

# Análisis Macroeconómico y de mercados

Natalia Aguirre Vergara

Febrero 2024

 renta4banco



# Consolidación ante el enfriamiento de expectativas de bajada de tipos

Tras el **rally en bolsa y bonos** desde finales de octubre 2023, sustentado en unas excesivamente optimistas previsiones de recortes de tipos, pasamos a un **escenario más realista: el proceso desinflacionario no será tan immaculado** como descuenta el mercado, lo que a su vez **retrasará el inicio de bajadas de tipos y limitará su cuantía.**

**De fondo: 1) ciclo económico más sólido** de lo esperado y  
**2) nuevos riesgos al alza sobre la inflación (Mar Rojo)**

INDICES	2023	Enero	Febrero	2024
MSCI EUROPE	12,7%	1,5%	-1,8%	1,3%
EUROSTOXX 50	19,2%	2,8%	1,5%	4,3%
IBEX 35	22,8%	-0,2%	0,1%	-2,0%
DAX	20,3%	0,9%	-3,1%	1,0%
MSCI UK	3,3%	-1,3%	1,3%	-2,0%
SMI	10,4%	1,3%	-0,7%	-2,0%
S&P 500	24,2%	1,6%	3,7%	5,4%
NASDAQ 100	53,8%	1,9%	4,8%	6,8%
DOW JONES	13,7%	1,2%	1,4%	2,6%
RUSSELL 2000	15,1%	-3,9%	3,2%	-0,8%
NIKKEI 225	28,2%	8,4%	1,7%	10,3%
HANG SENG	-13,8%	-9,2%	1,7%	-7,6%
MSCI CHINA	-13,2%	-10,5%	3,1%	-7,8%
MSCI ASIA PACIFIC	8,8%	-1,7%	0,5%	-1,2%
MSCI EM LATIN AMERICA	25,1%	-4,8%	0,0%	-4,9%
MSCI WORLD	21,8%	1,1%	2,4%	3,5%
MSCI ACWI	20,1%	0,5%	2,3%	2,9%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 9/2/2024

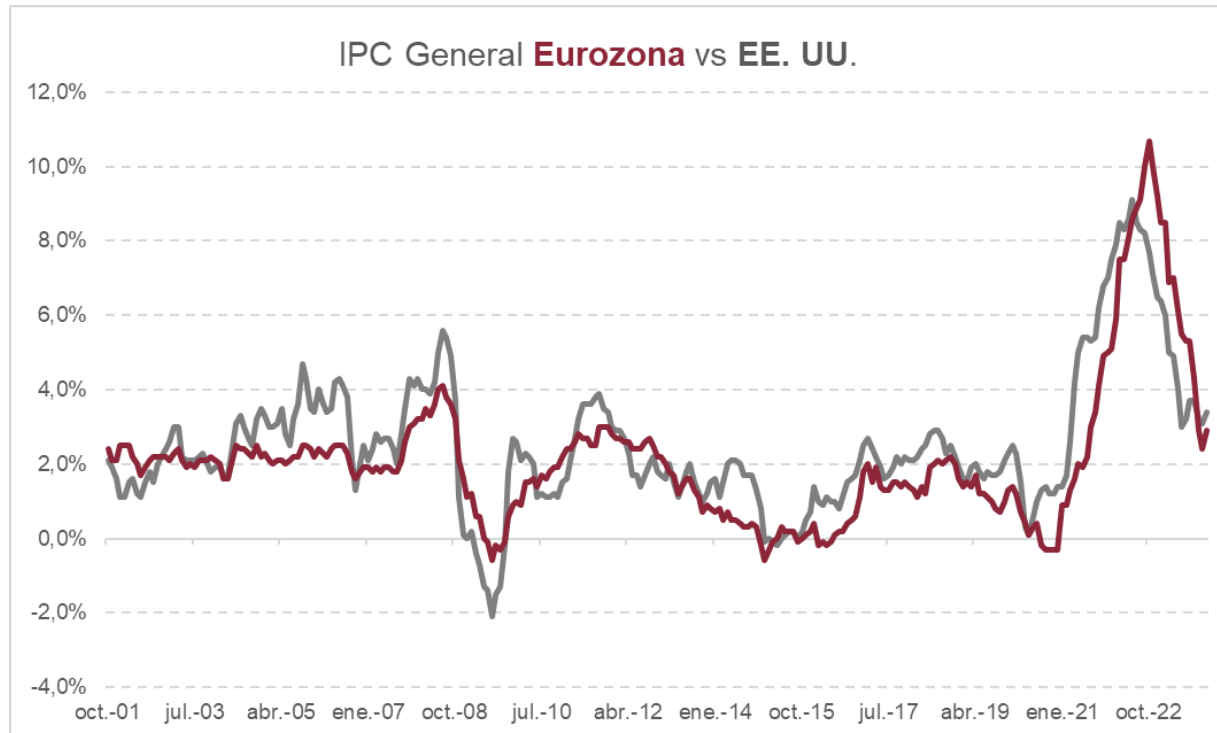
	2023	Enero	Febrero	2024
EUR/USD	3,2%	-2,0%	-0,3%	-2,3%
EUR/GBP	-2,1%	-1,7%	0,2%	-1,5%
EUR/CHF	-6,1%	0,3%	1,2%	1,6%
EUR/JPY	10,9%	2,1%	1,3%	3,4%
EUR/CNY (renminbi)	6,4%	-0,9%	-0,7%	-1,6%
BRENT	-10,3%	6,1%	0,6%	6,7%
WTI	-10,7%	5,9%	1,3%	7,2%
ORO	13,1%	-1,1%	-0,7%	-1,9%
PLATA	-0,7%	-3,5%	-1,5%	-5,0%
PLATINO	-7,7%	-7,0%	-4,9%	-11,6%
PALADIO	-38,6%	-10,8%	-12,2%	-21,7%
VIX (S&P 500)	-42,5%	15,3%	-9,9%	3,9%
V2X (Eurostoxx)	-35,0%	9,2%	-5,6%	3,1%
GOB. EURO 1-3 AÑOS	3,4%	0,0%	-0,5%	-0,5%
GOB. GLOBAL (€HDG)	3,6%	-0,6%	-1,2%	-1,7%
CORP. GLOBAL (€HDG)	6,2%	-0,4%	-1,0%	-1,3%
US AGGREGATE	5,5%	-0,3%	-1,2%	-1,5%
GOB. EMERG. USD (€HDG)	7,6%	-1,2%	-0,6%	-1,8%
GOB. EMERG. LC	7,8%	0,4%	-0,3%	0,1%
US HIGH YIELD	13,4%	0,0%	0,2%	0,2%
EUROPEAN HIGH YIELD	12,8%	1,0%	-0,2%	0,8%
GOB. ALE 10 Y	3,2%	-1,0%	-1,9%	-2,9%
GOB. ESP 10 Y	5,4%	-0,9%	-1,8%	-2,6%
GOB. ESP 2 Y	3,2%	-0,5%	-1,3%	-0,8%

## La desinflación no será tan immaculada...

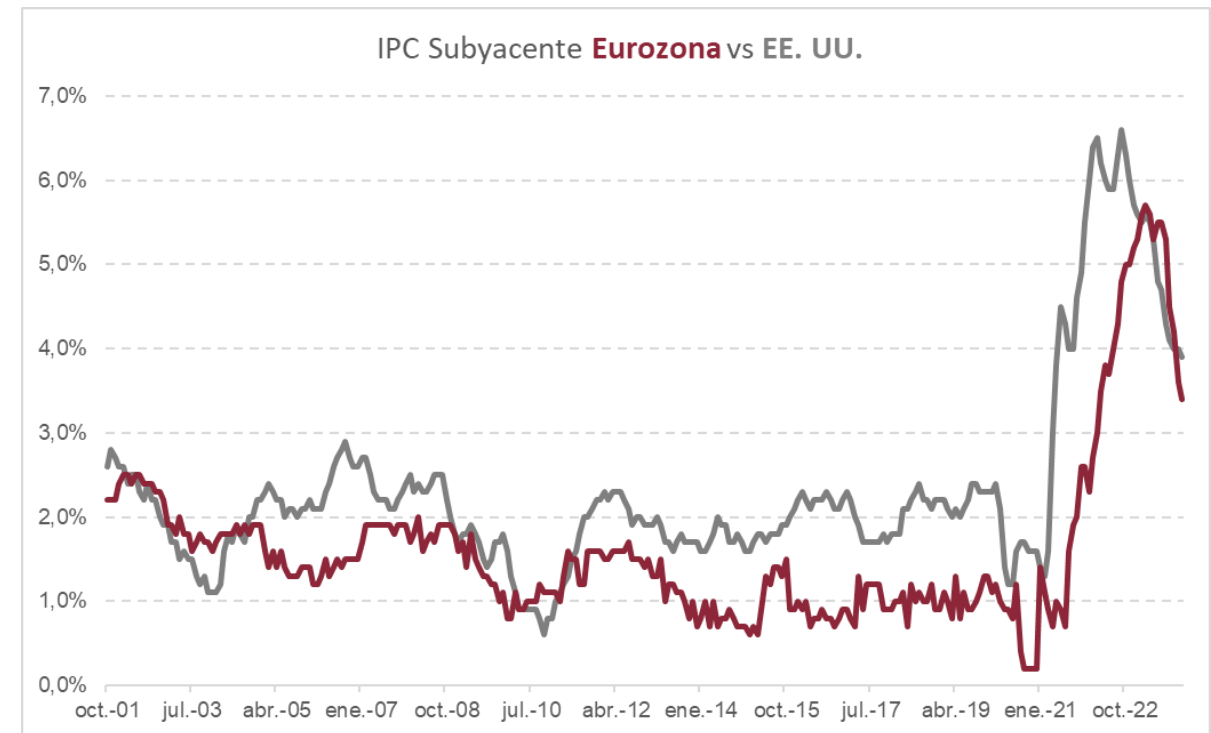
**Aunque la inflación se modera** de forma notable (desaceleración del ciclo por restricción monetaria), buena parte es por el componente energético y con **repunte en los últimos datos (efecto base más complicado)**.

