

Estrategia 2023

Departamento de Análisis Renta 4 Banco

BANCO CENTRAL BAR

Menú

- SUBIDA TIPOS
- REDUCCIÓN DE LIQUIDEZ

BARRA
LIBRE
AGOTADO

 renta4banco

Política monetaria: hacia la nueva normalidad. Fin de tipos de interés cero o negativos y de barra libre.

- **Tipos altos por más tiempo.** Los tipos seguirán subiendo hasta terreno restrictivo (EEUU 5%, Europa 3%) y sólo retornarán a terreno neutral (3% y 2% respectivamente) cuando se pueda dar la inflación por controlada (¿2024?). La prioridad absoluta será el control de los precios, a costa de infligir un mayor daño sobre el crecimiento.
- **Fin a la barra libre de liquidez.** Aunque la reducción de balance de los bancos centrales será gradual, ya no habrá barra libre. Esperamos compras de deuda únicamente en situaciones muy concretas para salvaguardar la estabilidad financiera.

Inflación. Tras mostrarse persistentemente alta en 2022, se espera **moderación en 2023, aunque a un ritmo lento.** Con señales de moderación más patentes en EEUU, aún por confirmar, el control de los precios se antoja más complicado en **Europa ante el shock energético.** Atención a **efectos de segunda ronda** que impidan un correcto anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo. **No es previsible que los precios converjan hacia el objetivo del 2% de los bancos centrales hasta más allá de 2024, sobre todo en Europa. No descartamos revisión al alza del objetivo de inflación (3%).**

Crecimiento. La necesidad de controlar la inflación pasa por un **endurecimiento de las condiciones financieras** que lastrará inversión y consumo, también afectado por **pérdida de poder adquisitivo. Menor apoyo de políticas fiscales** (solo con foco en segmentos vulnerables, con el fin de no “sorber” -política monetaria contractiva- y “soplar” -política fiscal expansiva- al mismo tiempo), en un contexto de deuda elevada y costes financieros al alza (evitar irresponsabilidad fiscal). **Esperamos recesión técnica en varias economías avanzadas,** dependiendo su intensidad y duración de la evolución de la inflación y la política monetaria, aunque en principio barajamos una recesión **de baja intensidad** (empresas menos apalancadas y balances bancarios más saneados que en anteriores periodos recesivos).

- **Europa, la peor parada** ante su dependencia energética.
- Mayor resiliencia en **EEUU**, aunque “soft landing” cada vez más complicado.
- En **China**, la relajación de la política cero Covid (complicada) y la evolución del sector inmobiliarios serán claves.

Beneficios empresariales. Tras crecimiento de BPAs en 2022 por la traslación a precios de venta de los mayores costes de producción, el **deterioro cíclico** (y consiguiente desaceleración de la demanda) **presionará los márgenes a la baja** y deberíamos ver **recortes en BPAs 2023.**

CONTEXTO

BC post Lehman
BC a partir de 2013
BC con Covid

La consecuencia de esas políticas ha sido una **expansión de la deuda sin precedentes** en la historia, al añadirse las QE y los tipos bajos a lo que ya venía siendo un ciclo muy expansivo de la deuda y del crédito que empieza en los ochenta del pasado siglo

MODELO

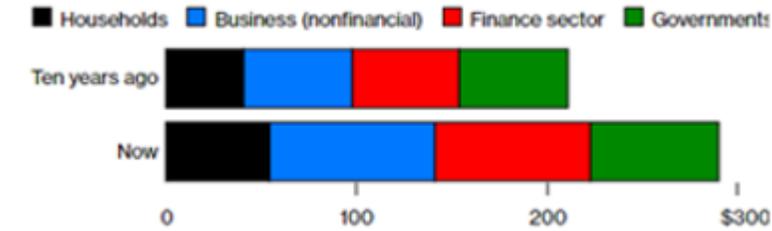
El modelo de crecer en base a una deuda creciente es intrínsecamente insostenible

La deuda anticipa demanda futura y, por eso mismo, la limita

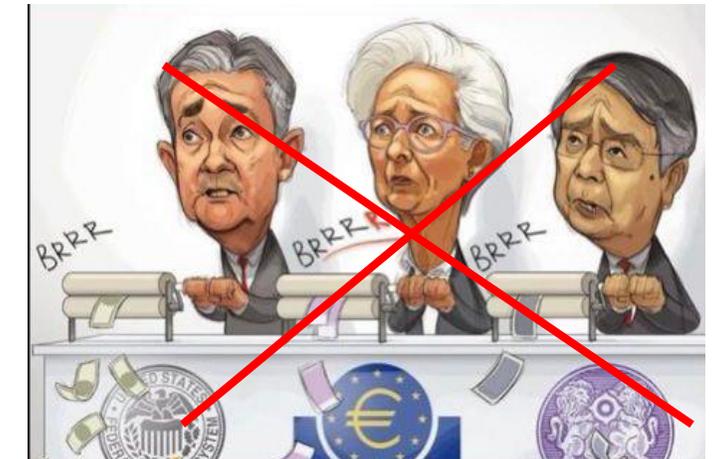
RESULTADO

El modelo se agota porque la deuda deja de generar crecimiento

Una década de endeudamiento barato
(deuda +80 bln USD en 10 años)



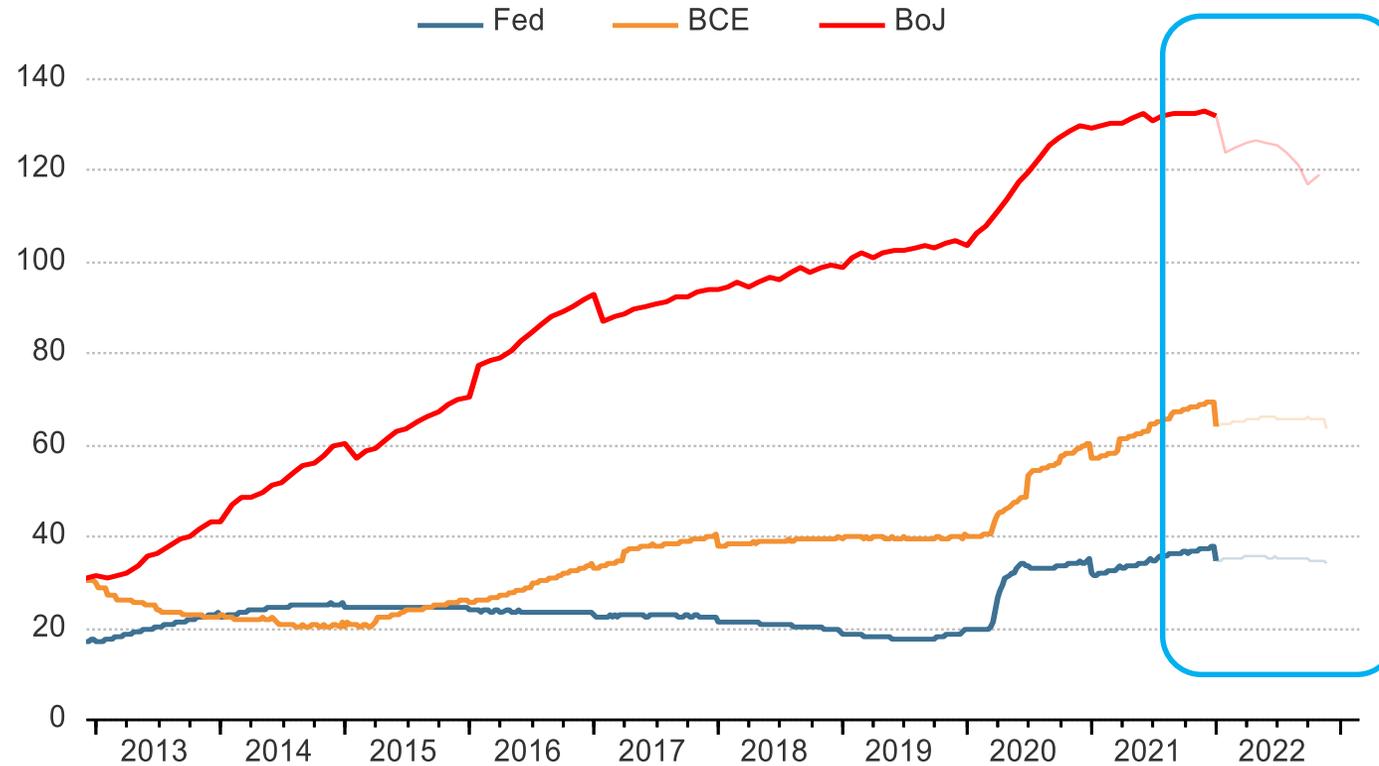
Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales



Mercado Bajista	Gobernador de la FED	Respuesta de la FED
1987	Greenspan	Recorte de tipo de interés del 7,3% a 6,5%
1990	Greenspan	Recorte de tipo de interés del 8,0% a 3,0%
1998	Greenspan	Recorte de tipo de interés del 5,25% a 4,75%
2000-02	Greenspan	Recorte de tipo de interés del 6,5% a 1,0%
2007-09	Bernanke	Recorte de tipo de interés del 5,25% a 0,0%
2011	Bernanke	Mantiene los tipos al 0% hasta 2015, Empieza la operación "twist", QE3 empieza en 2012
2018	Powell	Termina la subida de tipos de interés, bajada de tipos de interés en 2019 del 2,25% al 1,50% y empieza QE4
2020	Powell	Los tipos de interés bajan del 1,50% al 0%, aumento record del balance con QE5
2022	Powell	Subida de tipos de interés del 0% al 3,75%, Subidas adicionales hasta 5%, Reducción del balance

Fuente: elaboración propia.

Balance Bancos Centrales como % PIB



Fuente: Refinitiv Datastream

Estimaciones PIB del FMI

Reseteo de política monetaria = reprecación del riesgo



Tamaño Bancos Centrales G4 vs RV y RF



Datos a 6/12/2022

Fuente: Refinitiv Datastream

RENTA VARIABLE	Variación 2022
IBEX 35	-4,4%
EUROSTOXX 50	-8,4%
DAX	-9,7%
MSCI ITALY	-10,2%
MSCI UK	3,9%
S&P 500	-17,3%
NASDAQ 100	-29,2%
RUSSELL 2000	-19,3%
NIKKEI 225	-3,1%
HANG SENG	-16,9%
MSCI CHINA	-23,8%
MSCI ASIA PACIFIC	-18,4%
MSCI EM LATIN AMERICA	2,6%
MSCI EMERGING MARKETS	-21,0%
MSCI WORLD	-17,6%
MSCI ACWI	-18,0%

RENTA FIJA	Variación 2022
GOB. EURO 1-3 AÑOS	-3,8%
GOB. GLOBAL (€HDG)	-12,4%
CORP. GLOBAL (€HDG)	-14,6%
GOB. EMERG. USD (€HDG)	-20,0%
GOB. EMERG. LC	-5,2%
US HIGH YIELD	-10,3%
EUROPEAN HIGH YIELD	-9,9%
GOB. ALE 10 Y	-16,8%
GOB. ESP 10 Y	-15,6%
GOB. ESP 5 Y	-9,3%
GOB. ESP 2 Y	-4,2%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 6/12/2022

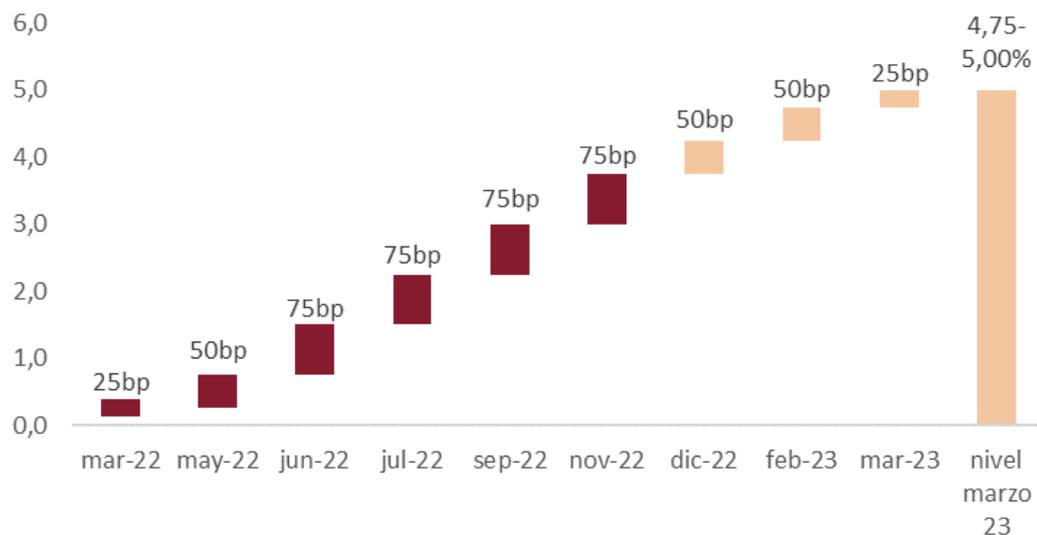
La prioridad, rebajar una inflación persistentemente alta



Cambio radical en expectativas de tipos de interés: pasamos de expectativas de subidas muy moderadas a finales de 2021 (ante riesgos sobre crecimiento y elevada deuda), a dar prioridad absoluta al control de los precios ante la persistencia de una inflación muy alta.

