)	9,86 - 14,59
Revalorización YTD	34,6%



Fuente: FactSet

mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	3.112,8	3.446,6	3.904,7	4.328,5	4.473,1	4.629,7
EBITDA	77,2	349,5	401,0	436,9	469,9	495,7
Margen (%)	2,5%	10,1%	10,3%	10,1%	10,5%	10,7%
EBITDA consenso	77,2	349,5	400,3	441,0	472,2	500,4
Bº neto	-53,3	152,9	170,4	220,5	235,1	251,6
BPA (eur)	-0,30	0,87	0,96	1,25	1,33	1,42
DPA (eur)	0,00	0,00	0,15	0,25	0,31	0,40
FCF	94,0	75,9	49,8	-94,4	205,2	296,7
DFN + / Caja neta -	481,3	240,4	42,6	117,4	-115,3	-343,2

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	8%	10%	42%
Relativo	-4%	3%	22%

	2022	2023e	2024e
PER	11,0x	11,5x	10,8x
VE/EBITDA	4,8x	6,1x	5,1x
VE/Ventas	0,5x	0,6x	0,5x
P/VC	1,9x	2,2x	1,9x
DN/EBITDA	0,1x	0,3x	-0,2x
Pay-Out	17,3%	25,9%	24,6%
Rent. Div.	1,4%	1,7%	2,1%
FCF Yield	2,6%	-3,7%	8,1%
ROCE	29,3%	25,9%	29,2%
ROE	17,3%	19,0%	17,4%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- La **evolución operativa del grupo** sigue siendo **muy destacada**, con crecimiento de la **contratación** de doble dígito y la **cartera de pedidos** en máximos históricos en 9M 23 en un año en el que los **ingresos** están creciendo a doble dígito y los **márgenes operativos** y la **generación de caja** se mantienen estables. La buena evolución de la **generación de caja** ha permitido reducir deuda, hasta un múltiplo **deuda neta 9M23 /EBITDA 23e** a niveles muy conservadores (0,5x).
- La decisión de muchos países de **reforzar sus presupuestos de Defensa** tras el deteriorado entorno geopolítico y el posicionamiento y reconocimiento de Indra en este segmento está impulsando la división de **Defensa y Seguridad** (2023 R4e 19% total ingresos) mientras que **Minsait** (2023 R4e 64% total ingresos) continúa mejorando tras la reestructuración y la incorporación de nuevas compañías. Esperamos que Indra supere los objetivos de la **guía 2023e** y que anuncie un **plan de negocio** para los próximos años atractivo (previsto en marzo).
- Uno de los principales focos seguirá estando en el futuro de **Minsait** y la **posible desinversión** de Indra.



# LAR España: Sobreponderar, P.O. 9,20 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

**Precio objetivo:** 9,20 eur  
**Precio actual:** 6,14 eur  
**Potencial:** 49,8 %

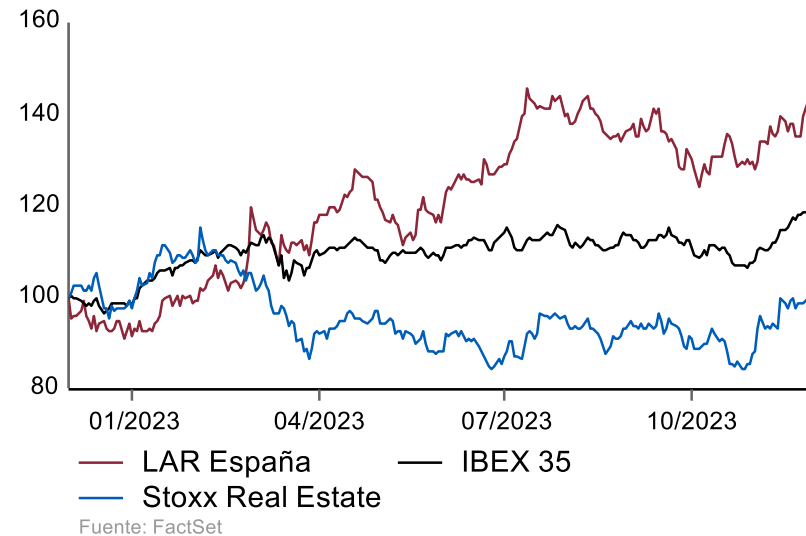
### LRE.MC / LRE ES

Capitalización (mln eur)	513,9
Nº acciones (mln)	83,7
Free Float	43,1%
Vol. día (mln eur)	0,3
Mín/Máx 12 meses (eur)	4,17 - 6,18
Revalorización YTD	59,1%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	14%	5%	53%
Relativo	2%	-2%	32%

	2022	2023e	2024e
PER	4,4x	7,4x	10,4x
VE/EBITDA	9,7x	14,5x	15,0x
VE/Ventas	11,1x	10,5x	10,9x
P/VC	0,4x	0,6x	0,6x
DN/EBITDA	6,2x	6,6x	7,1x
Pay-Out	194,8%	84,2%	71,4%
Rent. Div.	15,5%	12,0%	9,6%
FCF Yield	12,9%	36,2%	7,2%
ROCE	6,3%	4,8%	4,7%
ROE	8,1%	7,6%	5,5%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



mIn eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	93,3	76,3	80,2	90,1	88,9	92,2
EBITDA	-31,0	49,4	92,6	65,5	64,7	66,9
Margen (%)	-33,2%	64,8%	115,4%	72,7%	72,7%	72,6%
EBITDA consenso	-31,0	49,4	60,0	66,0	67,2	74,0
Bº neto	-53,7	25,8	72,9	69,3	49,4	51,3
BPA (eur)	-0,61	0,31	0,87	0,83	0,59	0,61
DPA (eur)	0,31	0,36	0,60	0,73	0,59	0,61
FCF	-23,8	80,4	41,6	186,2	37,2	39,0
DFN + / Caja neta -	628,2	580,3	571,4	435,4	459,6	470,1