**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.

...la “última milla” para llegar al 2% objetivo será la más difícil

## Isabel Schnabel: ‘The last mile of disinflation may be the most difficult one’

“

**I’m not saying that a flare-up in inflation is going to happen . . . it’s a risk we should be prepared for. This is an argument against adjusting the policy stance hastily. We have made substantial progress, but we are not there yet**

“

**What we really care about is the short-run R-star, because it is relevant to determine whether our interest rates are restrictive or accommodative. The problem is we don’t know where it is precisely**

Schnabel advierte contra una relajación monetaria prematura

- Hay **riesgo inflacionista de bajar tipos** demasiado pronto o con demasiada intensidad.
- La **inflación no está todavía totalmente controlada**. Principales focos de riesgo: elevada inflación en **servicios**, sólido mercado laboral, tensiones en **Mar Rojo**.
- Se **desconoce cuál es el nivel de tipos neutral** (podría ser más alto de lo estimado previamente).

# Riesgos al alza: posible extensión conflicto Israel-Hamás

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

- **Irán, 5%** de la producción global de crudo.
- **Estrecho de Ormuz** (~20% del comercio global de crudo, y 18% del GNL).
- **Arabia Saudita (13%** de la producción global).



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



**Más difícil alcanzar objetivo de inflación del 2%**

## Y un nuevo riesgo en las cadenas de suministro (Mar Rojo)

Dificultades de transporte en **Mar Rojo** por **ataques hutíes a barcos mercantes internacionales** (30% del volumen de contenedores a nivel global pasa por el Canal de Suez). **Tensiones se intensifican tras ataques de EE.UU. y UK a hutíes en Yemen.**

**Seguros de fletes más caros y cambio a rutas más largas** (+40% por Cabo de Buena Esperanza, 10-15 días más) = **aumento de costes.**

La **duración de los problemas será clave para determinar su impacto en la inflación**, especialmente teniendo en cuenta **que a corto plazo ha coincidido con una mayor demanda por el Año Nuevo Chino.**

**Suez Canal vs. Cape of Good Hope shipping routes**



**US and UK forces have struck several Houthi military targets in Yemen**



Fuente: Global Maritime Hub, S&P Global Commodity Insights

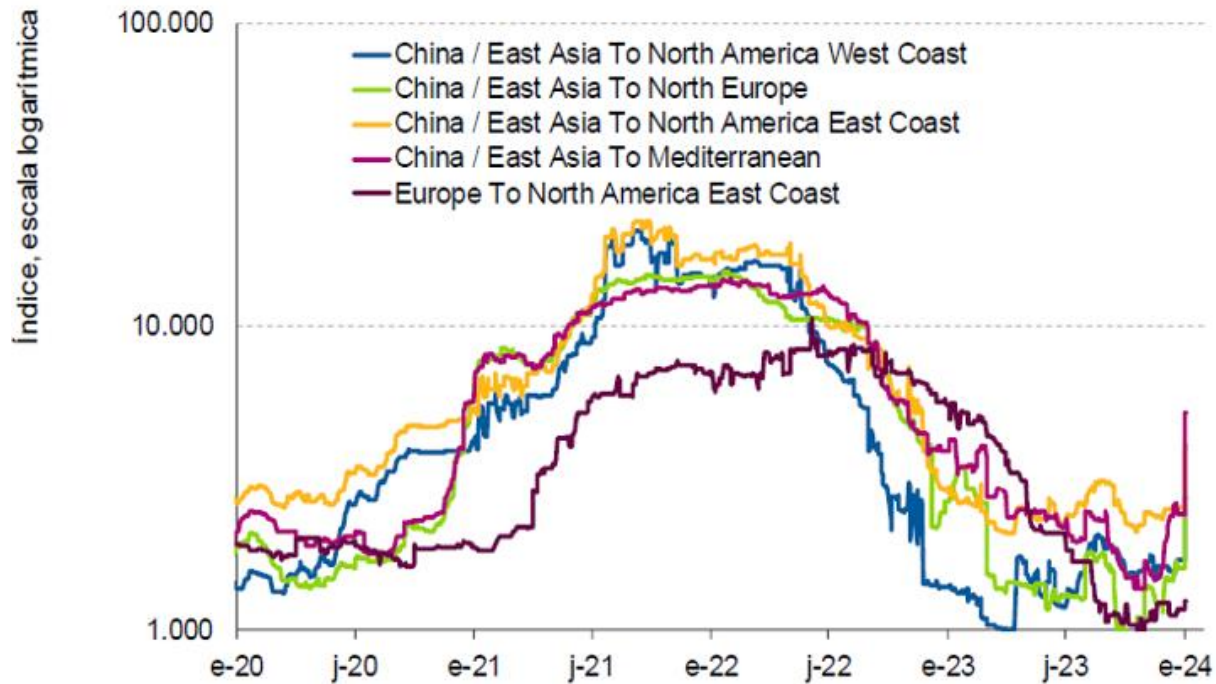
La información contenida es confidencial y privilegiada. Si usted no es personal autorizado por favor destruya este documento y notifique inmediatamente a Renta 4 Banco S.A. (900 92 44 54), absteniéndose de comunicar el contenido a cualquier otra persona, usarlo con algún propósito o reproducirlo por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

# Incremento del coste de los fletes (sobre todo de Asia a Europa)

El conflicto en el Mar Rojo dispara los costes de flete marítimo en las principales rutas afectadas, especialmente de Asia a Europa.

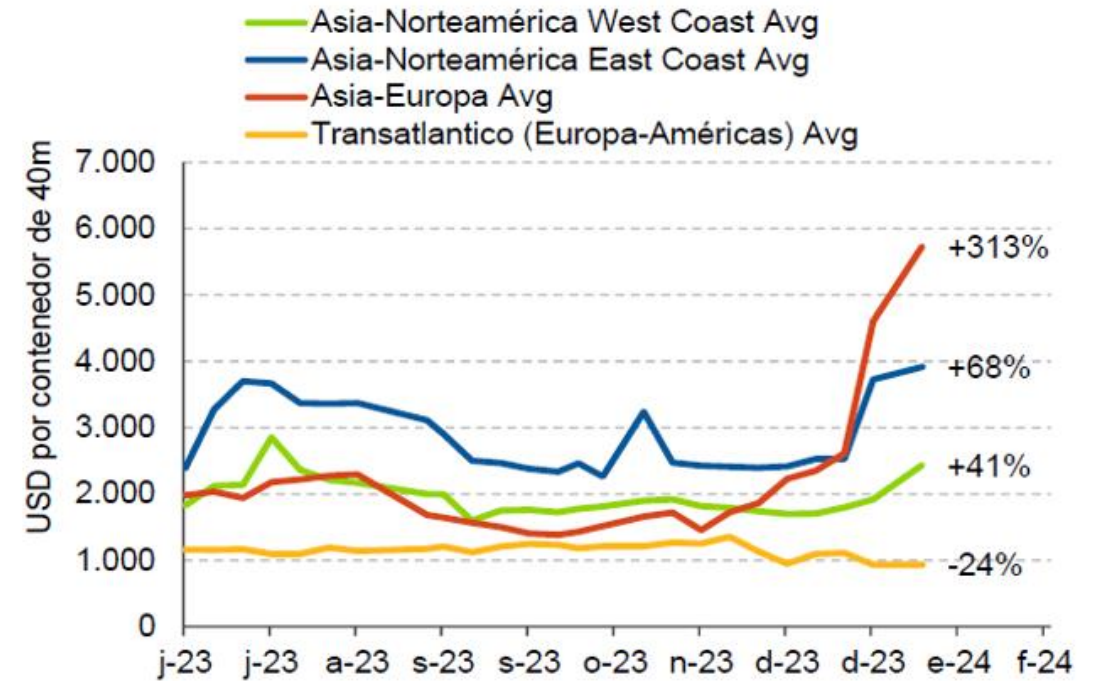
Costes de los seguros de los barcos pasa del 0,1% del valor del buque al 0,5%, y se mantiene la presión al alza.