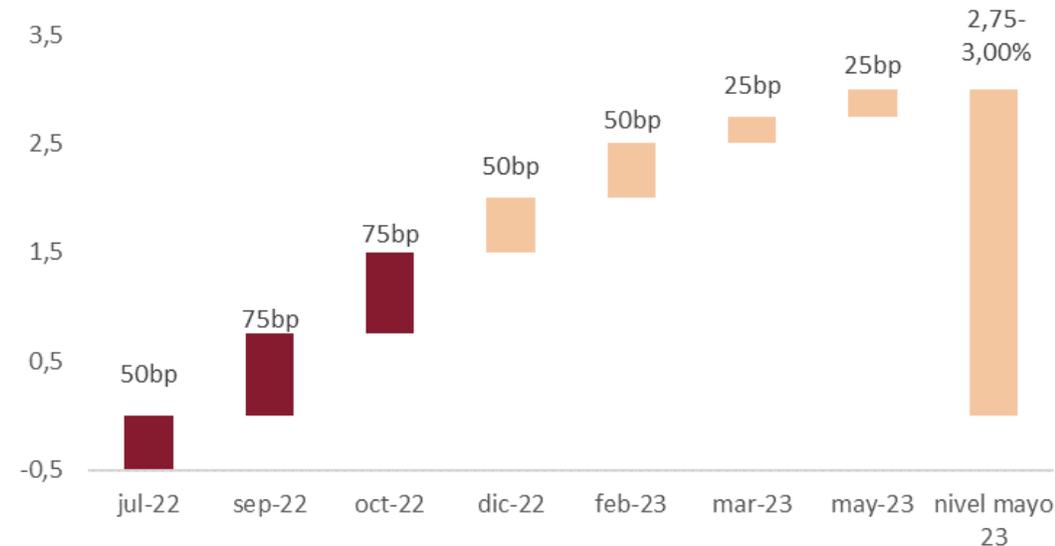
	Expectativas tipos Finales 2021	Tipos hoy	Expectativas actuales
Tipo Fed Funds	2022e 0,5-0,75% 2023e 1,0-1,25%	3,75%-4%	5%e en 2023
Tipo Depo BCE	2022e -0,5% 2023e -0,25%	1,5%	3%e en 2023

Subida de tipos de la FED



Fuente: FED y elaboración propia.

Subida de tipos del BCE



Fuente: BCE y elaboración propia.

Y aún muy alejada del objetivo del 2% de los bancos centrales



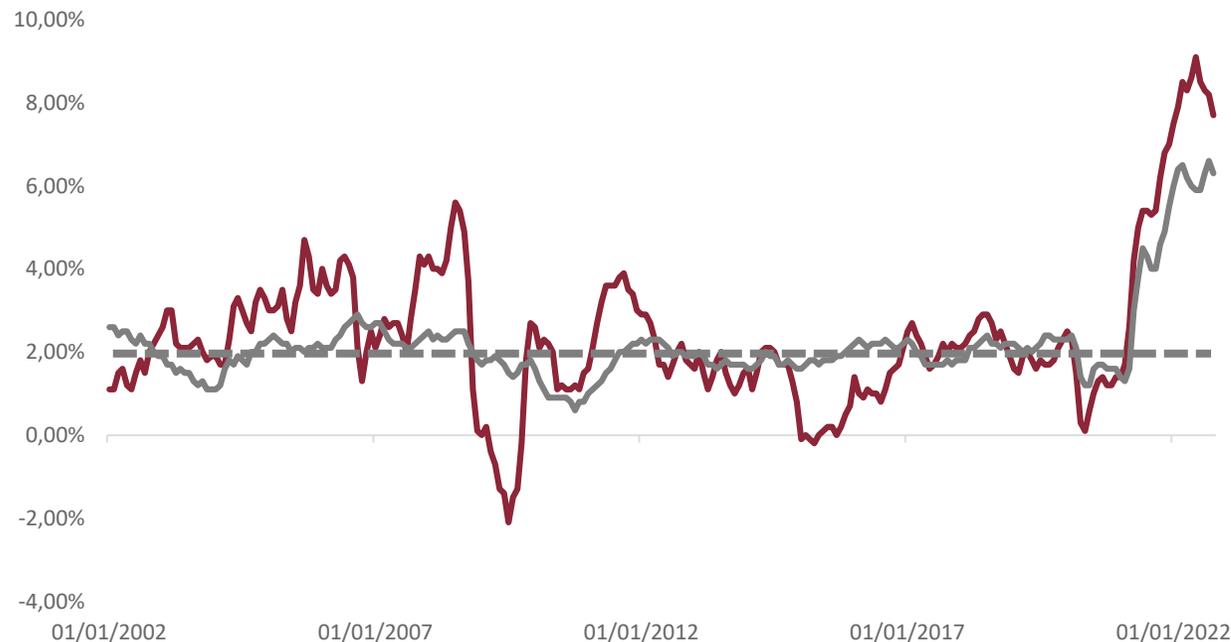
Factores que han impulsado los precios recientemente:

- **Salida del Covid** (fuerte impulso a la demanda de bienes primero, después de servicios)
- **Cuellos de botella** (infra inversión, oferta insuficiente vs demanda sólida)
- **Guerra Ucrania** (*shock* energía y alimentos)

Factores estructuralmente inflacionistas:

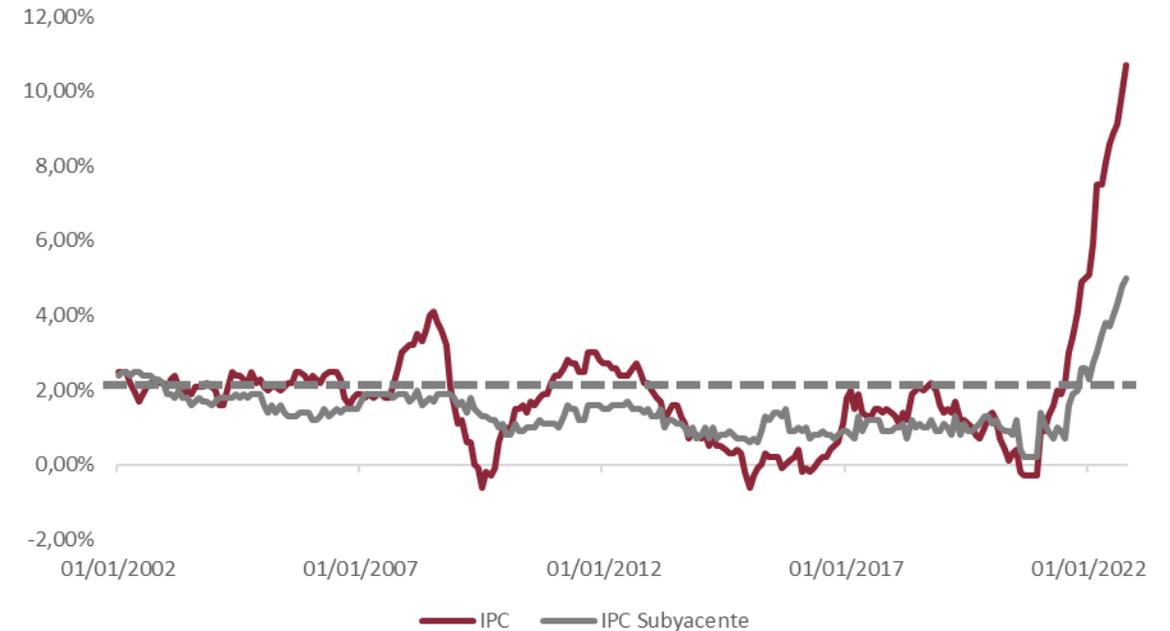
- **Desglobalización** (mayores costes de producción)
- **Shock energético** (sanciones a Rusia)
- **Transición energética**
- **Poder de negociación salarial**
- **Demografía China** (no crecimiento de población)

IPC general vs IPC Subyacente EE.UU.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

IPC general vs IPC Subyacente Eurozona



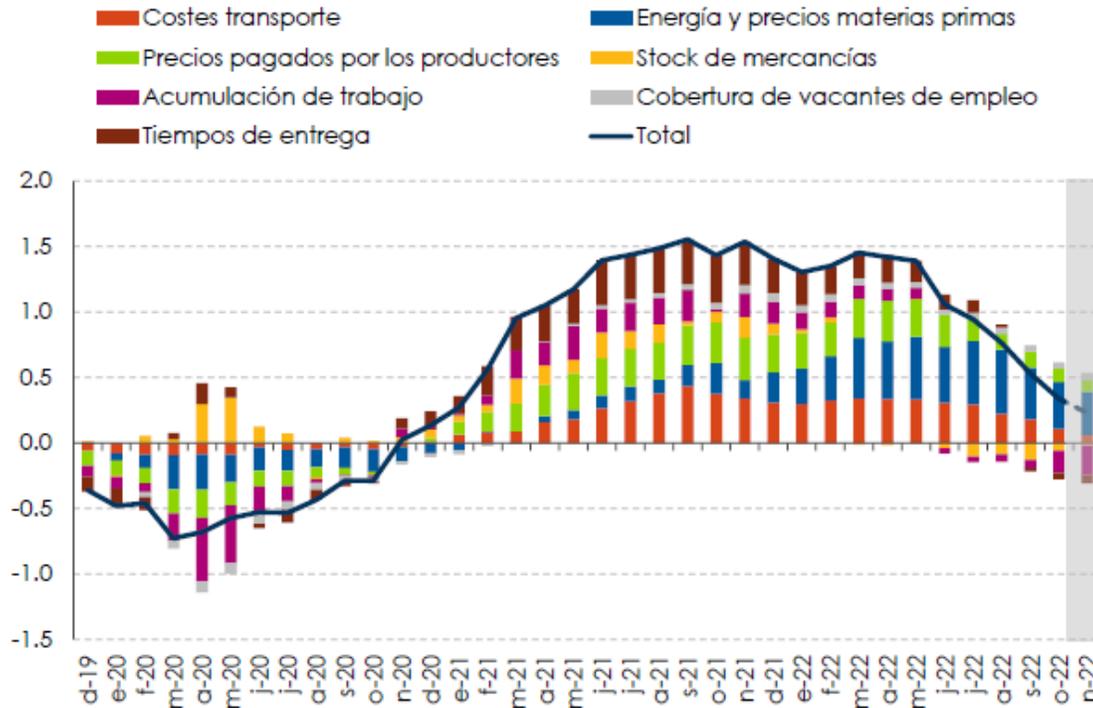
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Cierto respiro en algunos elementos...



Mejora en cuellos de botella (5 meses consecutivos de moderación), apoyada por la normalización en los **costes de transporte** y el respiro en precios de **commodities** y **energía**, aunque se podría estar agotando.

Indicador sintético Afi de “cuellos de botella”
(desviación frente a media histórica*)



Fuente: Afi, Macrobond

Baltic Dry Index
(USD/flete diario)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Commodities (USD)

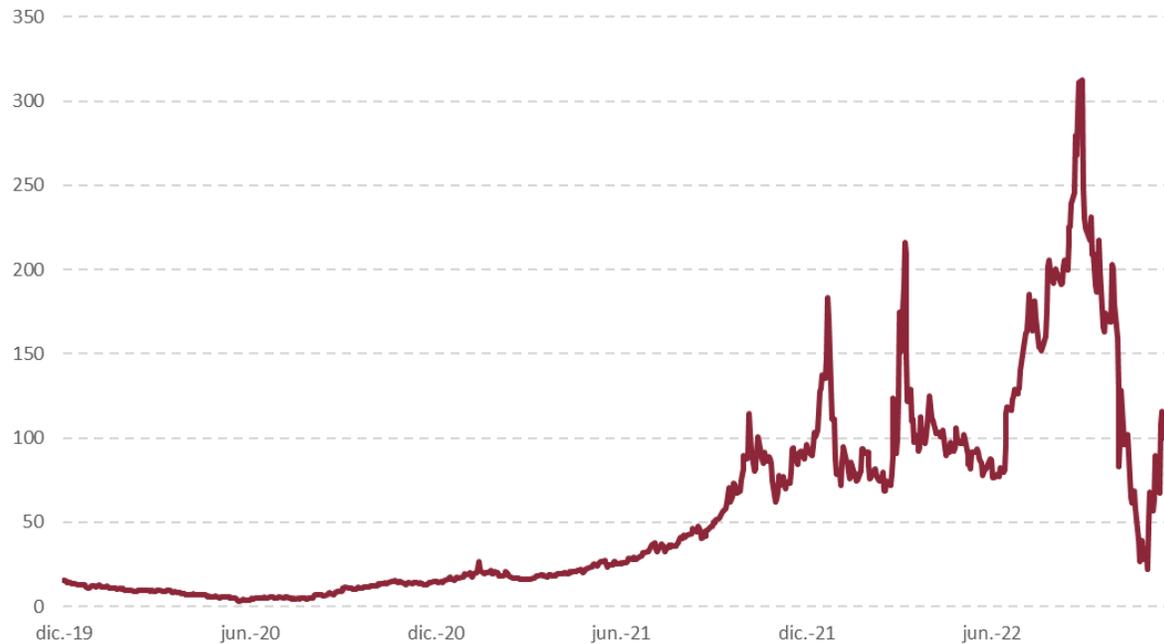


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La **energía**, aunque ha retrocedido desde máximos, sigue en **niveles sustancialmente superiores a los promedios históricos**.