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- **Lar España** cuenta con una **tesis de inversión diferencial** dentro del inmobiliario cotizado español **basada en dos pilares fundamentales: 1) la especialización en retail, y; 2) la rentabilidad por dividendo** que ha ofrecido históricamente (rentabilidad media > 7,7% desde 2015).
- Destacamos: **1) la gestión activa de Lar España** (gestión externa en exclusiva a través de Grupo Lar; 2º máximo accionista con un 10% del capital); **2) exposición única al segmento retail**, con una cartera de activos balanceada entre centros comerciales y parques de medianas, y un **foco claro** en una tipología de **activo: dominantes**; **3) mantener sistemáticamente niveles de ocupación > 90%** se traduce en el **pleno cobro de las rentas**; **4) la rentabilidad subyacente de sus activos** (6,3% actualmente a valor de mercado; Lar España cotiza con un -44% de descuento vs EPRA NTA) **resulta más atractiva** en el **entorno de tipos actual** frente a la de otras SOCIMI, ofreciendo la **mayor rentabilidad por dividendo recurrente** (cercana al 10% a precios actuales, y; **5) posición financiera sólida**, con una **ratio LTV del 31,2%, 100% de la deuda a tipo fijo** (1,8% de tipo de interés medio a 9M23), maduración media de 4 años y sin vencimientos hasta 2026.



# Navigator: Mantener, P.O. 4,10 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

<b>Precio objetivo:</b>	<b>4,10 eur</b>
<b>Precio actual:</b>	<b>3,73 eur</b>
<b>Potencial:</b>	<b>9,8 %</b>

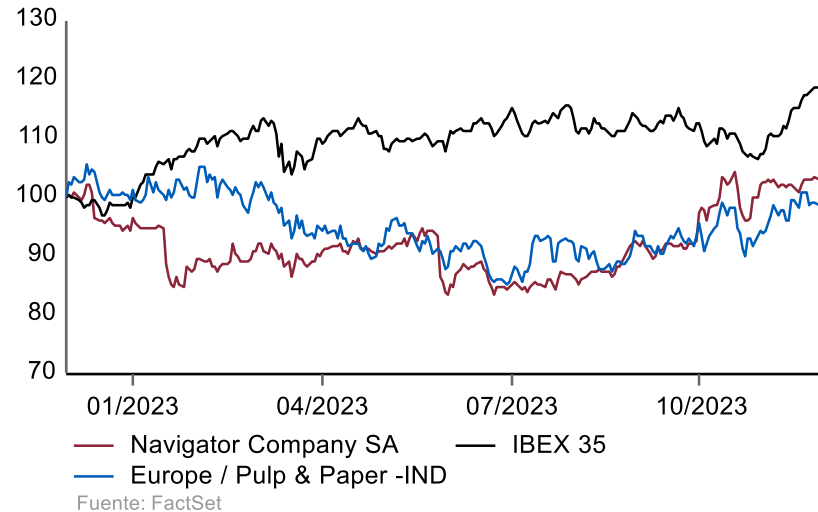
### NVG.MC / NVG ES

Capitalización (mln eur)	2.655,6
Nº acciones (mln)	711,2
Free Float	30,0%
Vol. día (mln eur)	2,5
Mín/Máx 12 meses (eur)	3,01 - 3,93
Revalorización YTD	8,1%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-1%	11%	1%
Relativo	-12%	4%	-19%

	2022	2023e	2024e
PER	6,3x	10,6x	11,8x
VE/EBITDA	3,9x	6,5x	7,2x
VE/Ventas	1,2x	1,6x	1,6x
P/VC	2,0x	2,0x	1,9x
DN/EBITDA	0,5x	1,0x	1,1x
Pay-Out	145,8%	51,0%	59,6%
Rent. Div.	10,2%	7,5%	5,6%
FCF Yield	15,5%	4,1%	5,8%
ROCE	34,9%	19,7%	16,0%
ROE	31,2%	19,2%	16,2%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	1.385,4	1.595,9	2.464,6	1.901,7	1.941,8	1.997,3
EBITDA	285,5	354,7	736,4	479,9	433,8	468,0
Margen (%)	20,6%	22,2%	29,9%	25,2%	22,3%	23,4%
EBITDA consenso	285,5	354,7	736,2	479,5	400,0	451,0
Bº neto	109,2	171,4	392,5	251,7	224,3	252,7
BPA (eur)	0,15	0,24	0,55	0,35	0,32	0,36
DPA (eur)	0,28	0,21	0,35	0,28	0,21	0,21
FCF	126,3	228,0	380,4	108,1	154,8	217,9
DFN + / Caja neta -	680,0	594,8	382,2	474,1	469,3	401,3

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- **Navigator** es una de las **papeleras más eficientes** de Europa gracias a la **integración vertical** de su negocio.
- En un 2023 complejo por la caída de la demanda de papel, la flexibilidad y diversificación del negocio le ha permitido incrementar las ventas en otros segmentos como **pulpa y tisú, que disfrutan de vientos de cola estructurales**.
- Si bien la demanda de **papel de impresión y escritura**, su principal negocio, decrece estructuralmente, **la oferta se ha reducido a mayor velocidad** por el cierre y/o reconversión de los *players* menos eficientes, lo que apoya los precios y refuerza su liderazgo.
- Además, su **eficiente estructura de costes** y su estrategia de **diferenciación hacia productos de mayor valor añadido** reafirma su **liderazgo**, y las **ventajas competitivas** que le confiere la integración del negocio apoyan una estrategia de crecimiento basada en la **innovación, expansión y diversificación de productos y procesos**, aprovechando la tendencia de sustitución de plásticos y combustibles fósiles por productos derivados del papel y *biofuels*.