Índices Freights de coste de transporte marítimo



Fuente: AFI, Freightos

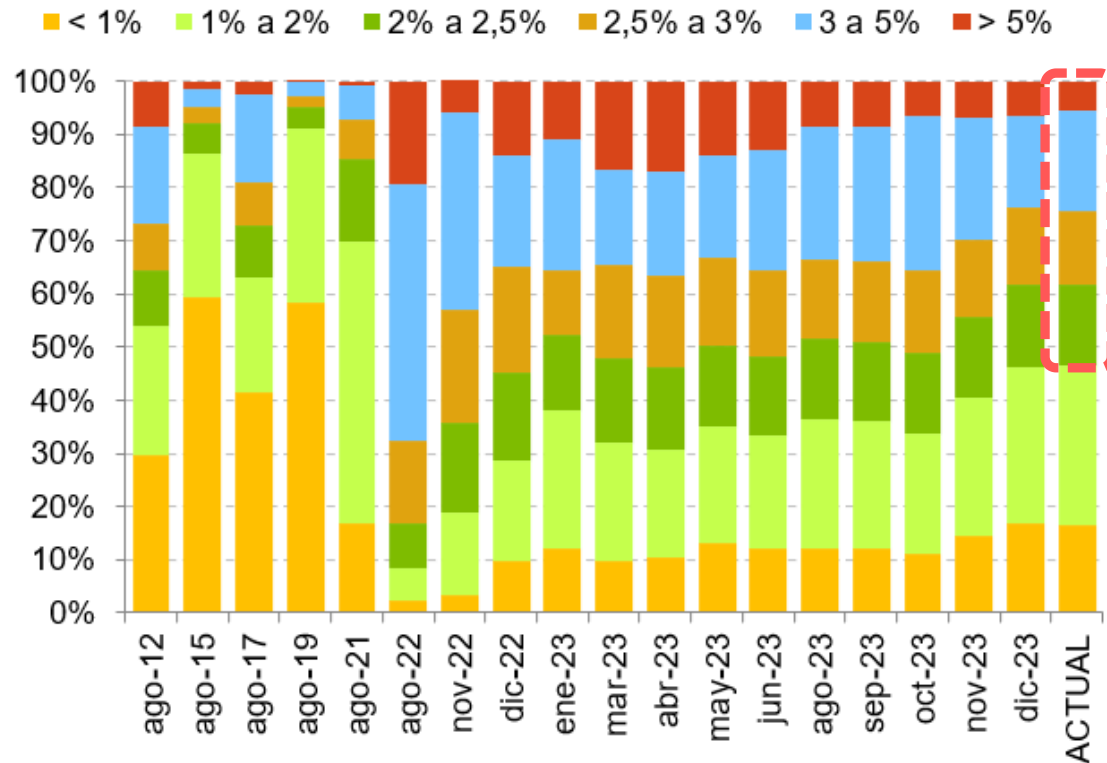
Coste de flete un contenedor de 40 ft en distintas rutas (Maersk)



Fuente: AFI, Maersk

# Y presiones inflacionistas estructurales a medio y largo plazo

## Distribución de probabilidad para el swap de inflación a 5 años en EUR



Elevadas probabilidades (>55%) de que la inflación se mantenga por encima del 2% a 5 años vista.

### Factores estructuralmente inflacionistas a medio y largo plazo:

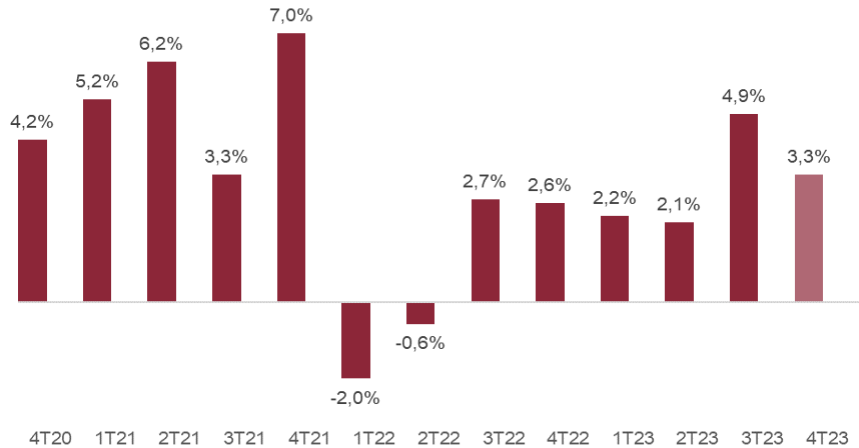
- **Desglobalización** (mayores costes de producción).
- **Descarbonización** (transición energética).
- **Demografía China** (no crecimiento de población).
- **Poder de negociación salarial** (sólidos mercados laborales).
- **Impuestos.**

Fuente: AFI, Bloomberg



# El ciclo resiste mejor de lo esperado, sobre todo en EE.UU.

PIB EE.UU. trimestral anualizado



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

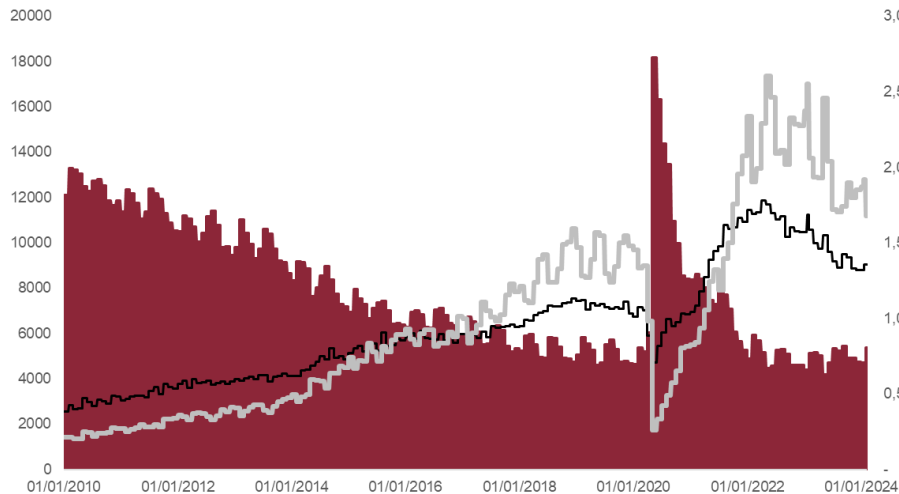
EE.UU. PMIs **compuesto**, manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

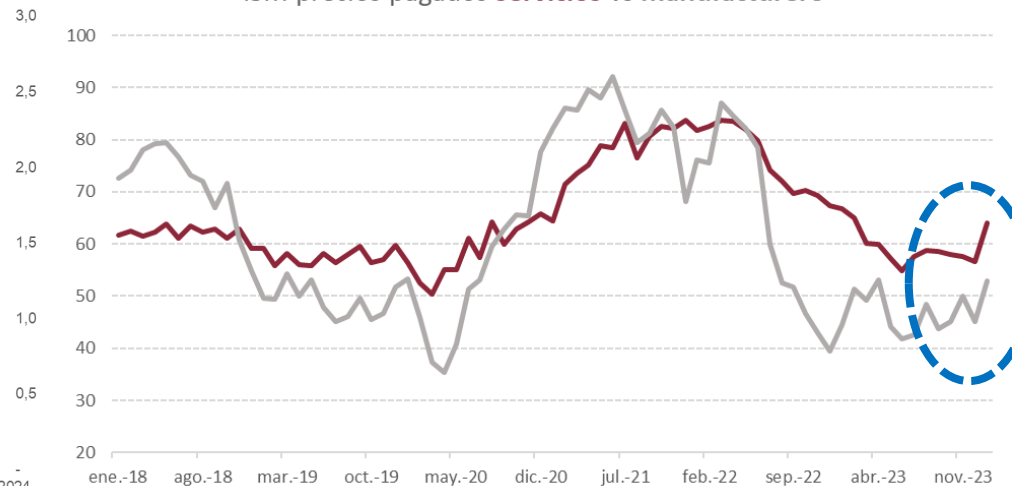
La **reaceleración económica en EE.UU.** (empleo, ISM) podría suponer también cierta **reaceleración en precios...**