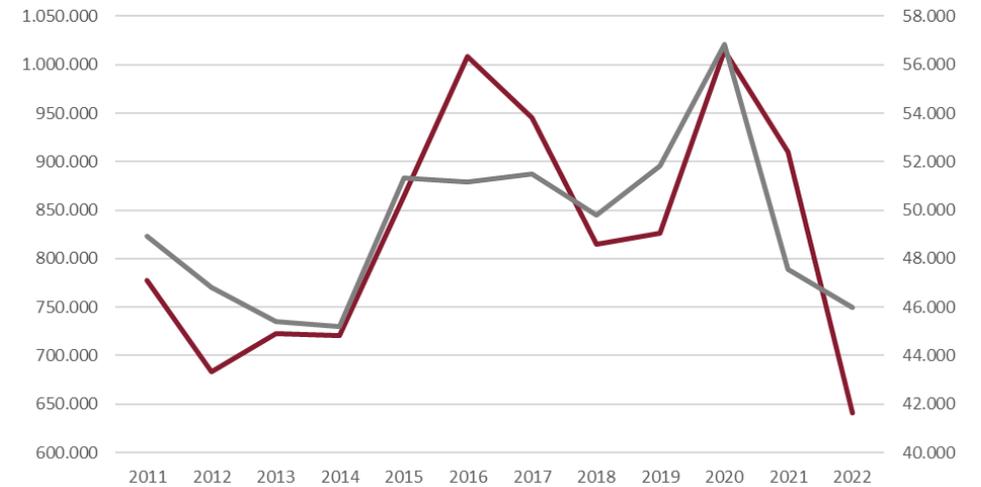
Problemas con el diésel.

Evolución gas TTF (\$/Mtbu)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Inventarios Diésel EEUU (eje izq) y Europa (eje dcho)



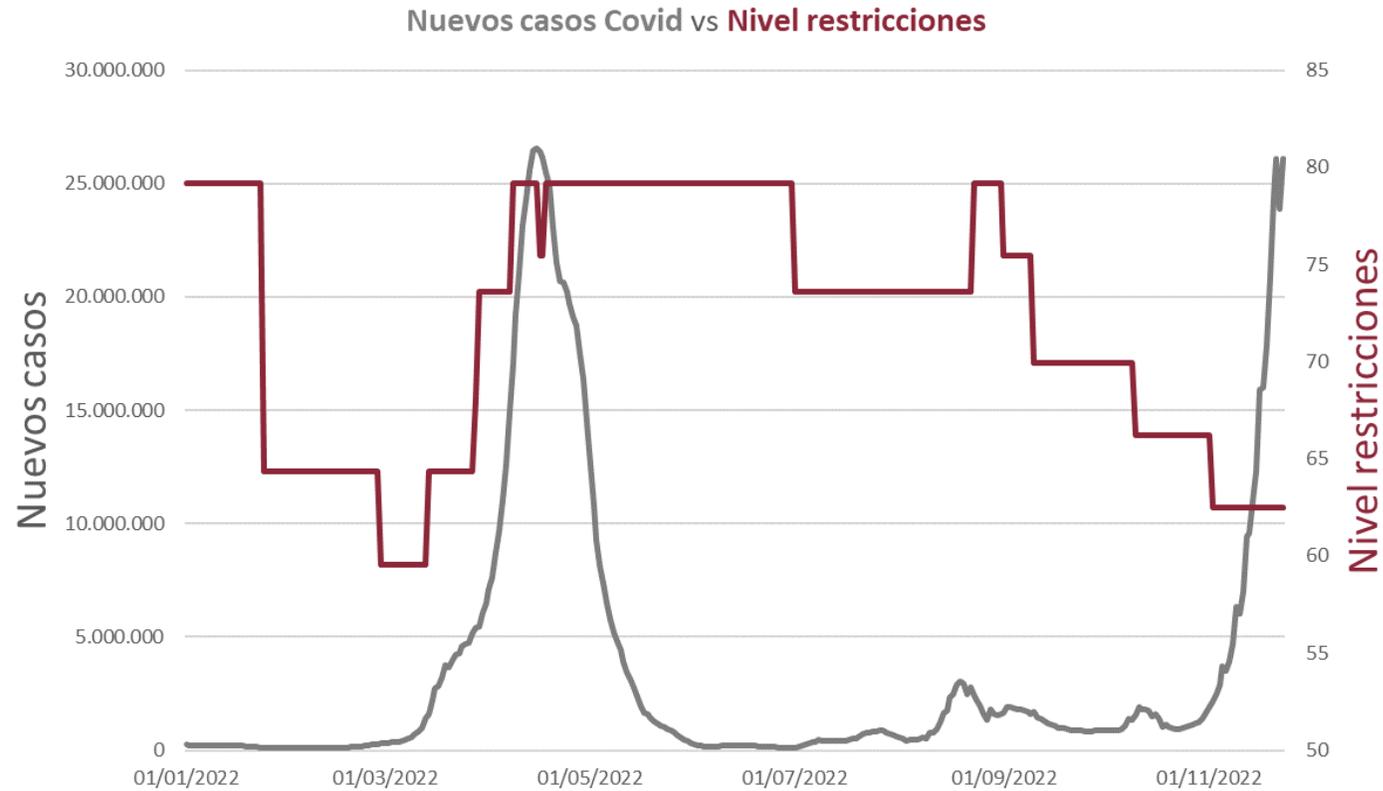
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Futuros Diésel Europeo



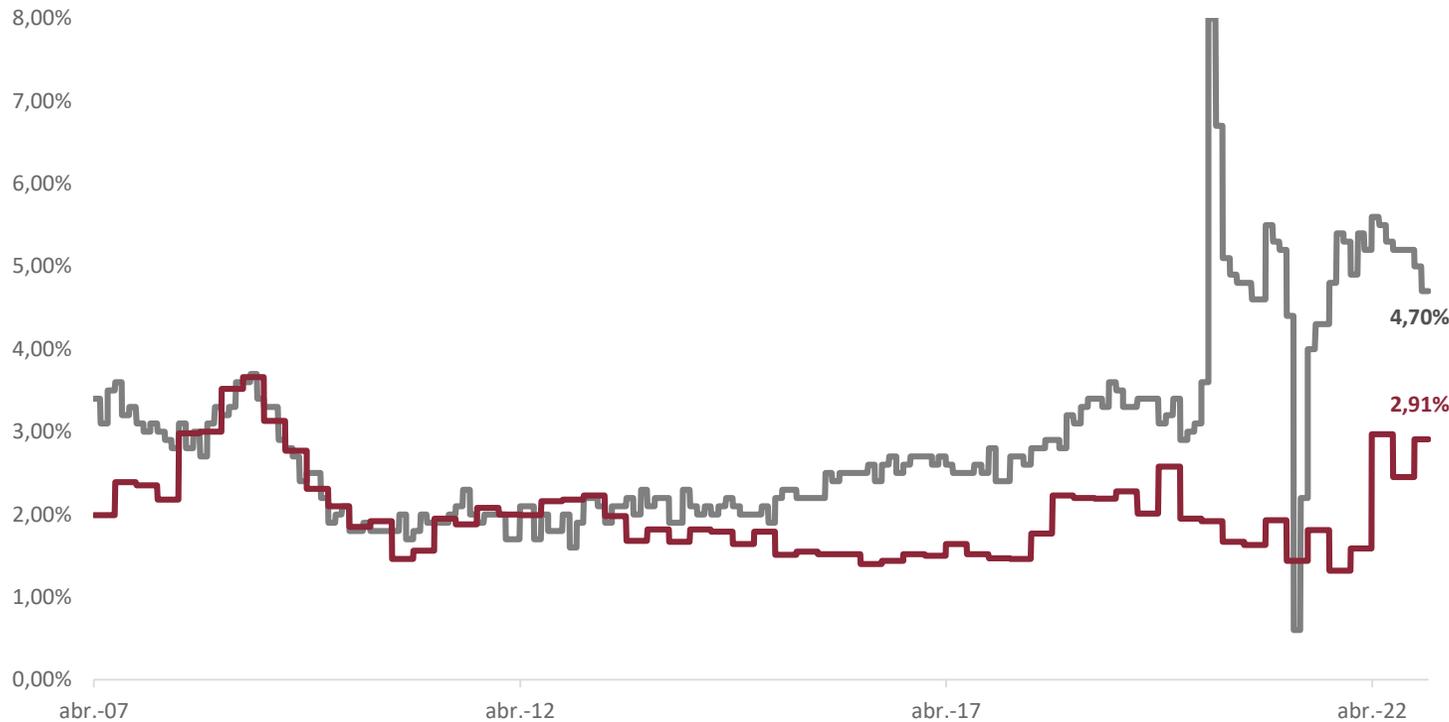
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Riesgo de reapertura frustrada en China ante el aumento de casos Covid coincidente con el levantamiento de restricciones. La reapertura se antoja larga y complicada.



Fuente: Our World in Data y elaboración propia.

Evolución Salarios (var i.a.) EEUU y Eurozona



Confirmar moderación en salarios **EEUU**.

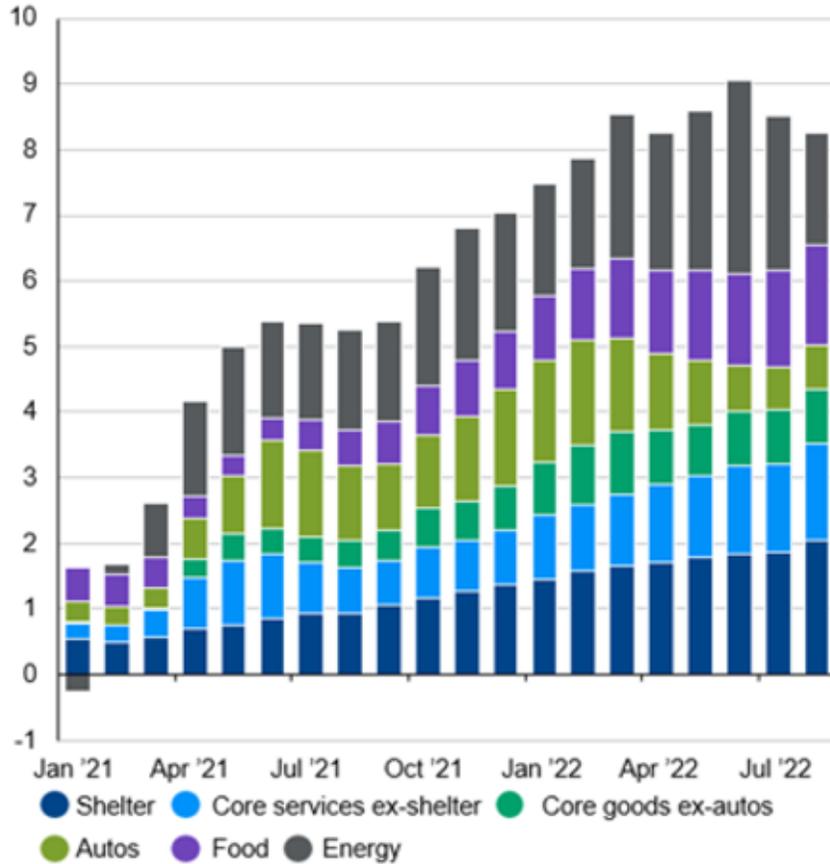
Riesgo al alza en Eurozona, +4%e en base a las últimas negociaciones salariales.

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

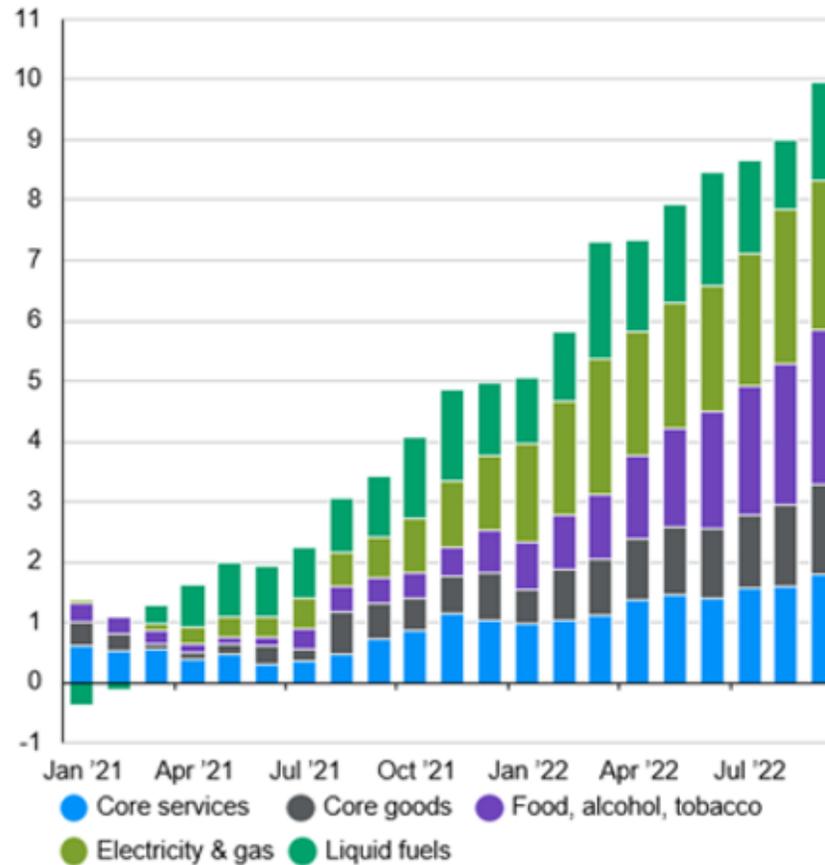
Las inflaciones EEUU y Europa son distintas



IPC general EEUU (var i.a.)



IPC general Eurozona (var i.a.)



EEUU: 40% de la inflación es energía y alimentos.