# Repsol: Sobreponderar, P.O. 19,50 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

**Precio objetivo:** 19,50 eur  
**Precio actual:** 14,18 eur  
**Potencial:** 37,5 %

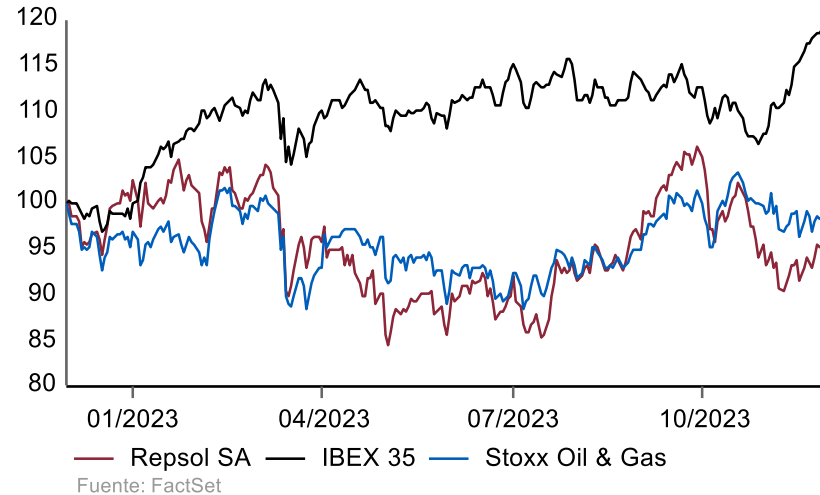
### REP.MC / REP ES

Capitalización (mln eur)	17.775,0
Nº acciones (mln)	1.277,4
Free Float	95,8%
Vol. día (mln eur)	70,5
Mín/Máx 12 meses (eur)	12,46 - 15,87
Revalorización YTD	-6,3%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	1%	-5%	-5%
Relativo	-8%	-13%	-26%

	2022	2023e	2024e
PER	4,8x	3,4x	4,6x
VE/EBITDA	1,6x	1,9x	1,9x
VE/Ventas	0,3x	0,3x	0,2x
P/VC	0,8x	0,7x	0,7x
DN/EBITDA	0,2x	0,0x	-0,1x
Pay-Out	38,6%	22,5%	19,8%
Rent. Div.	4,7%	5,3%	5,8%
FCF Yield	13,4%	12,4%	10,2%
ROCE	38,6%	28,2%	27,0%
ROE	16,8%	20,9%	15,4%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	34.963,0	52.130,0	78.724,0	68.853,7	74.677,5	66.487,3
EBITDA	2.730,0	8.170,0	13.813,0	9.857,7	9.070,8	8.379,9
Margen (%)	7,8%	15,7%	17,5%	14,3%	12,1%	12,6%
EBITDA consenso	2.730,0	8.170,0	13.710,0	9.951,0	9.071,6	8.859,6
Bº neto	-3.289,0	2.499,0	4.251,0	5.285,7	3.907,2	3.198,3
BPA (eur)	-2,15	1,64	3,09	4,14	3,06	2,50
DPA (eur)	0,91	0,59	0,70	0,75	0,82	0,86
FCF	6.623,0	-385,0	2.734,0	2.239,1	1.849,6	1.582,7
DFN + / Caja neta -	3.042,0	5.762,0	2.256,0	302,5	-502,9	-989,0

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- Reiniciamos la cobertura en Repsol tras unos 2022 y 2023 extraordinarios desde el punto de vista de los elevados precios de venta y márgenes de refino, lo que ha permitido avanzar el Plan Estratégico 2021/25 y dar prácticamente por logrados sus objetivos de generación de caja, producción en upstream, crecimiento en renovables y reducción de emisiones, etc. con casi dos años de antelación.
- Esperamos que la **estrategia de la Compañía** continúe basada en la transformación hacia multienergía, con el **negocio de Upstream e Industrial & Clientes apoyando el crecimiento en Low Carbon Business** gracias a i) elevados precios de realización en crudo y gas, ii) márgenes de refino por encima de su media histórica, y iii) incremento de la eficiencia del negocio, centrándose en crudo de calidad y en jurisdicciones atractivas.
- Repsol continuará haciendo *delivery* en su **estrategia de crecimiento en renovables** y rotando activos o vendiendo participaciones minoritarias que permitan financiar el crecimiento y cristalizar valor en los proyectos en ejecución, **logrando rentabilidades doble dígito (ROE>10%)**.

# Sacyr: Sobreponderar, P.O. 4,13 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

<b>Precio objetivo:</b>	<b>4,13 eur</b>
<b>Precio actual:</b>	<b>3,12 eur</b>
<b>Potencial:</b>	<b>32,3 %</b>

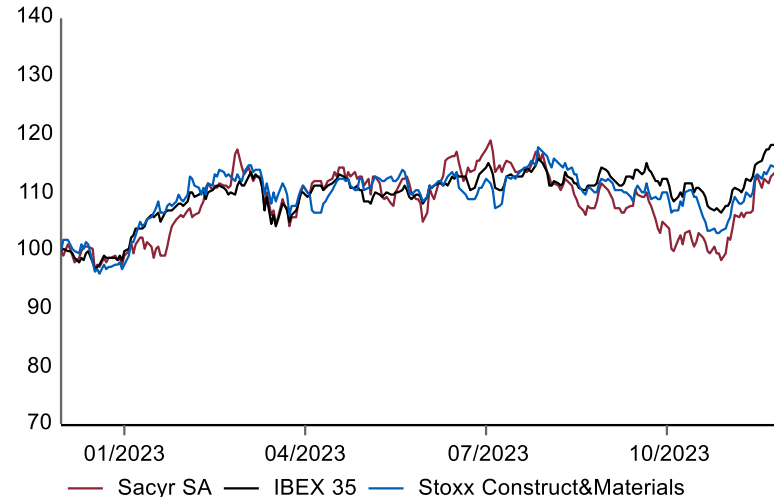
### SCYR.MC / SCYR ES

Capitalización (mln eur)	2.133
Nº acciones (mln)	653
Free Float	60,1%
Vol. día (mln eur)	6,1
Mín/Máx 12 meses (eur)	2,55 - 3,17
Revalorización YTD	20,1%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	15%	7%	18%
Relativo	3%	-1%	-3%