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



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

ISM precios pagados **servicios** vs manufacturero



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

...tal y como muestran los componentes de precios de los **PMIs de manufacturas y servicios.**

## Los bancos centrales necesitan más datos



**BCE, Fed y BoE, en sus reuniones de enero, afirman que es necesaria una mayor convicción sobre el control de la inflación para iniciar las bajadas de tipos**

# Lo que sugiere que el mercado era demasiado optimista, ya se ha moderado en parte

**Expectativas de tipos 2024**

**A finales 2023**

**Fed: 7 bajadas**  
1ª en marzo

**BCE: 6-7 bajadas**  
1ª en marzo

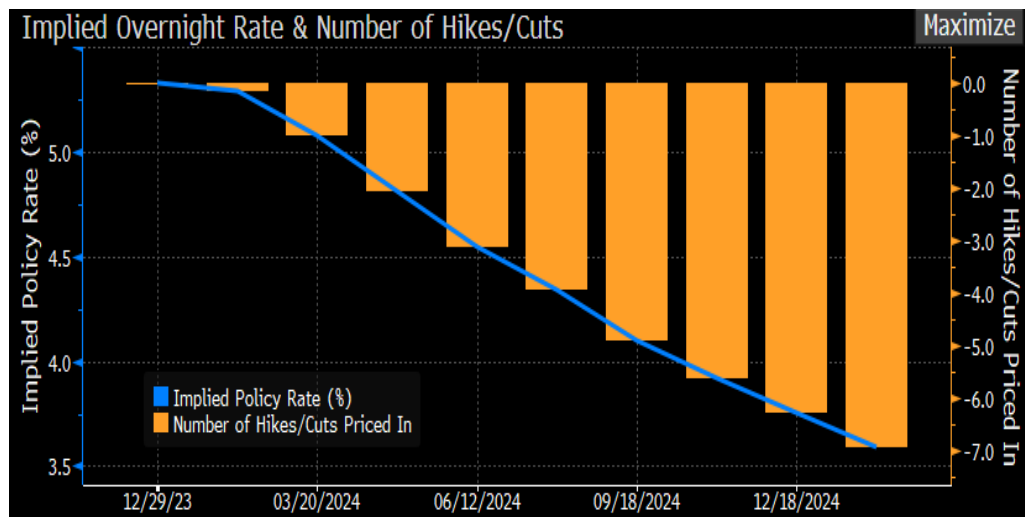


**Actuales**

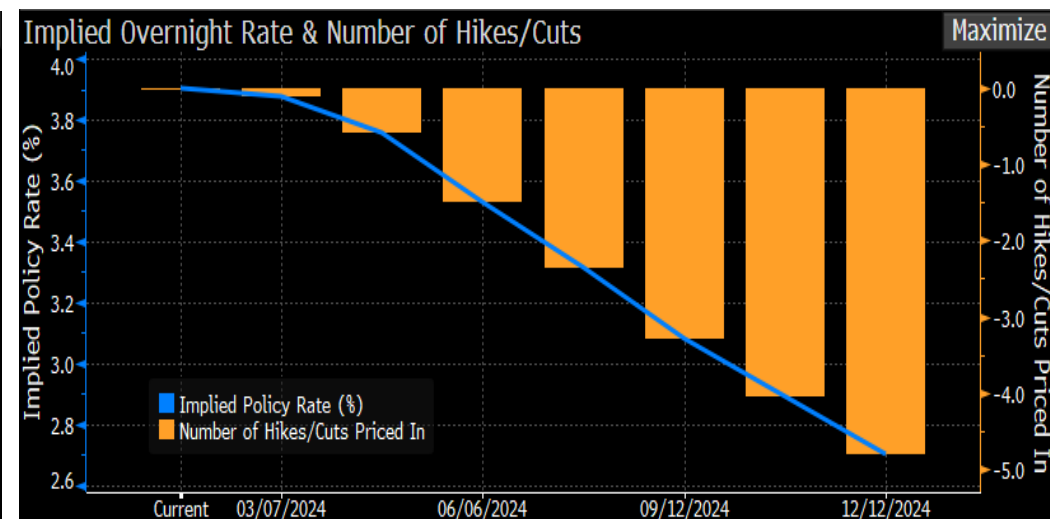
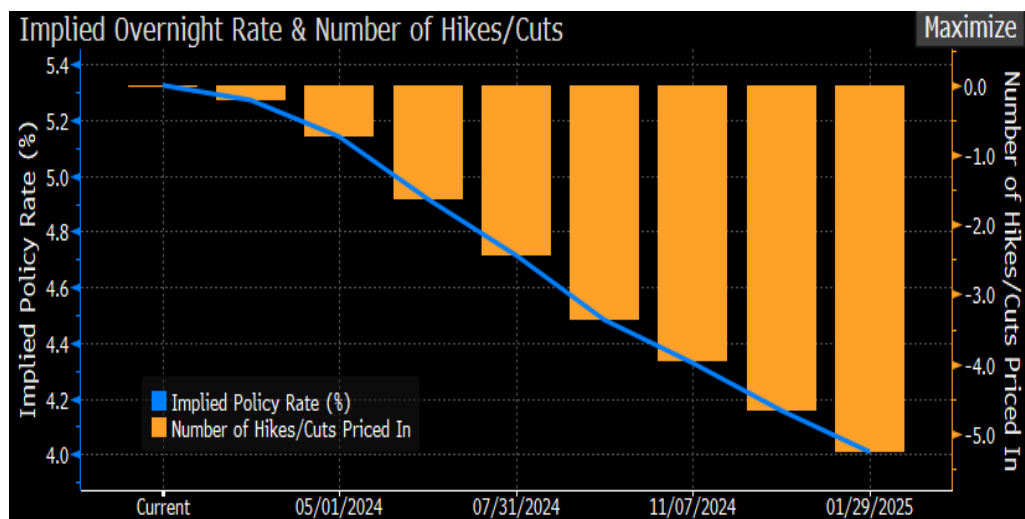
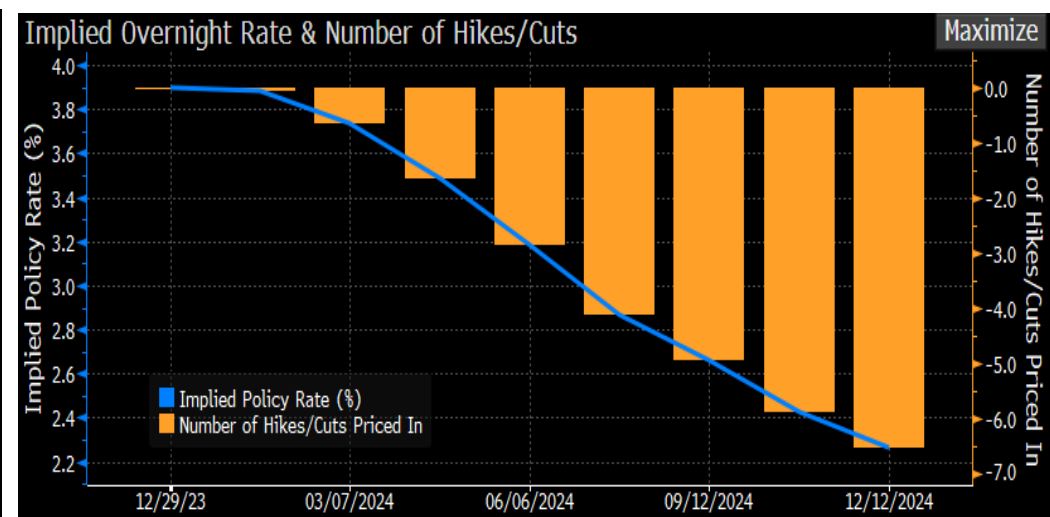
**Fed: 5 bajadas**  
1ª en mayo

**BCE: 5 bajadas**  
1ª en abril-junio

**Tipos descontados por el mercado para la Fed**



**Tipos descontados por el mercado para el BCE**



Fuente: Bloomberg

Fuente: Bloomberg



# Y podría ajustarse algo más. Nuestras expectativas: 4 bajadas de tipos, 1ª en junio

## EE.UU.

NI TANTAS, NI TAN PRONTO

Esperamos que Fed realice 4 bajadas de tipos en 2024 hasta 4,25%-4,5%.