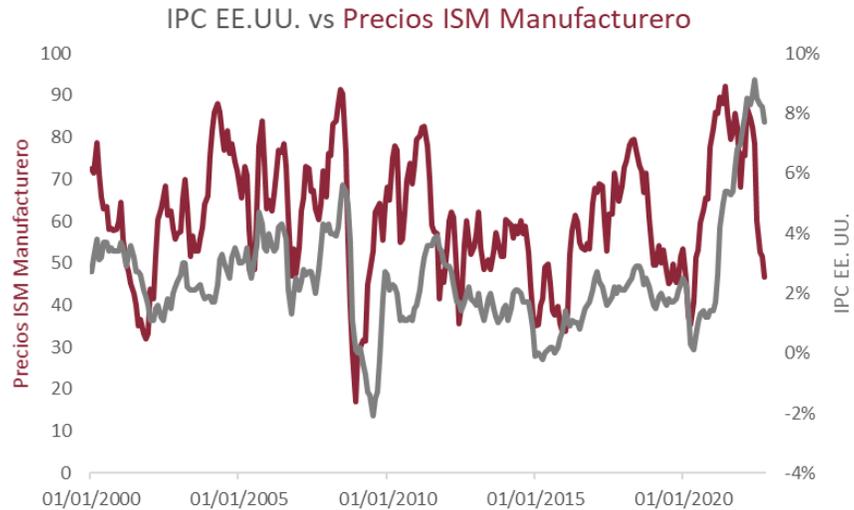
Inflación más de **demanda**.

Eurozona: 70% de la inflación es energía y alimentos.

Inflación más de **oferta**.

Fuente: JP Morgan Asset Management, datos a 30 septiembre 2022

¿Techo de inflación en EEUU?



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

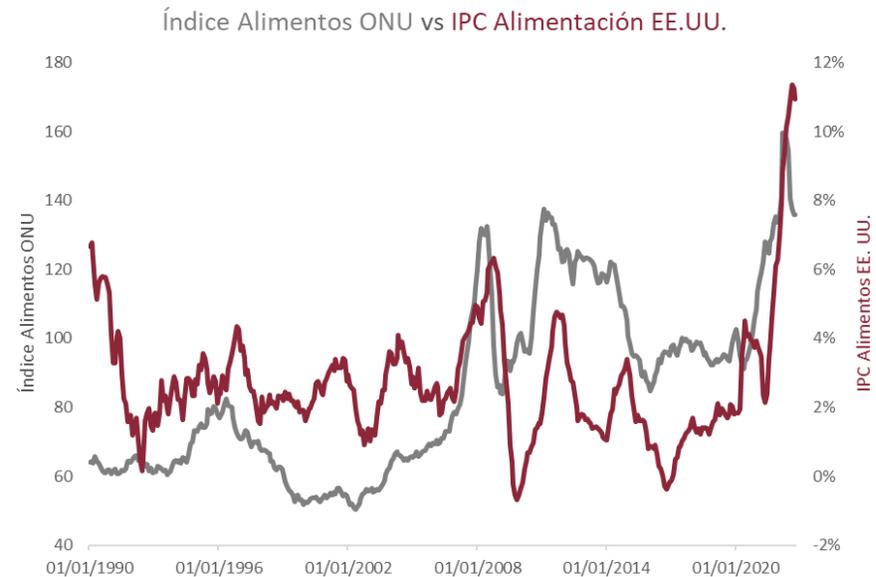


Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Distintos elementos apuntan a una **moderación de la inflación general americana** (pico 9,1% junio, último dato octubre 7,7%, noviembre 7,3%e) :

- Precios pagados del ISM manufacturero
- Precios de viviendas Zillow (adelantado del componente de rentas que supone un 32% del IPC EEUU)
- Precios de alimentos de Naciones Unidas (adelantado del IPC de alimentos)

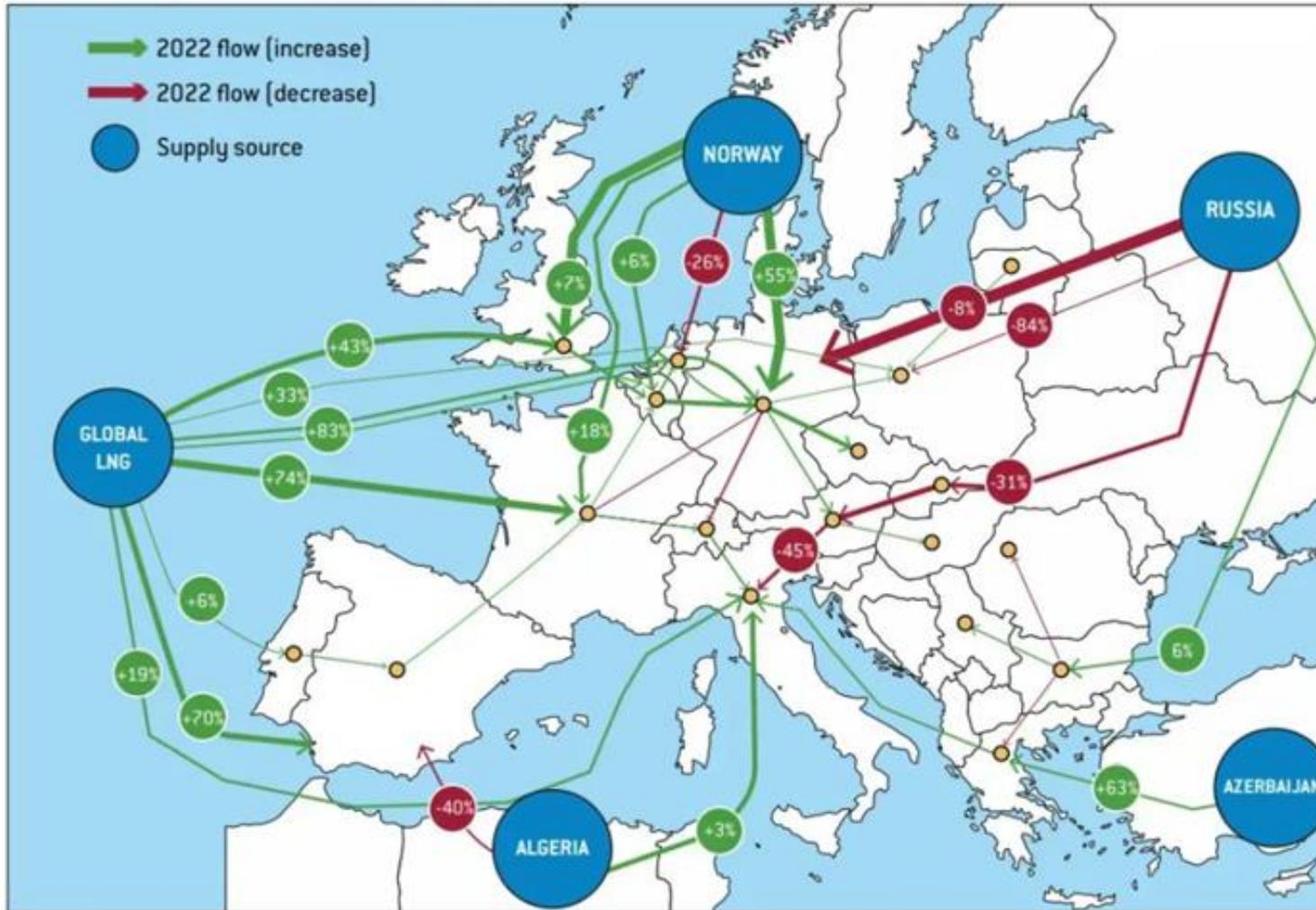
La moderación en el IPC general podría acabar recogándose en la **subyacente** (pico 6,6% septiembre, último dato octubre 6,3%, noviembre 6,1%e) si el componente de **servicios** lo permite.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

En Europa, el shock energético complica encontrar un techo a la inflación

Flujos de gas natural en el mercado europeo, 1S22 vs 1S21



Fuente: ACER

Según Lagarde, la **incierto evolución de la energía hace que aún no podamos hablar de techo en la inflación europea**, a pesar de la moderación vista en noviembre (general 10% vs 10,7% octubre). La **subyacente se mantiene en máximos anuales, 5%**.

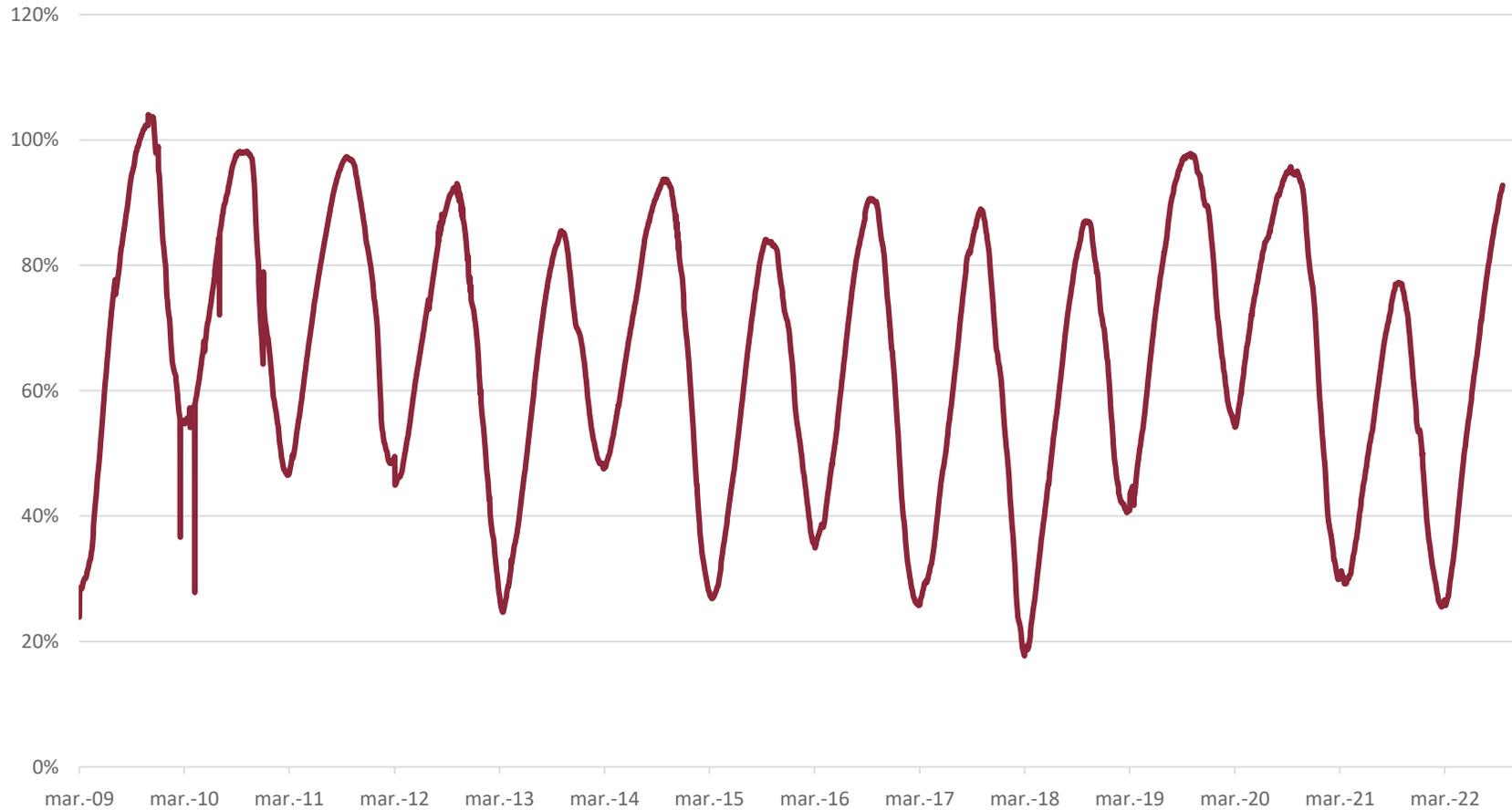
Problema: dependencia de las exportaciones de energía rusas hace a Europa vulnerable.

- Recrudescimiento del riesgo geopolítico.
- Parada del Nordstream 1, no se reanuda hasta que Europa elimine las sanciones impuestas a Rusia por la guerra de Ucrania.
- Este invierno menos problemático por alto llenado de reservas pero ¿y a futuro?

Europa ha mejorado significativamente su nivel de inventarios, el invierno 2022/23 no sería el problema...