	2022	2023e	2024e
PER	15,4x	19,1x	24,7x
VE/EBITDA	6,1x	8,1x	8,2x
VE/Ventas	1,6x	2,4x	2,5x
P/VC	3,2x	3,7x	3,8x
DN/EBITDA	5,0x	6,5x	6,6x
Pay-Out	-38,4%	80,4%	87,2%
Rent. Div.	4,3%	4,4%	4,6%
FCF Yield	-110,5%	-40,9%	-17,1%
ROCE	16,2%	12,2%	12,0%
ROE	20,6%	19,5%	15,4%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



Fuente: FactSet

mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	4.547,9	4.675,4	5.851,7	4.277,0	4.351,7	4.389,7
EBITDA	723,6	922,9	1.502,1	1.290,3	1.338,1	1.389,8
Margen (%)	15,9%	19,7%	25,7%	30,2%	30,7%	31,7%
EBITDA consenso	723,6	923,0	1.502,0	1.358,0	1.447,0	1.481,0
Bº neto	35,7	-189,2	110,5	107,0	82,5	117,5
BPA (eur)	0,06	-0,28	0,17	0,16	0,13	0,18
DPA (eur)	0,08	0,10	0,11	0,14	0,14	0,15
FCF	-527,1	-1.036,7	-1.876,6	-833,5	-347,9	-125,5
DFN + / Caja neta -	5.212,0	6.012,8	7.490,3	8.413,1	8.874,2	9.117,9

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- **Visión positiva a largo plazo** en los fundamentales basada en: **1) Excelente cobertura de los flujos de caja sobre la inflación, 2) limitada exposición a la evolución del ciclo gracias a diversos mecanismos de mitigación del riesgo de demanda, 3) crecimiento orgánico previsto gracias a la puesta en marcha de varios proyectos en fase de construcción, 4) baja madurez en términos generales de los activos en operación que permite anticipar valoraciones superiores a medio/largo plazo, 5) posibilidad de crecimiento inorgánico a través de nuevas adjudicaciones de proyectos gracias a una ratio de éxito sólido sobre un pipeline muy relevante, 6) integración vertical entre negocios de construcción y concesiones que permite control del riesgo y aprovechamiento de oportunidades en proyectos greenfield.**
- **Riesgos limitados (máximas pérdidas posibles en litigios del Canal de Panamá y radiales totalmente acotadas). Atractiva política de dividendos, que no descartamos que pudiera mejorar a medio plazo gracias a la reducción del apalancamiento tras las ventas de activos. Los fondos obtenidos con la posible venta de los activos en Colombia es previsible que sean destinados para seguir creciendo en concesiones.**

# Santander: Sobreponderar, P.O. 5,67 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

**Precio objetivo:** 5,67 eur  
**Precio actual:** 3,84 eur  
**Potencial:** 47,8 %

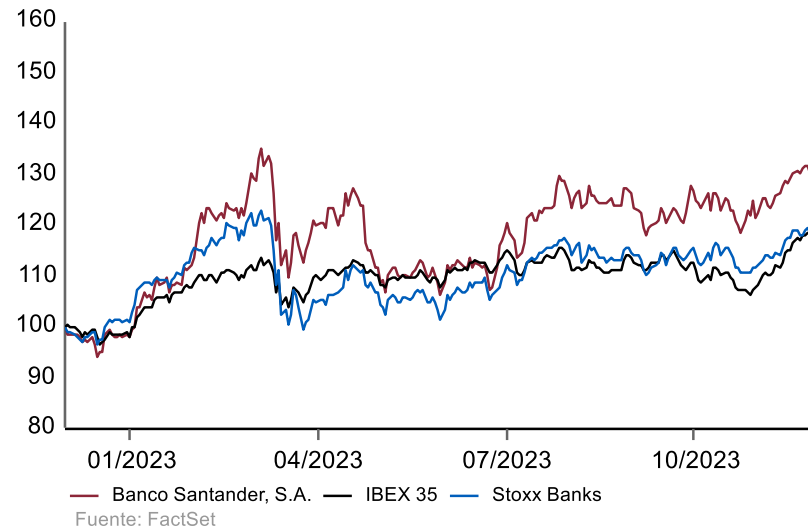
### SAN.MC / SAN ES

Capitalización (mln eur)	62.098,6
Nº acciones (mln)	16.794,4
Free Float	88,9%
Vol. día (mln eur)	121,3
Mín/Máx 12 meses (eur)	2,67 - 3,87
Revalorización YTD	36,9%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	10%	9%	36%
Relativo	-2%	2%	16%

	2022	2023e	2024e
PER	4,9x	5,7x	5,2x
P/VCT	0,4x	0,6x	0,5x
Ratio de Eficiencia	46%	44%	44%
Ratio LTD	101%	92%	88%
FF.PP Tangible/APR	17%	18%	18%
Pay-Out	20,6%	25,0%	25,0%
Rent. Div. Ajustada	4,0%	4,3%	4,7%
ROE	7,7%	8,4%	8,9%
RoTE	9,1%	9,9%	10,4%
RoAPR (%)	1,6%	1,8%	1,8%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Margen de intereses	31.994	33.371	38.619	43.700	45.355	42.626
MI / ATM (%)	2,1%	2,2%	2,3%	2,5%	2,5%	2,4%
Margen bruto	44.600	46.405	52.154	58.222	60.496	58.616
Margen bruto consenso	44.600	46.405	52.154	58.222	60.496	58.616
Bº neto	5.557	8.125	9.605	11.006	11.566	11.733
BPA Ajustado (eur)	0,30	0,44	0,55	0,65	0,72	0,75
DPA Ajustado (eur)	0,06	0,09	0,11	0,16	0,18	0,19
Valor Contable Tangible (eur/acc)	5,69	5,94	6,32	6,71	7,06	7,35
CET 1 "fully loaded"	11,9%	12,1%	12,0%	12,6%	12,7%	12,7%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- La **diversificación geográfica del negocio del banco sigue aportando una ventaja competitiva** que apoya el avance de volúmenes, principalmente en emergentes.
- **Modelo de negocio centrado en el crecimiento en el segmento retail y su exposición a negocios globales con foco en pagos y banca de inversión.**
- La **mejora de rentabilidad y de la solvencia en los últimos años**, hasta 9,1% y 12% en 2022, le ha permitido estar más alineado con la media del sector europeo.
- **Gestión conservadora de los riesgos estructurales**, una cartera de bonos que representa tan sólo el 6% de los activos totales y reducido impacto de la valoración a mercado de la cartera a vencimiento sobre el capital.
- Su política de dividendos consiste en un pay out del 50%, dividido a partes iguales entre el pago en efectivo y recompra de acciones, supone una RPD 23e del 4,4% y 5,1% 2024e. Potencial mejora de la política de retribución.
- **Cotiza a múltiplos atractivos**, PER 24e 5x y P/VCT 0,5x.