La primera, a finales de 2T24, data-dependiente.

## Eurozona

NI TANTAS, NI TAN PRONTO

Esperamos que BCE realice 4 bajadas de tipos en 2024 hasta 3,0% (tipo depósito).

La primera, a finales de 2T24, data-dependiente.



### Deuda EE.UU.

	Fed	2a	5 a	10 a
ene.-24	5,500	4,45	4,14	4,23
mar-24	5,500	4,40	4,25	4,30
jun-24	5,250	4,15	4,10	4,20
sep-24	5,000	3,95	4,00	4,10
dic-24	4,500	3,70	3,85	4,00
mar-25	4,000	3,65	3,80	4,00
jun-25	3,750	3,60	3,75	4,00
sep-25	3,500	3,55	3,75	4,00
dic-25	3,500	3,50	3,70	4,00

Fuente: AFI

### MRO, FD y EURIBOF

%	BCE	FD	12 m
ene.-24	4,50	4,00	3,66
mar-24	4,50	4,00	3,65
jun-24	4,25	3,75	3,50
sep-24	4,00	3,50	3,35
dic-24	3,50	3,00	3,10
mar-25	3,25	2,75	2,90
jun-25	3,00	2,50	2,75
sep-25	3,00	2,50	2,75
dic-25	3,00	2,50	2,75

Fuente: AFI

### Alemania (TIR)

	2a	5 a	10 a
ene.-24	2,72	2,28	2,32
mar-24	2,60	2,40	2,50
jun-24	2,50	2,35	2,45
sep-24	2,40	2,30	2,40
dic-24	2,30	2,25	2,35
mar-25	2,20	2,20	2,30
jun-25	2,00	2,15	2,30
sep-25	2,00	2,15	2,30
dic-25	2,00	2,15	2,30

### España (TIR)

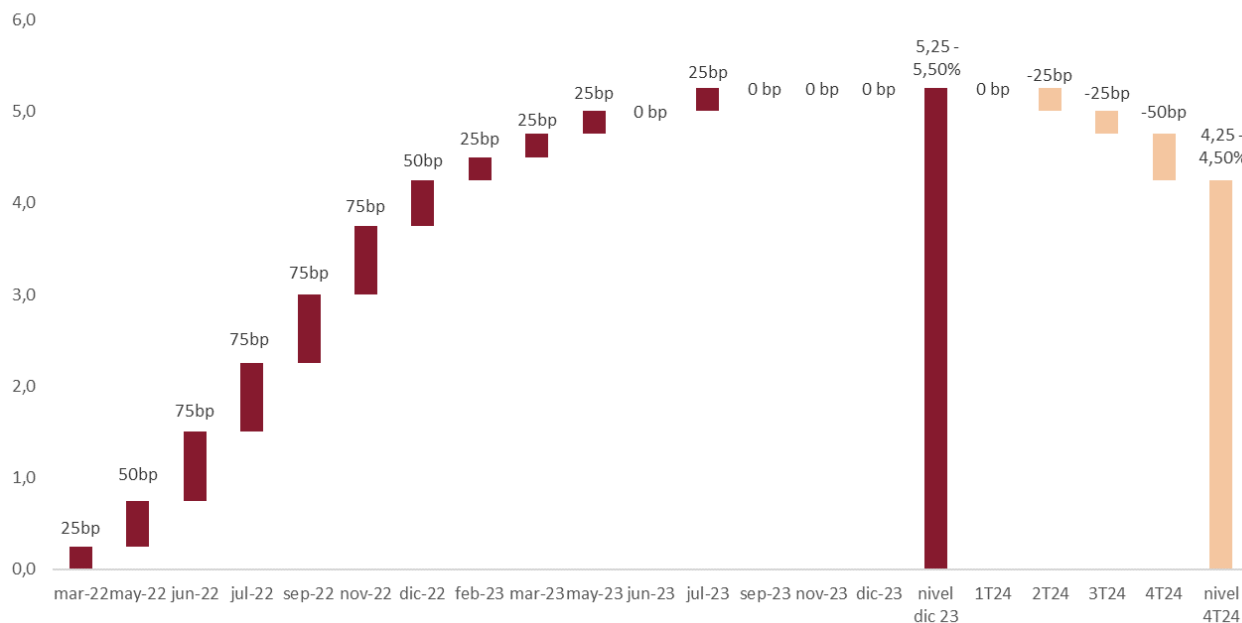
	2a	5a	10a
ene.-24	3,18	2,90	3,26
mar-24	3,00	3,00	3,50
jun-24	2,85	3,00	3,50
sep-24	2,70	2,95	3,40
dic-24	2,60	2,90	3,35
mar-25	2,50	2,85	3,30
jun-25	2,25	2,80	3,30
sep-25	2,25	2,80	3,30
dic-25	2,25	2,80	3,30

### Italia (TIR)

	2a	5a	10a
ene.-24	3,23	3,32	3,89
mar-24	3,10	3,55	4,25
jun-24	3,05	3,60	4,30
sep-24	3,00	3,55	4,20
dic-24	2,95	3,50	4,15
mar-25	2,85	3,45	4,10
jun-25	2,60	3,40	4,10
sep-25	2,60	3,40	4,10
dic-25	2,60	3,40	4,10

# Lo que mantendrá los tipos restrictivos para devolver la inflación al objetivo del 2%

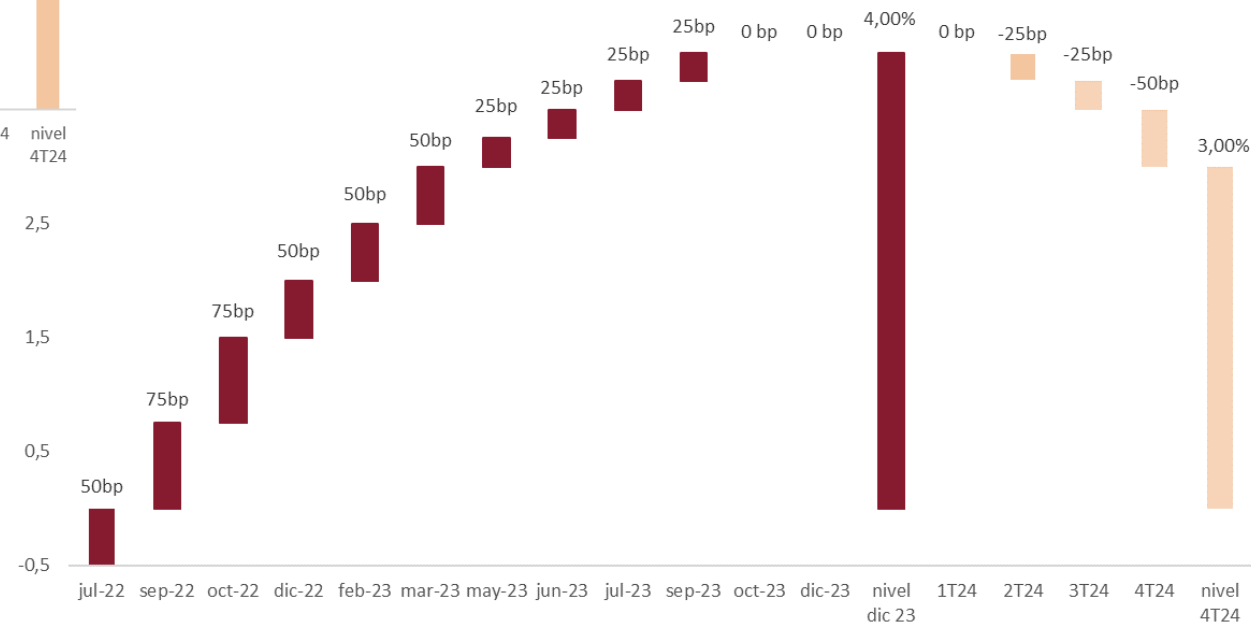
**Bajada de tipos de la FED (R4e)**



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)