% Gas natural almacenado en UE



Nivel de llenado de reservas: 94% actual (en línea con promedio de 5 años), apoyado por:

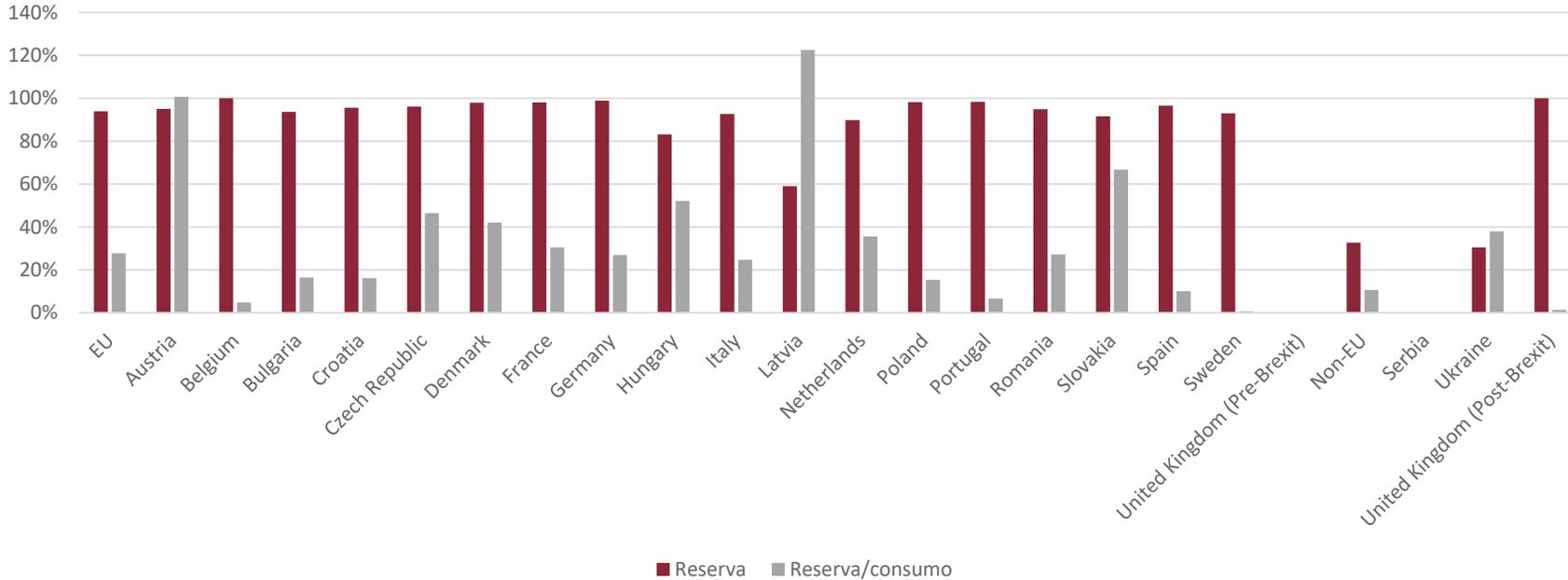
- reducción de demanda (por climatología e intencionada)
- diversificación de fuentes con mayores importaciones de GNL

Fuente: Gas Infrastructure Europe, elaboración propia

...pero el de 2023-24 podría ser más duro: los precios energéticos podrían mantenerse elevados



Reservas del Gas UE vs Consumo anual



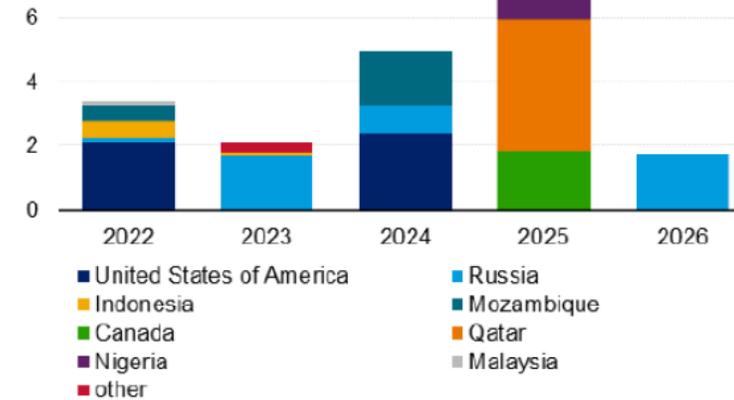
Fuente: Gas Infrastructure Europe, elaboración propia

Según el FMI, el **invierno 2023-24 será más duro** si no se consigue recomponer a tiempo los inventarios. Aunque los menores flujos de gas rusos podrían ser compensados por **mayores flujos de GNL**, se requerirían nuevas unidades de almacenamiento y regasificación que **no se espera que estén disponibles hasta 2024-25**. A ello se suma la **mayor competencia por el GNL en 2023** (mayor precio) en caso de **recuperación de economías como la china** (reapertura Covid).

Los precios de la energía se podrían mantener altos durante largo tiempo

Nivel de llenado de almacenamientos supone **3 meses de consumo**, pero luego habrá que volver a recomponer inventarios.

Proyectos globales de exportación de GNL (Bcf/d)



Fuente: Bloomberg, BofA

Presión al alza (menor oferta):

- **Recorte de oferta de OPEP+ noviembre -2 mln b/d** para compensar la desaceleración prevista de la demanda ante el creciente riesgo de recesión. Buscan que los **precios no se alejen demasiado de 80-85 usd/b** (pese a presiones de EEUU).
- **Limitada capacidad de producción.**
- **Situación geopolítica.** Sanciones a crudo ruso. *Price cap.*
- **Arabia Saudí** apoyando recorte de oferta abre **guerra política con EEUU.**
- **Riesgo al alza:** reapertura económica en China ante cambios en política **cero Covid.**

Presión a la baja (menor demanda):

- Riesgo de **destrucción de demanda** por recesión y precios elevados.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Esperamos moderación de la inflación, pero a un ritmo lento

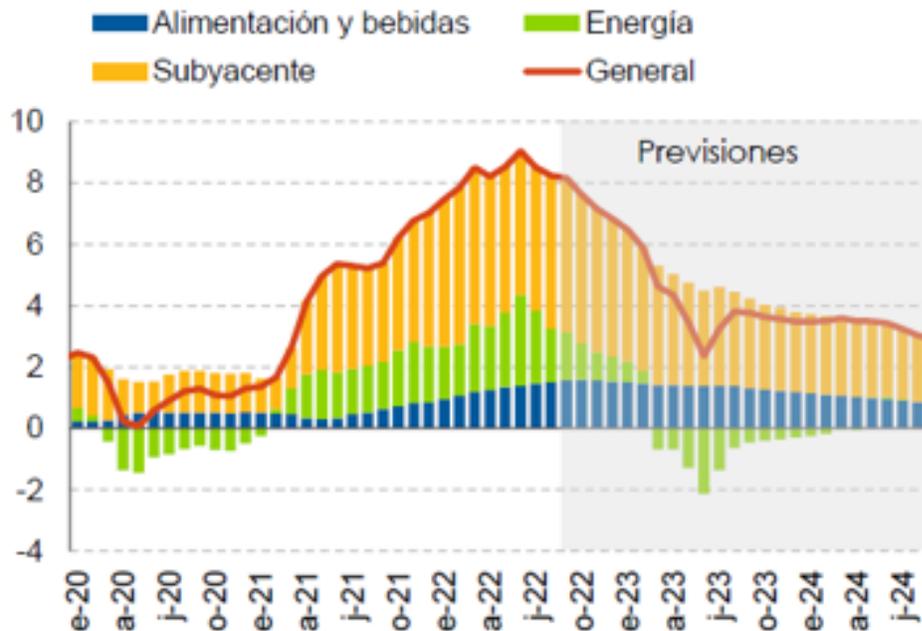


Previsiones de inflación 2022-24 (AFI)

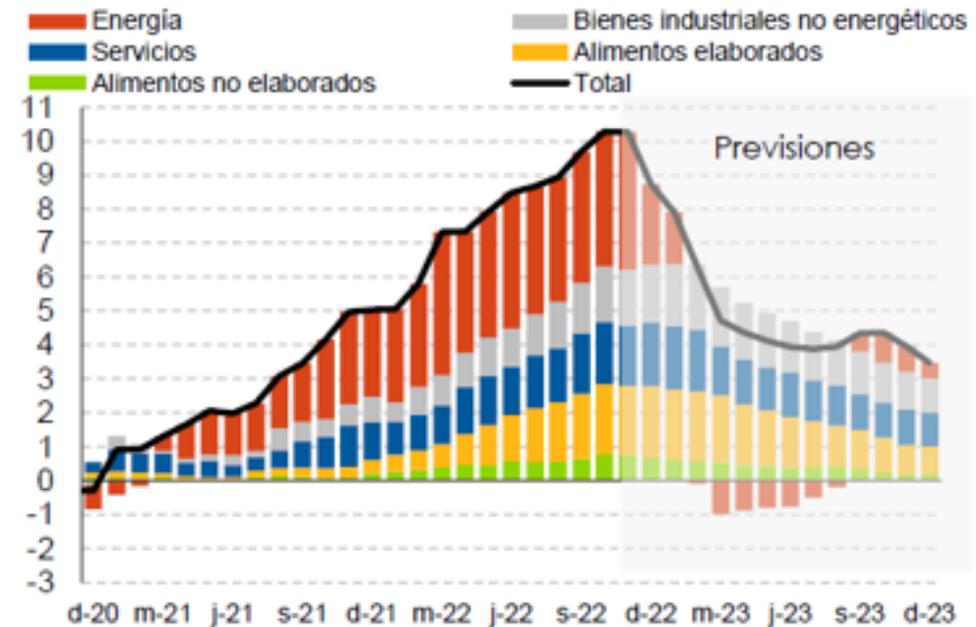
	Inflación general		Inflación subyacente	
	EEUU	Área euro	EEUU	Área euro
2021	4,7	2,6	3,6	1,5
2022	8,0	8,3	6,1	4,8
2023	4,1	4,6	4,2	5,0
2024	3,2	2,7	3,0	2,6

Efecto base y desaceleración de la demanda contribuirán a moderación en la inflación, pero...¿a qué ritmo y hasta qué nivel?

No se espera que la inflación converja al objetivo del 2% de los bancos centrales hasta más allá de 2024.



Fuente: AFI, Macrobond



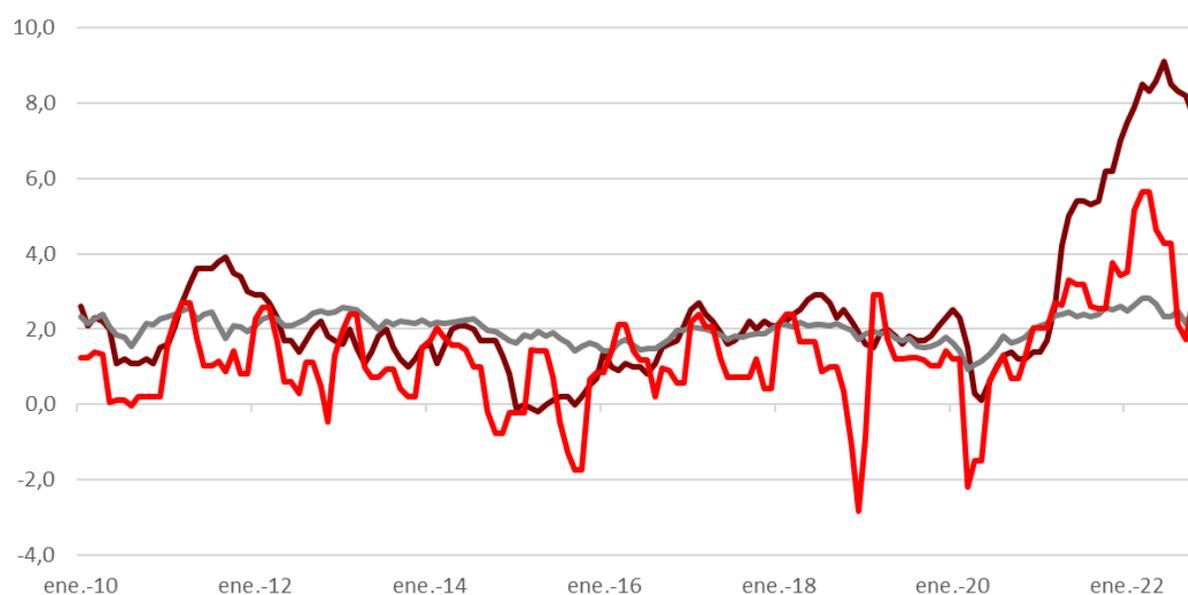
Fuente: AFI, Macrobond

Expectativas de inflación controladas a largo plazo, pero elevadas a corto, sobre todo en Europa

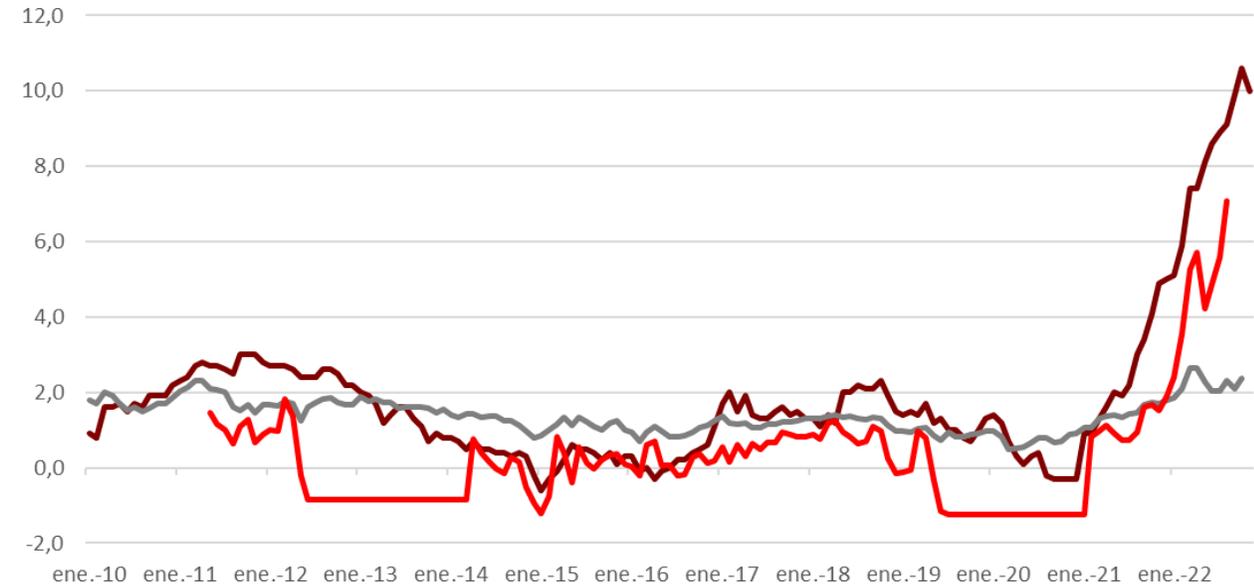


La desaceleración económica y la mejora en las cadenas de producción (recomposición de inventarios, moderación de la demanda) deberían propiciando una **mejora a medio plazo** de los niveles de inflación, aunque la **vuelta al objetivo del 2% tardará más de lo esperado, y parece más complicada en Europa**.