# Soltec: Sobreponderar, P.O. 6,20 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

<b>Precio objetivo:</b>	<b>6,20 eur</b>
<b>Precio actual:</b>	<b>3,21 eur</b>
<b>Potencial:</b>	<b>93,0 %</b>

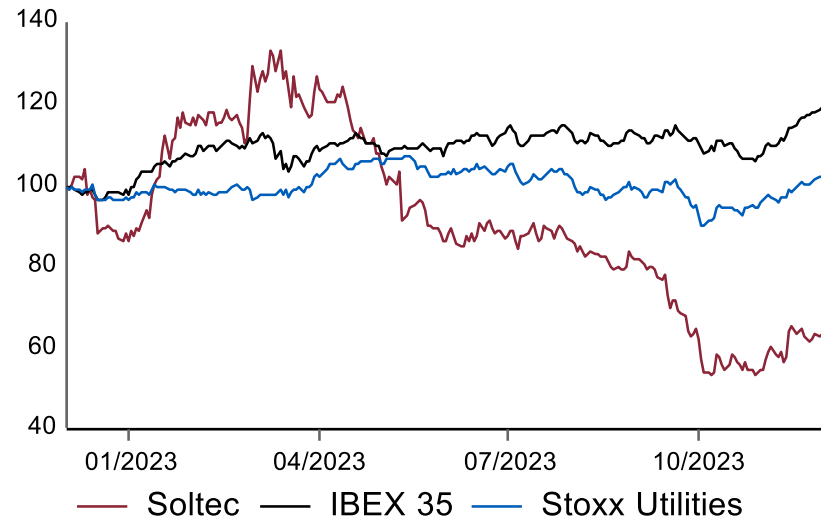
### SOL.MC / SOL ES

Capitalización (mln eur)	293,5
Nº acciones (mln)	91,4
Free Float	33,0%
Vol. día (mln eur)	0,8
Mín/Máx 12 meses (eur)	2,50 - 6,54
Revalorización YTD	-22,2%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	23%	-18%	-33%
Relativo	11%	-26%	-53%

	2022	2023e	2024e
PER	76,6x	12,8x	9,3x
VE/EBITDA	28,3x	9,4x	8,6x
VE/Ventas	0,9x	0,9x	0,9x
P/VC	2,3x	1,6x	1,4x
DN/EBITDA	8,4x	4,1x	4,3x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-25,3%	-25,1%	-20,5%
ROCE	4,5%	11,1%	11,3%
ROE	3,0%	12,4%	14,5%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



Fuente: FactSet

mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	235,6	346,5	568,2	596,4	647,7	707,3
EBITDA	-13,9	-27,5	19,0	56,1	68,2	89,2
Margen (%)	-5,9%	-7,9%	3,3%	9,4%	10,5%	12,6%
EBITDA consenso	-13,9	-27,5	19,0	45,0	79,0	98,0
Bº neto	-4,9	-18,9	4,9	23,0	31,6	44,5
BPA (eur)	-0,05	-0,21	0,05	0,25	0,35	0,49
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-28,4	-109,2	-95,5	-73,6	-60,0	-250,5
DFN + / Caja neta -	-4,7	78,3	158,2	231,8	291,8	543,3

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- Soltec presentó en mayo de 2022 su Plan Estratégico 22-25, una hoja de ruta definida para, a través de una mayor integración vertical entre divisiones, alcanzar unos ingresos de 780-840 mln eur y un EBITDA de 100-120 mln eur, gracias a una gradual **transformación en IPP**.
- 2023 ha estado impactado por una importante **estacionalidad**. Con el ejercicio prácticamente concluido, Soltec ha **ratificado el cumplimiento del guidance**, lo que dará lugar a un **4T23 récord**, con más del 50% de los ingresos totales del año y un M.EBITDA que superará el 10% en el trimestre estanco. Gracias a **1)** la normalización de las cadenas de suministro, **2)** la caída de precios de las materias primas y **3)** la reducción de los costes logísticos, Soltec está logrando **márgenes brutos de doble dígito**, que serán visibles mirando el acumulado del ejercicio.
- Con 230 MW operativos, **Soltec Assets** ha registrado en 2023 su primer resultado (12 mln eur ingresos R4e), que esperamos continúe creciendo con la puesta en marcha de **nueva capacidad en 2024**, tras obtener la Declaración de Impacto Ambiental favorable para **549 MW en España**.