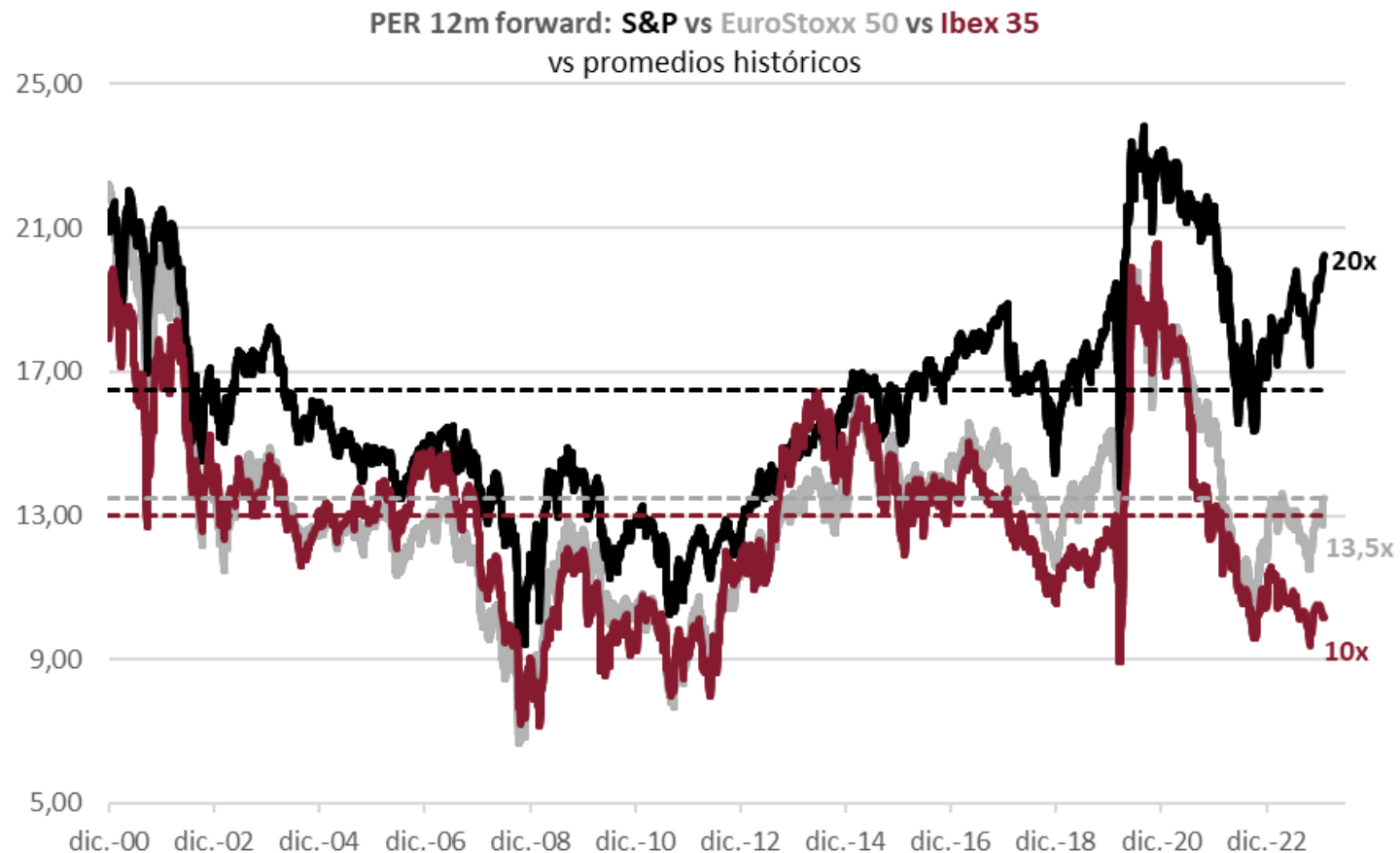
**Bajada de tipos del BCE (R4e)**



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



# Las valoraciones de bolsas son atractivas en términos históricos (Europa y España), y los múltiplos no deberían contraerse al haberse alcanzado ya el techo de tipos



## Valoraciones vs media histórica

**EE.UU. PER 20x**

**Prima 20% vs media 2000-hoy (16,5x)**

**Europa PER 13,5x**

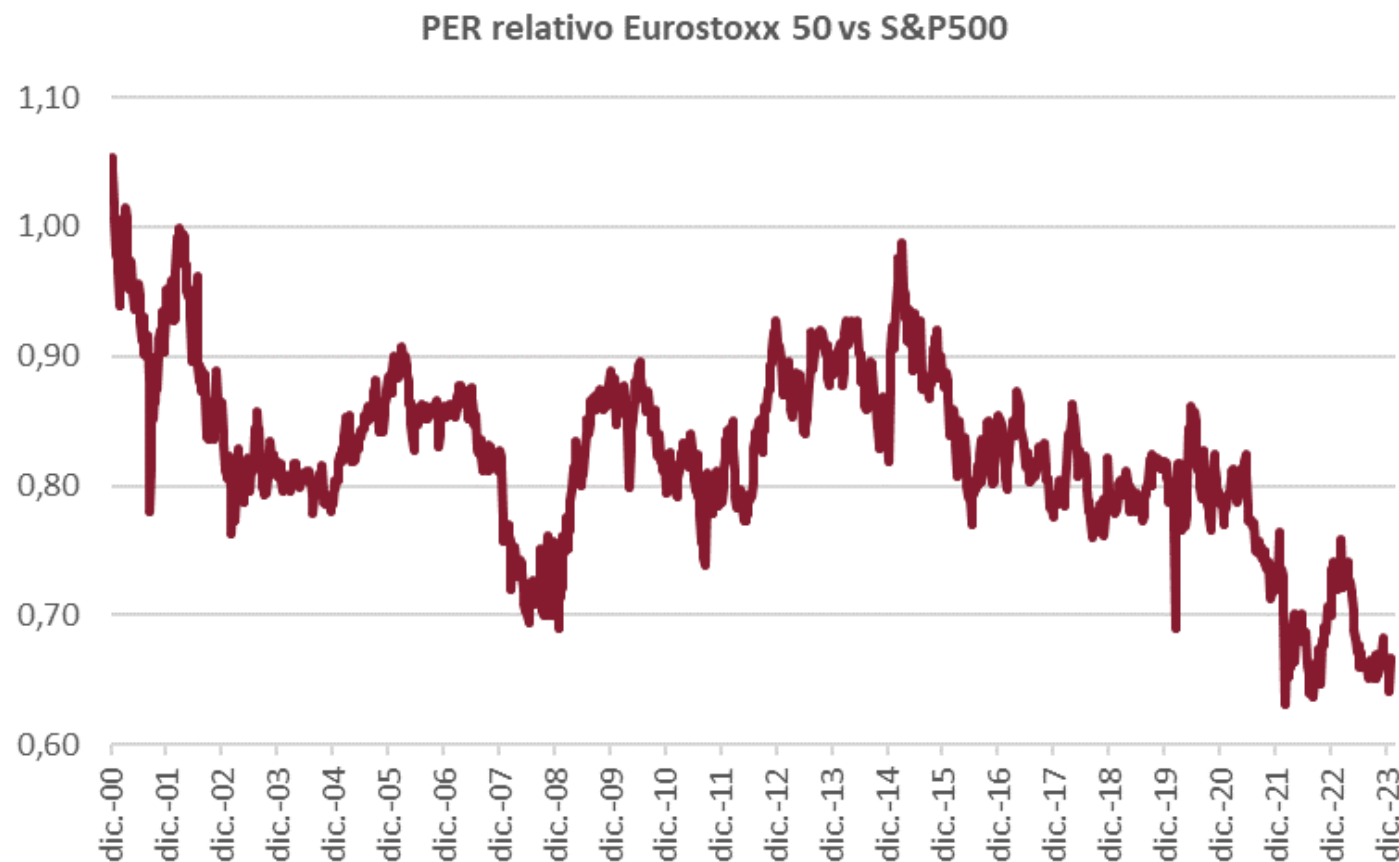
**En línea con media 2000-hoy (13,5x)**

**España PER 10x**

**Descuento 20% vs media 2000-hoy (13x)**

Fuente: Factset y elaboración propia

## Europa, en niveles históricamente baratos vs EEUU



**Valoración relativa: Europa está en los niveles más baratos vs EEUU de más de 20 años**

**Eurostoxx cotiza actualmente con un descuento en PER del 33% vs S&P, lo que compara con una media histórica del 18%**

Fuente: Factset y elaboración propia

# Valoraciones razonables en EE.UU. (excluyendo 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

PER 45x (NYSE FANG+)

PER 20x (S&P500)

PER 17x (S&P equiponderado)



(70% de la subida del S&P en 2023)

Microsoft Amazon Meta  
Apple Alphabet Nvidia Tesla



# Resiliencia del ciclo americano y ajustes de costes, crecimiento de BPAs más factible

## Variación estimada BPAs

	2019/18	2020/19	2021/20	2022/21	2023e/22	2024e/23
<b>S&amp;P 500</b>	0%	-14%	51%	5%	2%	11%
<b>Eurostoxx 50</b>	-2%	-38%	92%	21%	3%	4%
<b>Ibex 35</b>	4%	-64%	144%	32%	14%	5%