IPC EEUU y Breakeven inflación EEUU 2 años y 10 años



IPC Eurozona y Breakeven inflación Alemania 2 años y 10 años



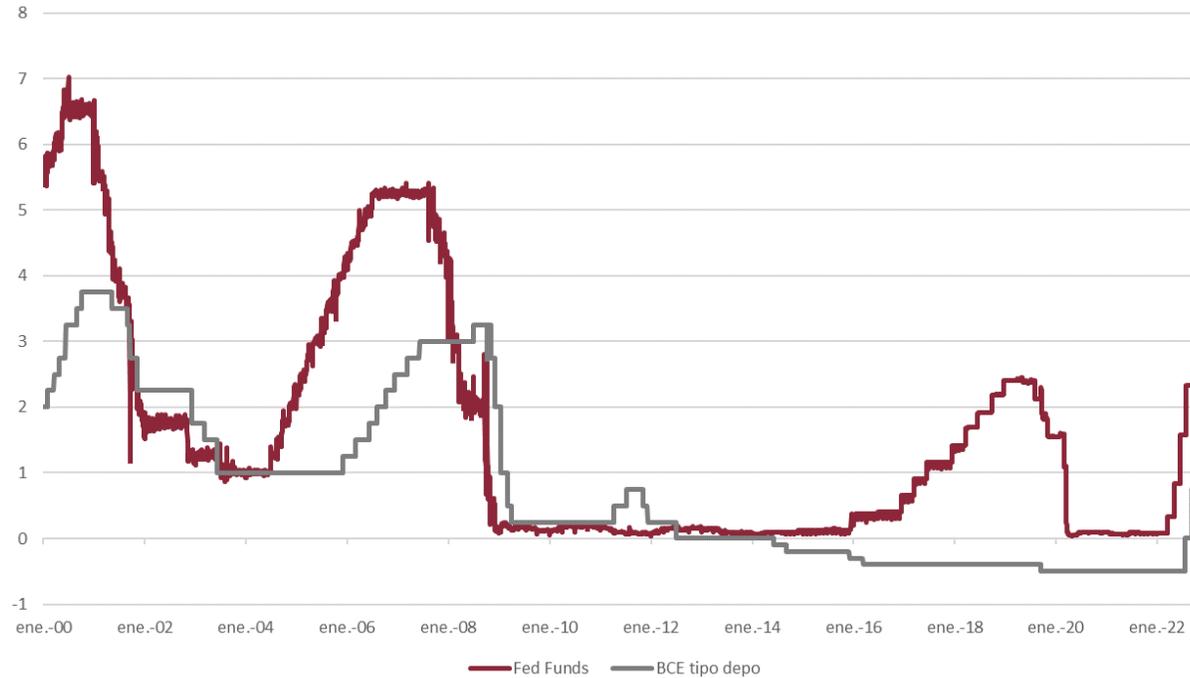
Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Breakeven de inflación: diferencia entre bonos indexados a la inflación y bonos nominales (TIR real – TIR nominal)

Será necesario llevar los tipos de interés a terreno restrictivo



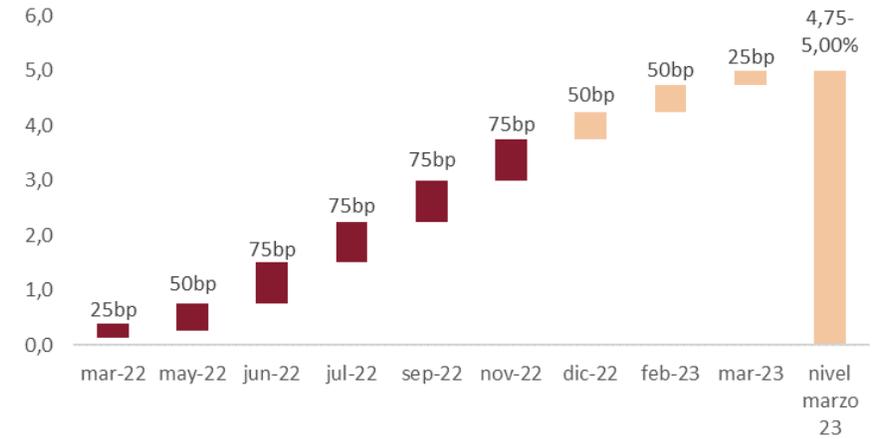
Tipos de intervención EEUU y Eurozona



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

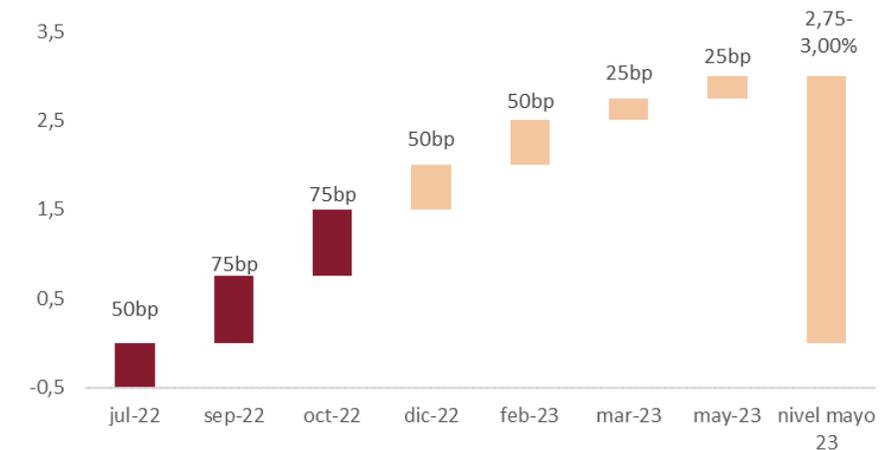
CALENDARIO REUNIONES BANCOS CENTRALES			
	BCE	FED	BoE
2022	15 diciembre	14 diciembre	15 diciembre
2023	2 febrero	1 febrero	2 febrero
	16 marzo	22 marzo	23 marzo
	4 mayo	3 mayo	11 mayo
	15 junio	14 junio	22 junio
	27 julio	26 julio	3 agosto
	14 septiembre	20 septiembre	21 septiembre
	26 octubre	1 noviembre	2 noviembre
	14 diciembre	13 diciembre	14 diciembre

Subida de tipos de la FED



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Subida de tipos del BCE



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Y seguir reduciendo liquidez. Punto de inflexión en balances

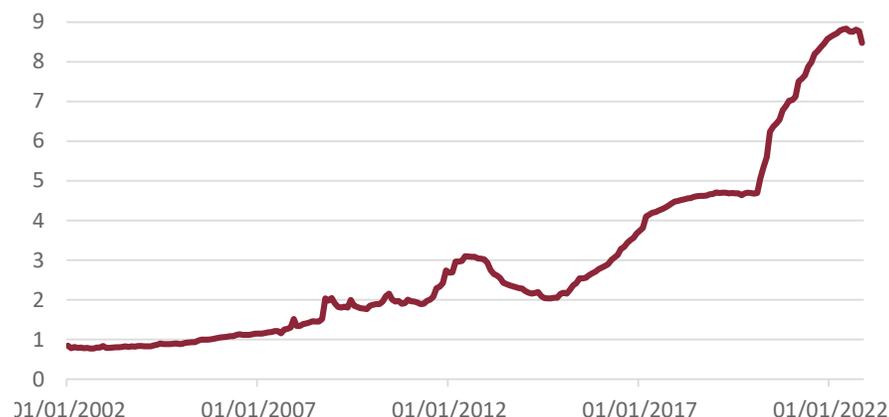


FED (bln usd)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

BCE (bln eur)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Aunque la reducción es de momento muy tímida, **se ha acabado la barra libre (QE).**

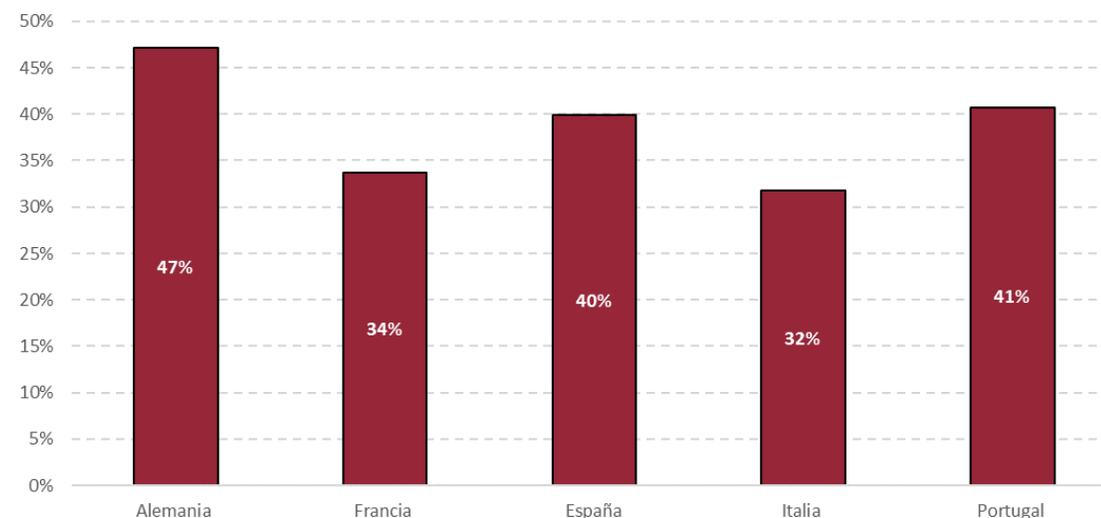
Sólo esperamos **compras de deuda puntuales para evitar inestabilidad financiera** (ej: BoE, sept-22 ante plan fiscal expansivo de Liz Truss).

Continuará la reducción de balances (QT), aunque a un ritmo muy gradual.

En el caso del **BCE**, primer tenedor de bonos soberanos, el **inicio del QT podría producirse en 1T23** en forma de no reinversión de vencimientos del APP (vence 1% mensual de un total de 3,3 bln eur). No esperamos venta activa de bonos. La **devolución anticipada de TLTRO III** (1,3 bln eur en jun-23) limitará la necesidad de un QT rápido.

Ya existe un nuevo programa (TPI) para comprar bonos en caso necesario (primer candidato, Italia).

Tenencias de deuda del BCE (PEPP+PSPP) / total deuda



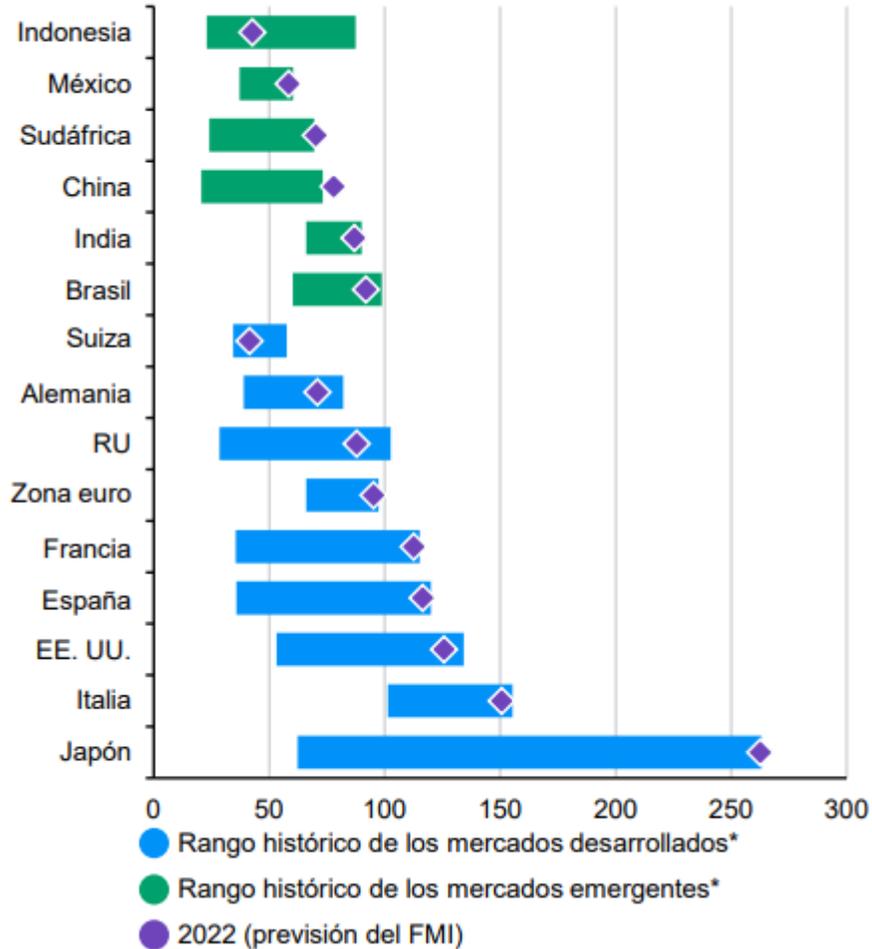
Fuente: BCE, Bloomberg y elaboración propia