# Talgo: Sobreponderar, P.O. 5,00 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

<b>Precio objetivo:</b>	<b>5,00 eur</b>
<b>Precio actual:</b>	<b>4,29 eur</b>
<b>Potencial:</b>	<b>16,7 %</b>

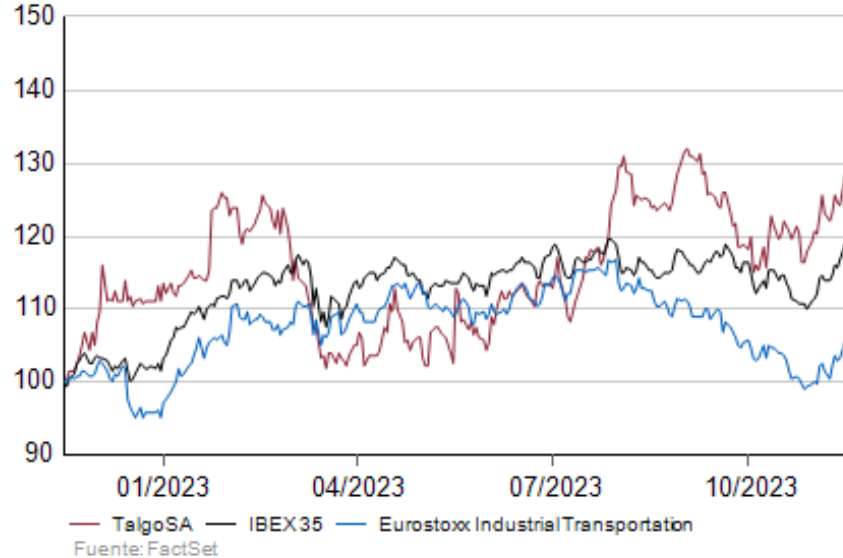
### TEF.MC / TEF ES

Capitalización (mln eur)	22.835,3
Nº acciones (mln)	5.775,2
Free Float	88,2%
Vol. día (mln eur)	60,9
Mín/Máx 12 meses (eur)	3,22 - 4,15
Revalorización YTD	16,8%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	20%	9%	33%
Relativo	8%	2%	12%

	2022	2023e	2024e
PER	n.a.	22,1x	20,4x
VE/EBITDA	10,3x	9,1x	8,7x
VE/Ventas	1,1x	1,2x	1,1x
P/VC	1,4x	1,8x	1,7x
DN/EBITDA	2,1x	2,5x	2,3x
Pay-Out	35,0%	-692,0%	58,6%
Rent. Div.	2,4%	2,3%	2,6%
FCF Yield	-15,4%	-16,4%	4,5%
ROCE	6,1%	10,9%	11,4%
ROE	-0,6%	8,2%	8,5%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	487,1	555,4	469,1	624,0	646,0	691,9
EBITDA	28,0	60,6	49,3	80,3	83,1	91,6
Margen (%)	5,7%	10,9%	10,5%	12,9%	12,9%	13,2%
EBITDA consenso	28,0	60,6	49,3	80,3	83,1	91,6
Bº neto	-17,4	27,5	-1,7	23,9	26,0	40,4
BPA (eur)	-0,14	0,22	-0,01	0,19	0,21	0,33
DPA (eur)	0,00	0,00	0,08	0,10	0,11	0,13
FCF	-121,4	6,1	-62,6	-86,6	23,7	14,4
DFN + / Caja neta -	47,9	35,9	102,1	200,7	191,1	192,7

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- El ejercicio 2023 ha confirmado nuestra tesis de inversión de Talgo de: **1) elevada contratación:** contratos por importe de más de 2.100 mln eur, destacando Alemania, Dinamarca y Egipto, situando la cartera de pedidos en niveles récord de más de 4.400 mln eur. **2) Mayor ritmo de ejecución de la elevada cartera de pedidos:** a partir del 2T23, circunstancia que incrementará de forma notable las ventas del grupo en los próximos ejercicios **3) recuperación de márgenes:** gracias a la normalización de los contratos en cartera. **UNIFE (Union of European Railway Industry) estima que las inversiones en el mercado accesible del sector ferroviario van a crecer a una t.a.c.c. del +2,9% en el periodo 2025/2027e vs. 2019/2021.**

- Talgo ha recibido una manifestación preliminar de **potencial interés en la formulación de una OPA** por parte de un grupo empresarial húngaro a un precio de **5,0 eur/acción**. No descartamos una contraoferta, situando a Stadler como principal candidato dado que le aportaría producto, tamaño (14% ventas24e y c.20% EBITDA24e) y mayor presencia en España. Damos menos opciones a CAF al estimar que podría estar más centrada en las nuevas desinversiones de Alstom e Hitachi

# Técnicas Reunidas: Sobreponderar, P.O. 14,10 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

<b>Precio objetivo:</b>	<b>14,10 eur</b>
<b>Precio actual:</b>	<b>8,96 eur</b>
<b>Potencial:</b>	<b>57,4 %</b>

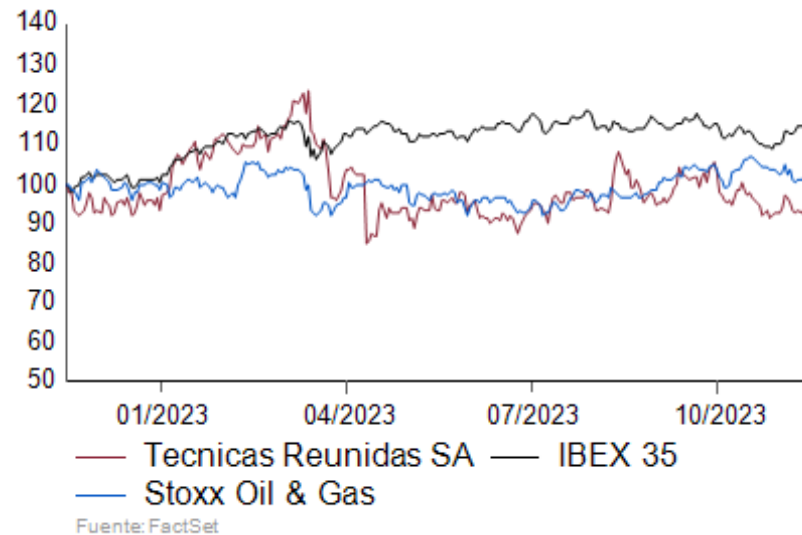
### TRE.MC / TRE ES

Capitalización (mln eur)	719,5
Nº acciones (mln)	80,3
Free Float	47,5%
Vol. día (mln eur)	1,4
Mín/Máx 12 meses (eur)	6,98 - 11,27
Revalorización YTD	7,2%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	6%	5%	8%
Relativo	-5%	-2%	-13%