Fuente: Factset y elaboración propia

## Evolución ventas 4T23

as of February 1, 2024; \*NVDA figures are latest consensus

Ticker	Name	4Q 2023 results			
		Sales		Net margins	
		Level (\$ bn)	Yr/yr growth	Level (%)	Yr/yr growth
NVDA	NVIDIA*	\$20	233 %	51 %	2775 bp
META	Meta Platforms	40	25	35	2048
MSFT	Microsoft	62	18	35	412
GOOGL	Alphabet	86	14	24	594
AMZN	Amazon.com	170	14	6	606
TSLA	Tesla	25	3	31	1619
AAPL	Apple	120	2	28	276
<b>Magnificent 7</b>		<b>\$523</b>	<b>14 %</b>	<b>23 %</b>	<b>747 bp</b>
<b>S&amp;P 493</b>		<b>3,398</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>(110)</b>
<b>S&amp;P 500</b>		<b>3,921</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>671</b>

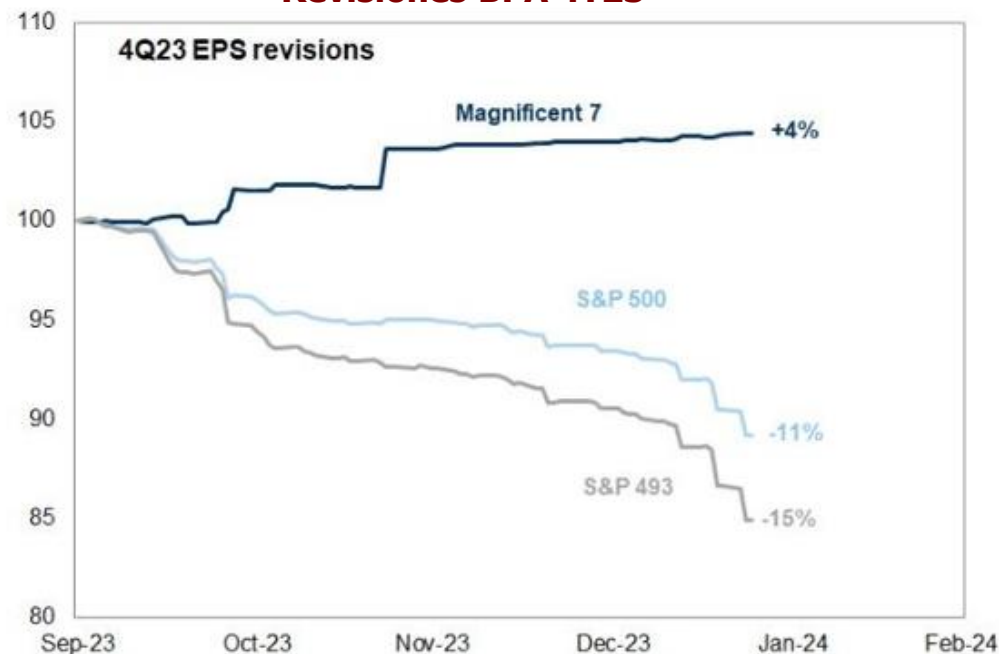
Fuente: Factset, Goldman Sachs Investment Research

Ciclo EEUU más resiliente = crecimiento de BPAs +11% más creíble, también apoyado por reducción de costes que permite ser más optimistas respecto a los márgenes.

Aunque buena parte por 7 Magníficos:

- Ventas 4T23: 7Magníficos +14% vs +3% S&P
- Revisiones BPA 4T23: 7Magníficos +4% vs -11% S&P

## Revisiones BPA 4T23



Fuente: Goldman Sachs Investment Research, Carmac Connors a 21/1/2024

# Positivos en bolsas, pero posibles mejores puntos de entrada

Varios factores de riesgo podrían determinar mejores puntos de entrada en las bolsas:

- 1) **Ajuste adicional de expectativas de recortes de tipos** por parte del mercado. **Atención a los datos (inflación, empleo).**
- 2) **Riesgos geopolíticos** con implicaciones alcistas en inflación. **Atención a Mar Rojo, conflicto en Oriente Medio.**
- 3) **CRE (*commercial real estate*) en EEUU.** Atención a nivel de exposición de la banca.

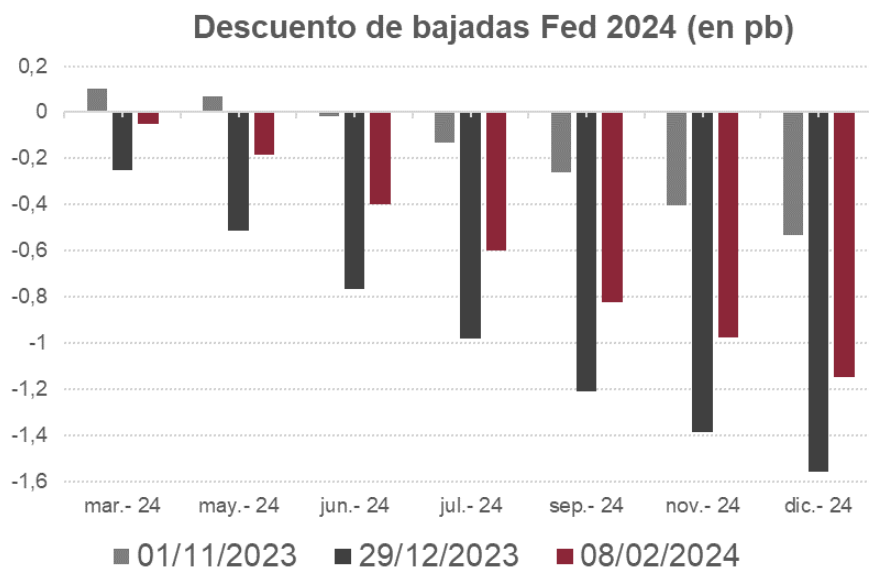
# Ajuste adicional de expectativas de recortes de tipos por parte del mercado

En **nov-dic 2023**, fuerte intensificación de expectativas de recortes de tipos para 2024 (hasta 6-7).

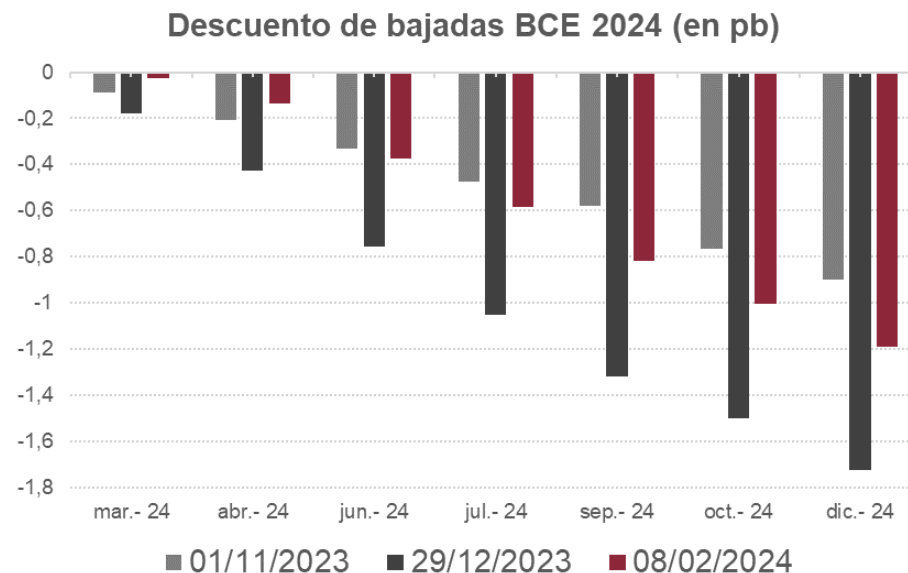
**Ahora, purgando los excesos**, con el mercado **adaptándose a la realidad de una inflación aún alta** y donde las bajadas de tipos serán más moderadas y empezarán más tarde de lo previsto. CLAVE: DATOS MACRO

Nº de bajadas de tipos previstas para 2024 en distintas fechas				
	principios nov-23	cierre 2023	actual	R4e
<b>Fed</b>	2,0	6,0	5,0	4,0
<b>BCE</b>	3,5	7,0	5,0	4,0

Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

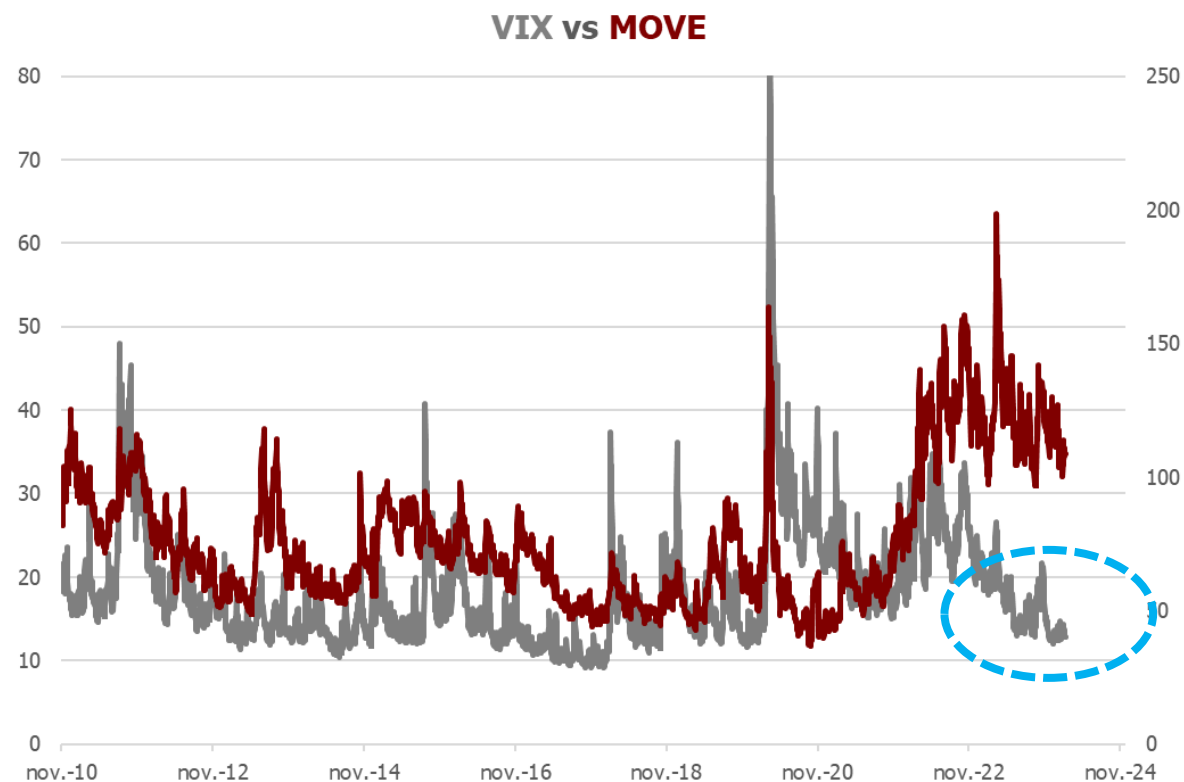
# Contexto geopolítico complicado y obviado

Una **potencial extensión del conflicto a todo Oriente Medio podría generar volatilidad al alza** (VIX en mínimos vs volatilidad elevada en MOVE -bonos-) **y presionar a las bolsas a la baja.**

	Desde inicio guerra Israel-Hamas
<b>IBEX 35</b>	11%
<b>EUROSTOXX 50</b>	16%
<b>SPX 500</b>	21%
<b>NASDAQ 100</b>	26%
<b>MSCI CHINA</b>	-7%
<b>BRENT</b>	-7%
<b>TTF (gas Europa)</b>	-46%
<b>EURUSD</b>	2%
<b>ORO</b>	2%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia  
Datos a 9/2/2024

## Volatilidad Bolsas vs Volatilidad Bonos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Nuevo foco de riesgo en la banca regional americana: CRE (*commercial real estate*)

Tras la **crisis de la banca regional americana (marzo 2023)** provocada por la salida de depósitos ante pérdidas en renta fija (rápida subida de tipos), y controlada gracias a los apoyos de la Fed (programa BTFP que finalizará el 11-marzo y que permitió a los bancos obtener liquidez)...

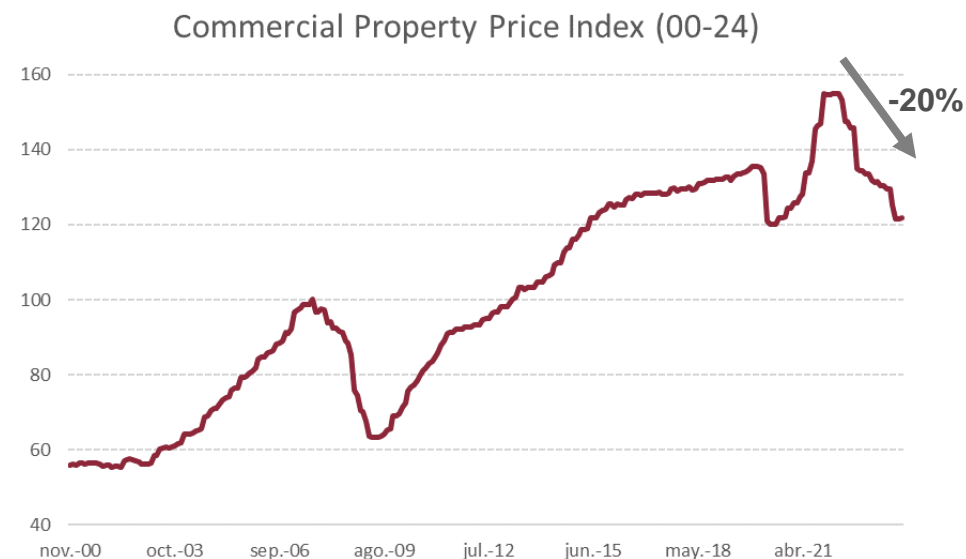
...surge un **nuevo riesgo: la exposición al *Commercial Real Estate*** (financiación al sector inmobiliario no residencial). Principal perjudicado por el momento **New York Community Bancorp (cotización -60%** tras incremento de provisiones asociadas a CRE).

## Elevada exposición de la banca regional EEUU al CRE

2 bln usd de préstamos al CRE (66% del total de 3 bln usd)  
CRE supone **35% de la cartera crediticia** de la banca regional

## Ante un contexto complicado

Intensa **subida de tipos** Fed +550 pb  
**Elevado volumen de oficinas vacías en EE.UU.**



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

## En 2024-25 vencen préstamos bancarios al CRE por 1,2 bln usd

**Caída en valoraciones** (inmuebles no comerciales -20% desde máx 2022) y **mayor coste financiero = aumento de provisiones**  
**Tasa de morosidad baja (~1%), pero casi la mitad de los préstamos ligados a oficinas tienen un importe superior al valor del inmueble.**  
Ni entregando el inmueble se pagaría la totalidad del préstamo.

## ¿Riesgo de contagio? Limitado, pero no inexistente

Situación del sector inmobiliario no residencial de EE.UU. **no es extrapolable a otras áreas geográficas (Europa, Japón), pero sí hay riesgo de generación de pérdidas por la exposición a este sector en EE.UU.**

- En **Japón**, **Aozora Bank** anunció pérdidas por su exposición al CRE americano (reduce el valor de los préstamos inmobiliarios -58%).
- En **Europa**, **Deutsche Bank** aumentará sus provisiones (x4) por sus préstamos al inmobiliario no residencial estadounidense. Alemania, la mayor exposición a CRE.

Sin peligro para su estabilidad, pero señal de **insuficiente nivel de provisiones.**

**Mayores provisiones podrían limitar capacidad de bancos para conceder créditos, así como generar inestabilidad financiera** (la Fed actuaría).

El **BCE advierte de mayores requisitos de capital** si la banca no hace una **gestión adecuada del riesgo CRE.**



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

## La Renta Fija se mantiene como una buena alternativa, sobre todo en EE.UU.

<b>Rentabilidades Renta Fija vs Renta Variable</b>			
	<b>Renta Fija Corto Plazo</b>	<b>Renta Fija Largo Plazo</b>	<b>Renta Variable</b>
<b>EE.UU.</b>	4,4%	4,1%	5,4%
<b>Europa</b>	2,7%	2,3%	8,0%
<b>España</b>	2,9%	3,2%	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**

# Asset Allocation

## Renta fija. Una buena fuente de rentabilidad.

- **Deuda Pública:** duraciones cortas atractivas (3% en Europa, 4,5% 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. Importancia del *stock picking*.

- Invertir en: sólidos balances, atractivas y sostenibles RPD (**Cartera R4 Dividendo +25% 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) Riesgo geopolítico (Israel-Hamás, Mar Rojo, Rusia-Ucrania, China-Taiwán; elecciones EE.UU., Parlamento Europeo y Taiwán), 3) *Commercial real estate* americano.

## 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.



## 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 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, Nextll, 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 (Ibex35) 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 (Ibex35) 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.