Necesidad de coherencia entre políticas monetarias y fiscales



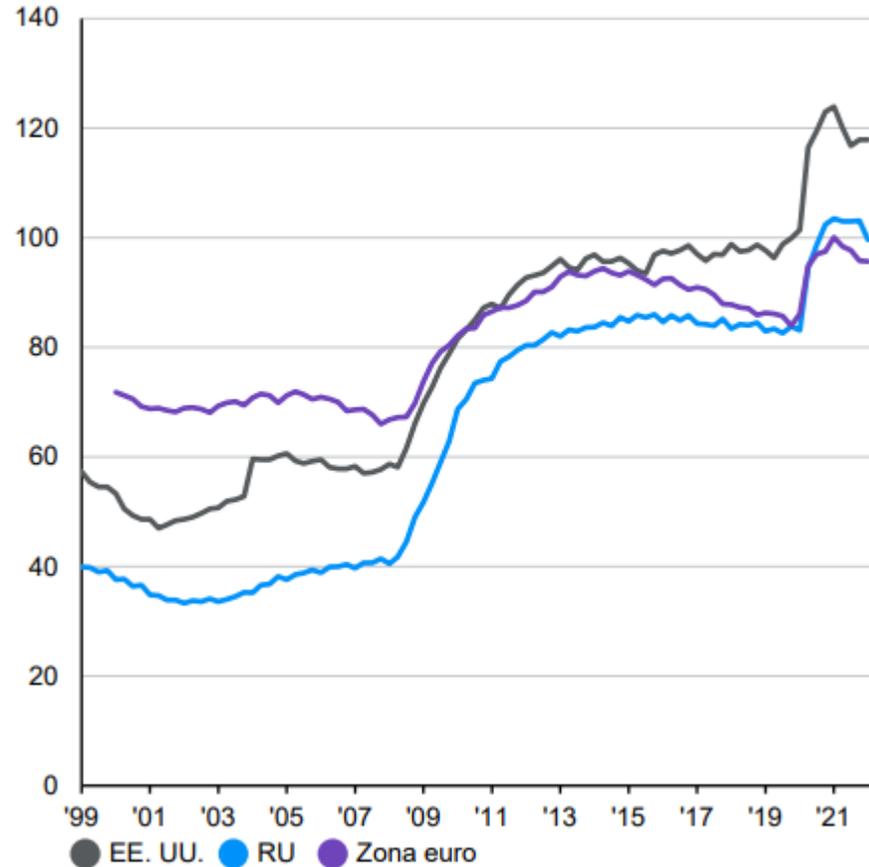
Ratios de deuda pública en proporción al PIB por país

% del PIB nominal



Ratios de deuda pública en proporción al PIB

% del PIB nominal



Política fiscal expansiva dirigida solo a los colectivos vulnerables (suavizar impacto del shock energético).

Evitar “sorber” (política monetaria restrictiva) **y “soplar”** (política fiscal expansiva) **al mismo tiempo.**

Fuente: JP Morgan Asset Management

La Fed va por delante, intentando frenar la demanda

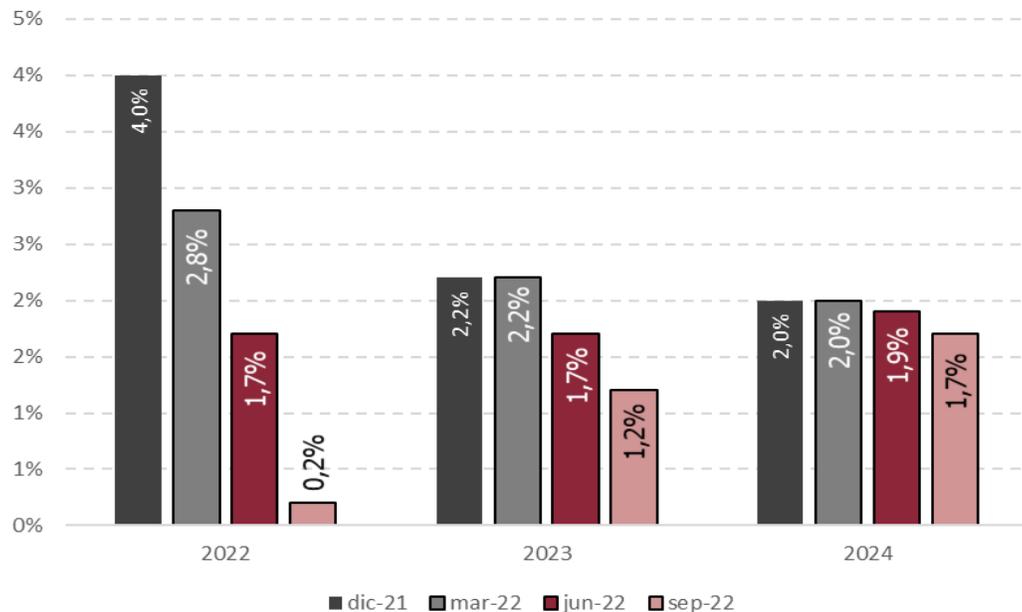


Intensas subidas de tipos (+375 pb ya ejecutados hasta 3,75%-4,0%, **techo esperado en 5%** en 1S23), complican el “soft landing”.

La FED está **dispuesta a sacrificar más crecimiento y empleo** a cambio de controlar los precios. En sus previsiones, la **inflación > objetivo en 2023**.

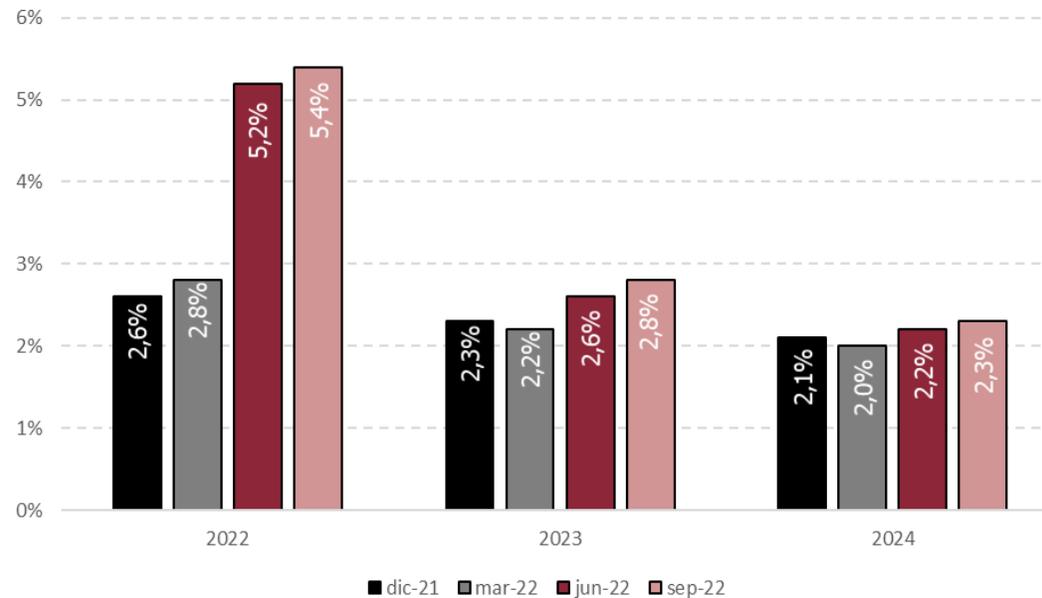
No esperamos recortes de tipos y vuelta a niveles neutrales (3%) hasta que se confirme el control de la inflación (2024).