	2022	2023e	2024e
PER	n.a.	10,0x	6,8x
VE/EBITDA	15,2x	3,5x	2,9x
VE/Ventas	0,1x	0,2x	0,1x
P/V/C	7,2x	2,5x	1,8x
DN/EBITDA	0,5x	-0,3x	-0,5x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	5,8%	-11,5%	7,5%
ROCE	9,9%	68,0%	63,0%
ROE	-52,5%	24,6%	26,5%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	3.520,6	2.807,6	4.233,4	4.266,0	4.422,0	4.719,0
EBITDA	84,7	-129,2	34,6	191,3	212,8	239,5
Margen (%)	2,4%	-4,6%	0,8%	4,5%	4,8%	5,1%
EBITDA consenso	84,7	-129,2	34,6	191,3	212,8	239,5
Bº neto	11,0	-190,4	-37,2	71,9	105,7	126,6
BPA (eur)	0,18	-3,12	-0,61	0,89	1,32	1,58
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-80,1	-339,7	29,5	-82,7	53,6	26,1
DFN + / Caja neta -	-197,2	76,0	17,4	-49,9	-103,6	-129,7

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- **2023 está siendo el año en el que Técnicas Reunidas ha conseguido volver a la senda de la normalidad tanto a nivel operativo como de generación de caja.** En este sentido, la compañía cerrará 2023 con una clara mejora del margen EBIT hasta el 3,9%, nivel más alto desde 2016.
- Este positivo comportamiento **se apoya en:**
  - 1) reactivación de las inversiones en el sector:** la compañía estima unas inversiones anuales de la industria energética en el periodo 2023/2030 de 10,7 billones de dólares, de los que 181.000 mln USD se dedicarán a la descarbonización del sector.
  - 2) Entrada en los sectores del acero y el del cemento,** que prevén invertir globalmente 178.000 mln USD anuales en técnicas de descarbonización en los próximos años.
  - 3) Estrategia de mitigación del riesgo construcción:** centrada en la consecución de contratos FEED (Front End Engineering Design) o de ingeniería previa a la adjudicación de los paquetes finales, así como por priorizar por un modelo de consorcio con constructoras locales.
  - 4) Sin provisiones adicionales:** no estimamos impactos adicionales en los próximos años tras los sufridos por la pandemia del Covid-19 y los sobrecostes por inflación.

# Telefónica: Sobreponderar, P.O. 4,60 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

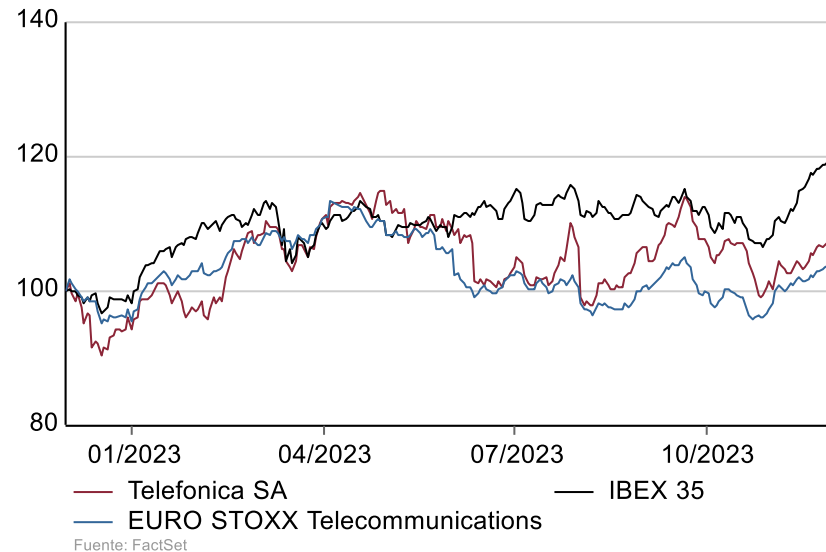
<b>Precio objetivo:</b>	<b>4,60 eur</b>
<b>Precio actual:</b>	<b>4,01 eur</b>
<b>Potencial:</b>	<b>14,8 %</b>

<b>TEF.MC / TEF ES</b>	
Capitalización (mln eur)	23.135,6
Nº acciones (mln)	5.775,2
Free Float	88,2%
Vol. día (mln eur)	59,9
Mín/Máx 12 meses (eur)	3,22 - 4,15
Revalorización YTD	18,3%

<b>Comportamiento</b>	<b>1 m.</b>	<b>3 m.</b>	<b>12 m.</b>
Absoluto	11%	5%	10%
Relativo	0%	-3%	-10%

	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
PER	9,7x	14,7x	13,2x
VE/EBITDA	4,0x	4,1x	4,2x
VE/Ventas	1,3x	1,3x	1,3x
P/VC	0,8x	0,9x	0,9x
DN/EBITDA	2,5x	2,3x	2,5x
Pay-Out	21,3%	86,1%	109,8%
Rent. Div.	8,9%	7,5%	7,5%
FCF Yield	5,9%	17,6%	-3,3%
ROCE	7,1%	7,3%	7,5%
ROE	8,0%	6,3%	6,9%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	43.075,0	39.276,0	39.993,0	41.027,9	41.379,5	41.667,8
EBITDA	13.499,0	21.984,0	12.854,0	12.957,4	13.181,7	13.363,0
Margen (%)	31,3%	56,0%	32,1%	31,6%	31,9%	32,1%
EBITDA consenso	13.499,0	21.984,0	12.852,4	12.991,0	13.205,1	13.292,0
Bº neto	1.229,0	8.138,0	2.013,0	1.578,3	1.753,4	2.039,5
BPA (eur)	0,23	1,41	0,35	0,27	0,30	0,35
DPA (eur)	0,40	0,35	0,30	0,30	0,30	0,30
FCF	16.107,0	8.029,0	1.147,0	4.070,6	-752,8	2.033,2
DFN + / Caja neta -	44.816,0	33.715,0	31.834,0	30.300,0	32.359,0	31.870,0

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- Estrategia de centrar sus recursos en los **4 mercados principales (España, Alemania, Reino Unido y Brasil)** y de **optimizar la utilización del capital** hacia negocios y proyectos de mayor valor añadido. La directiva considera que el “pico de inversión” ha quedado atrás. Consideramos que Telefónica está **más preparada para acelerar el crecimiento, mejorar la rentabilidad y potenciar la generación de caja.**
- En **España** seguimos viendo una presión competitiva muy elevada y Telefónica centrará su estrategia en afianzar su liderazgo en la parte más rentable del mercado y en optimizar su estructura para defender márgenes, en **Brasil** sigue ampliando su liderazgo, en **Alemania** esperamos que compre la participación minoritaria en 1T 24e y que la reestructuración lleve tiempo, en **Reino Unido** seguirán reforzando su estrategia convergente y cuentan con margen para superar objetivos de sinergias y en **HispAm** esperamos que continúen reduciendo exposición y buscar oportunidades de consolidación.
- **Opciones de ventas de activos** (Telefónica Tech, cable submarino, acuerdos de fibra y el negocio de HispAm).



# Tubacex: Sobreponderar, P.O. 5,30 eur/acción

## Evolución bursátil y principales magnitudes

<b>Precio objetivo:</b>	<b>5,30 eur</b>
<b>Precio actual:</b>	<b>3,43 eur</b>
<b>Potencial:</b>	<b>54,7 %</b>

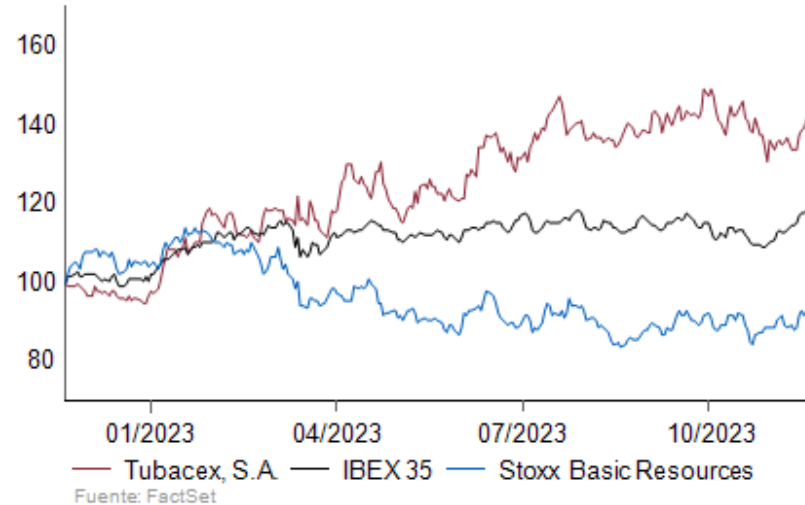
### TUB.MC / TUB ES

Capitalización (mln eur)	433,4
Nº acciones (mln)	129,0
Free Float	72,8%
Vol. día (mln eur)	0,5
Mín/Máx 12 meses (eur)	1,95 - 3,47
Revalorización YTD	71,4%

Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	24%	20%	71%
Relativo	12%	13%	51%

	2022	2023e	2024e
PER	12,7x	11,7x	10,1x
VE/EBITDA	5,9x	5,8x	5,1x
VE/Ventas	0,8x	0,8x	0,8x
P/VC	1,2x	1,8x	1,6x
DN/EBITDA	3,1x	2,2x	1,9x
Pay-Out	0,0%	40,0%	40,0%
Rent. Div.	0,0%	1,8%	3,4%
FCF Yield	14,8%	3,1%	8,1%
ROCE	8,7%	14,4%	15,7%
ROE	9,1%	15,0%	15,6%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.



mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	479,6	365,0	714,7	862,3	935,7	1.131,0
EBITDA	38,1	17,6	92,3	125,7	136,4	166,9
Margen (%)	7,9%	4,8%	12,9%	14,6%	14,6%	14,8%
EBITDA consenso	38,1	13,4	92,3	127,0	149,0	171,7
Bº neto	-25,3	-28,0	20,2	37,7	43,6	64,8
BPA (eur)	-0,19	-0,21	0,16	0,29	0,34	0,50
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,06	0,12	0,14
FCF	-48,7	-2,2	38,0	13,7	35,7	40,5
DFN + / Caja neta -	298,1	336,2	287,1	281,5	260,8	237,8

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Tesis de inversión

- **Buen momento del sector:** super ciclo inversor en el sector energético, principalmente en energías de transición.
- **Estabilidad del negocio actual:** reducir la ciclicidad de los resultados y la dependencia a las materias primas apoyado en la mejora del mix de producto, en el producto premium y con acuerdos estratégicos comerciales a largo plazo (>30). Cartera de pedidos récord en 1.630 mln eur.
- **Reducción de la dependencia al sector de "Oil&Gas":** objetivo de reducir el peso a la industria del gas y petróleo hasta 1/3 de las ventas en 2027 desde un 42% actual.
- **Reactivación de proyectos de energía nuclear:** una vez considerada como energía verde de transición.
- **Mejora de la competitividad y eficiencia:** con programas de mejora continuada y graduales, así como mejorando el mantenimiento predictivo.
- **Diversificación:** principalmente en los sectores aeroespacial, nuclear, "low carbon" y energías de movilidad. Nueva división de "Low Carbon" (ventas de 100 mln eur en 2027, con un margen EBITDA de alrededor del 20%).

## DISCLAIMER

### 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), Revenga Smart Solutions, Unicaja e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contrato como asesor registrado con Gigas y de análisis esponsorizado con Amper, Azkoyen, Clerhp Estructuras, DIA, Inmobiliaria del Sur, Nextil, Revenga Smart Solutions y Tubos Reunidos, 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.



**renta4banco**

QUIERES MÁS