Previsiones PIB en reuniones Fed



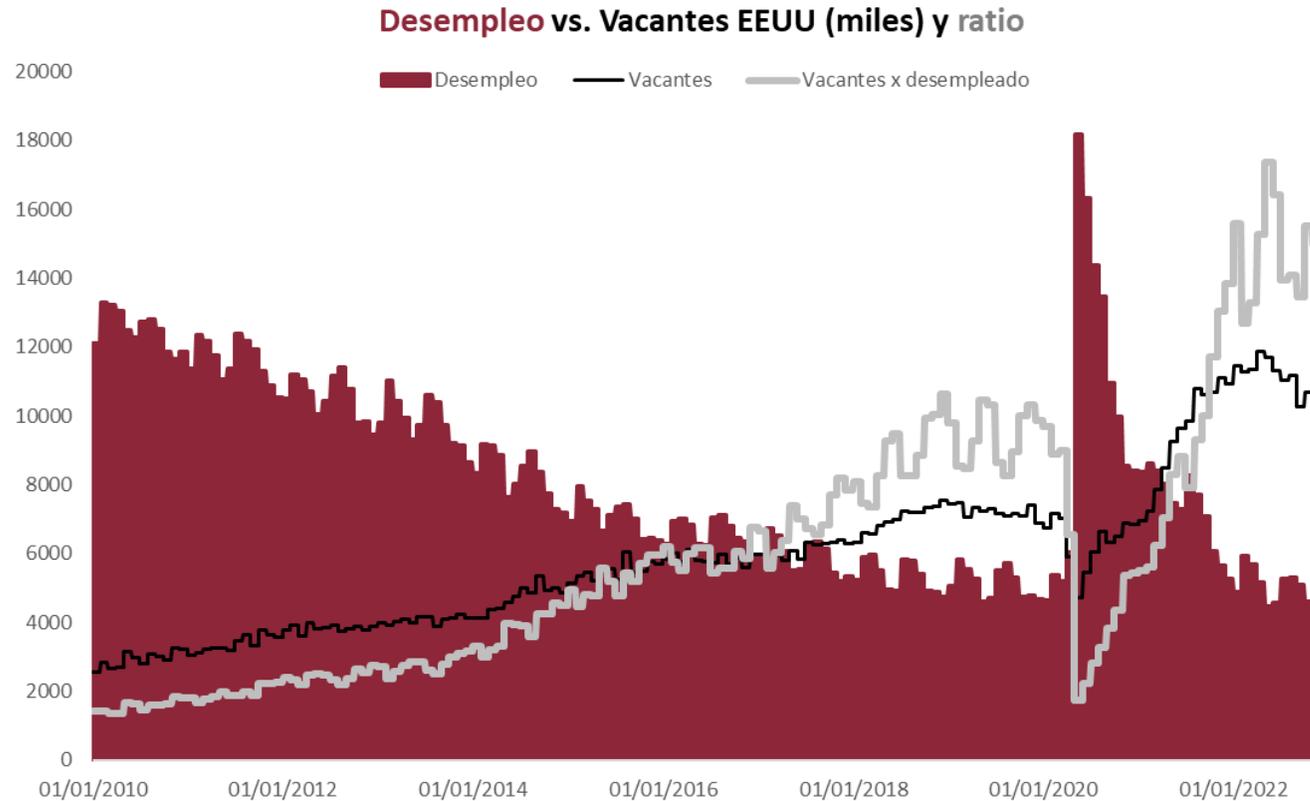
Fuente: Fed y elaboración propia

Previsiones inflación en reuniones Fed



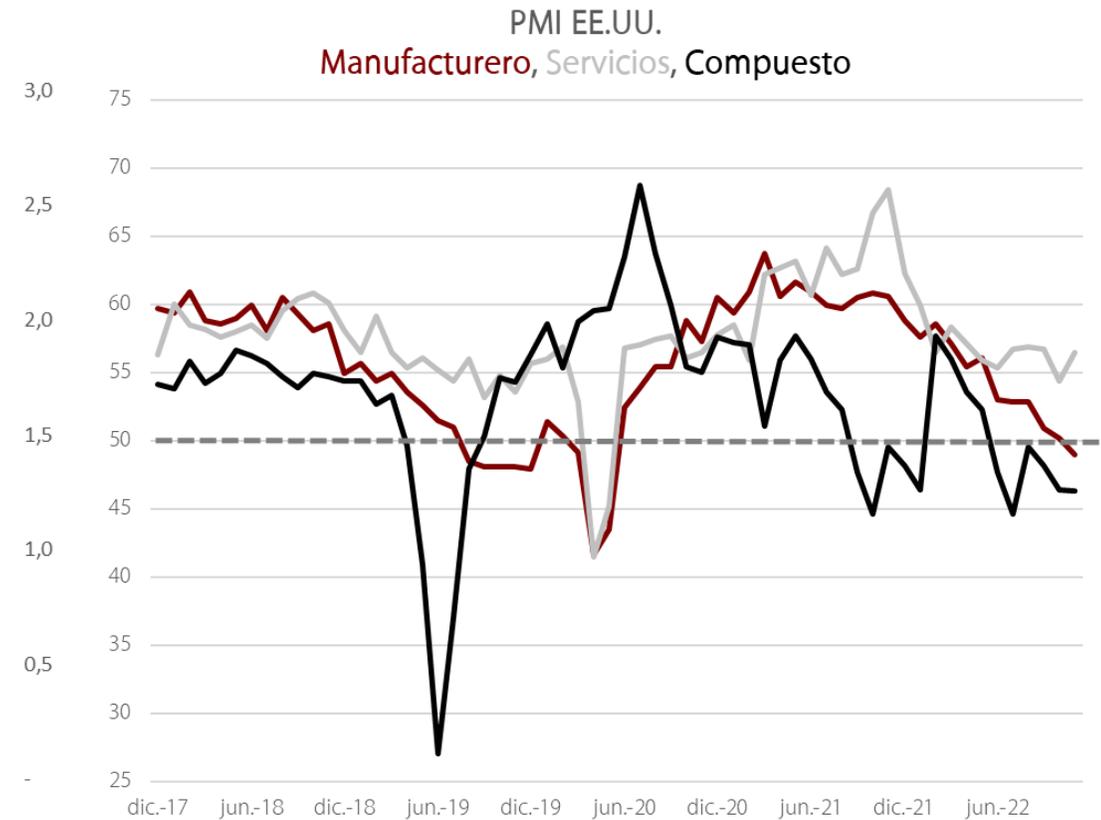
Fuente: Fed y elaboración propia

2 vacantes por cada desempleado



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Moderación en PMIs



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

El BCE, intentando anclar las expectativas de inflación



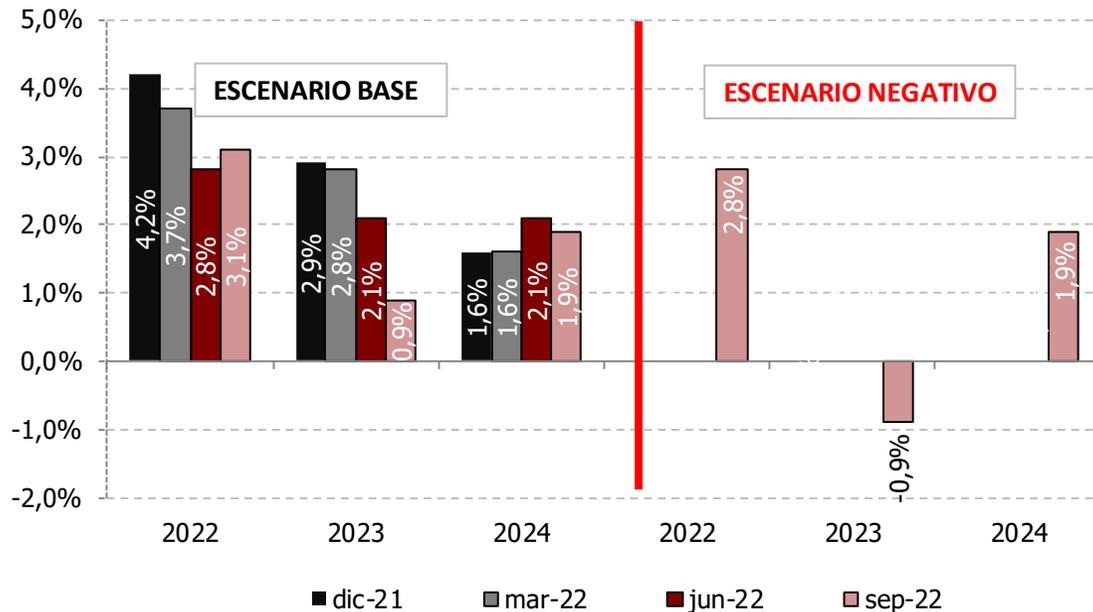
Subidas de tipos acumuladas (+200 pb ya ejecutados hasta 1,5% en tipo de depósito, techo esperado en 3% en 1S23).

Mandato del BCE (estabilidad de precios), crucial para evitar destrucción de poder adquisitivo. Tipos reales siguen siendo muy negativos ~-8%.

La prioridad absoluta es controlar la inflación, que en las propias estimaciones del BCE se situará en 2022, pero también en 2023, muy por encima del objetivo del 2%, un nivel que no se alcanzaría hasta bien avanzado 2024.

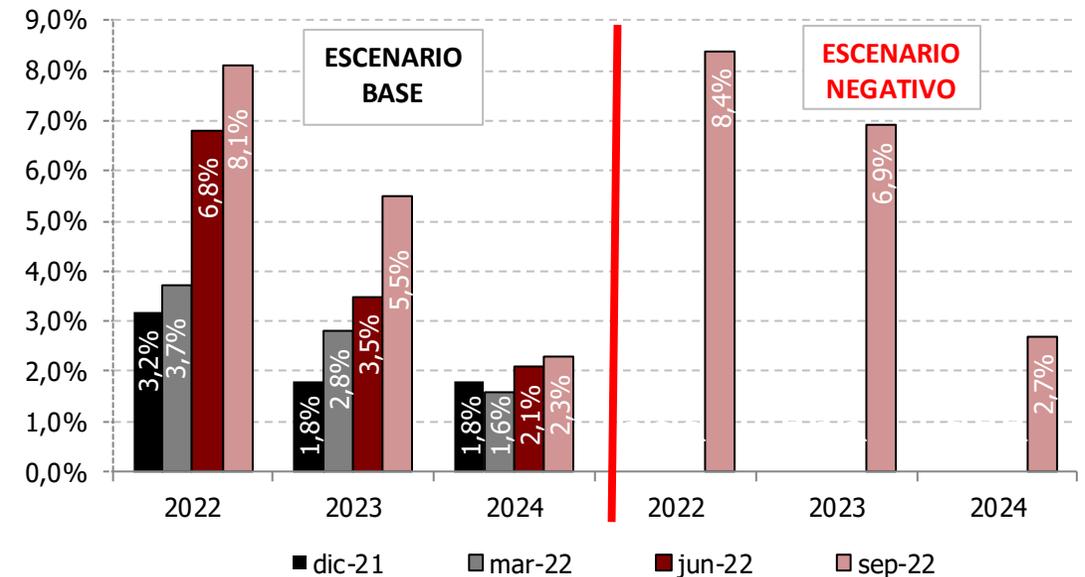
No esperamos recortes de tipos y vuelta a niveles neutrales (2%) hasta que se confirme el control de la inflación (más allá de 2024).

Previsiones PIB en reuniones BCE



Fuente: BCE y elaboración propia

Previsiones inflación en reuniones BCE

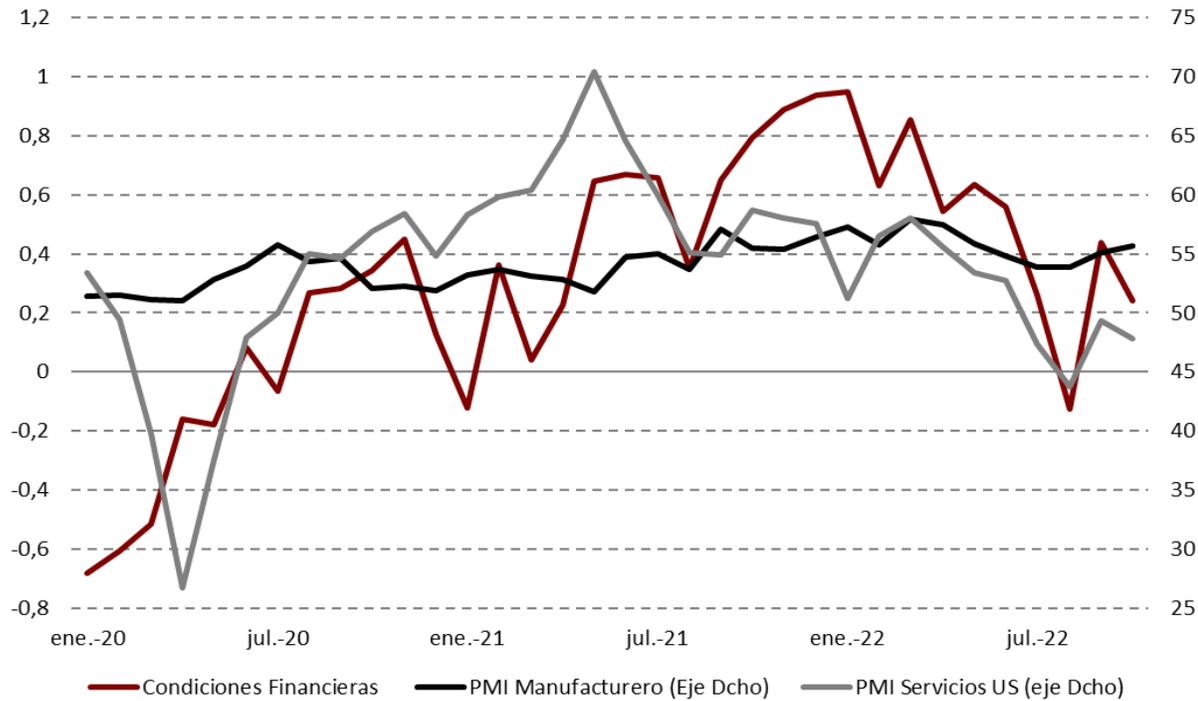


Fuente: BCE y elaboración propia

Condiciones financieras más restrictivas, impacto en el ciclo

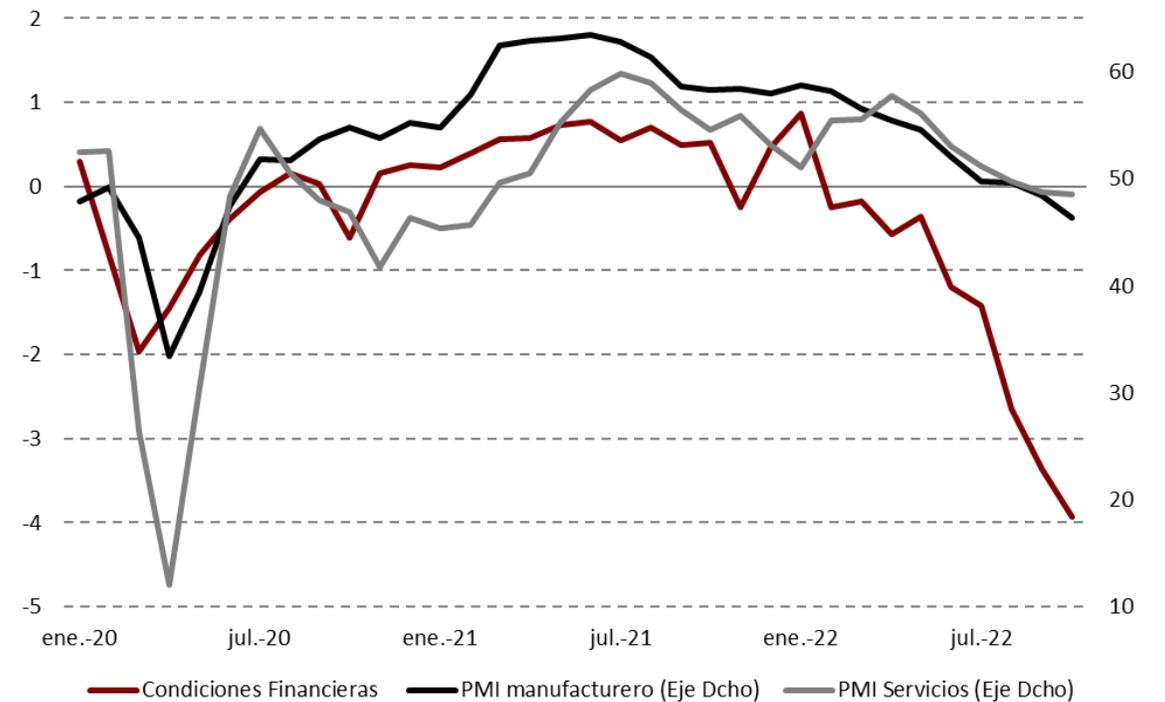


**Condiciones financieras EEUU vs
PMI Manufacturero y Servicios**



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

**Condiciones financieras Eurozona vs
PMI Manufacturero y Servicios**



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

La inversión de las curvas de tipos apunta a recesión

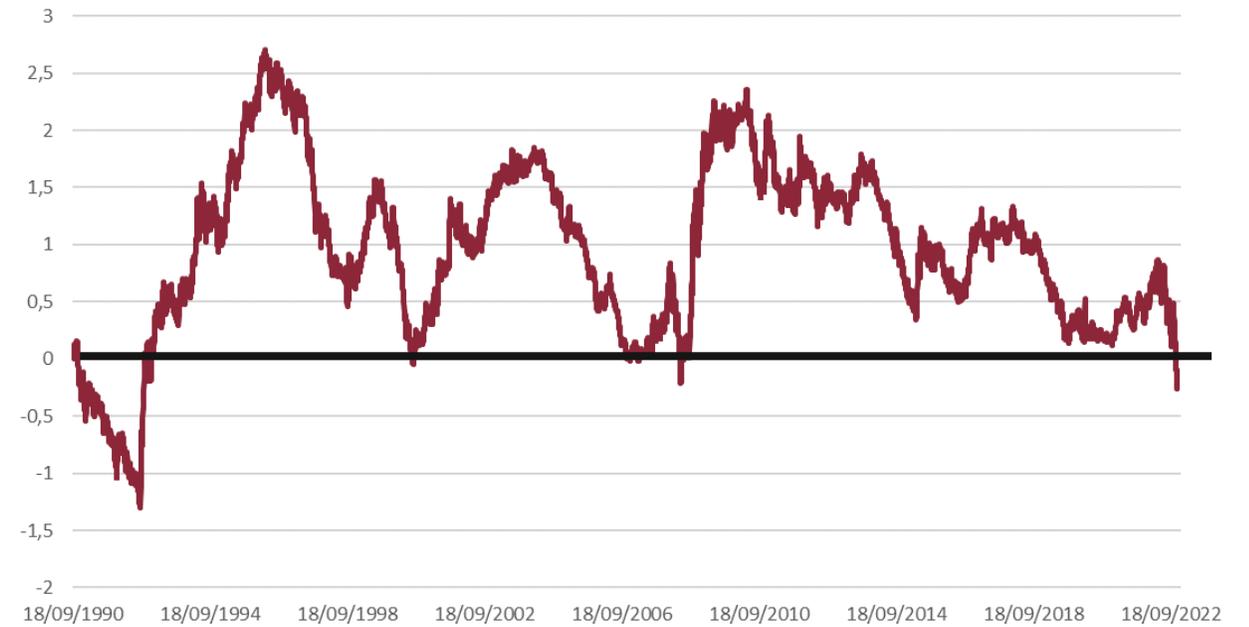


EEUU Spread 10 años-2años



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Alemania Spread 10 años-2años



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Escenario de crecimiento 2023: estanflación en algunas economías principales



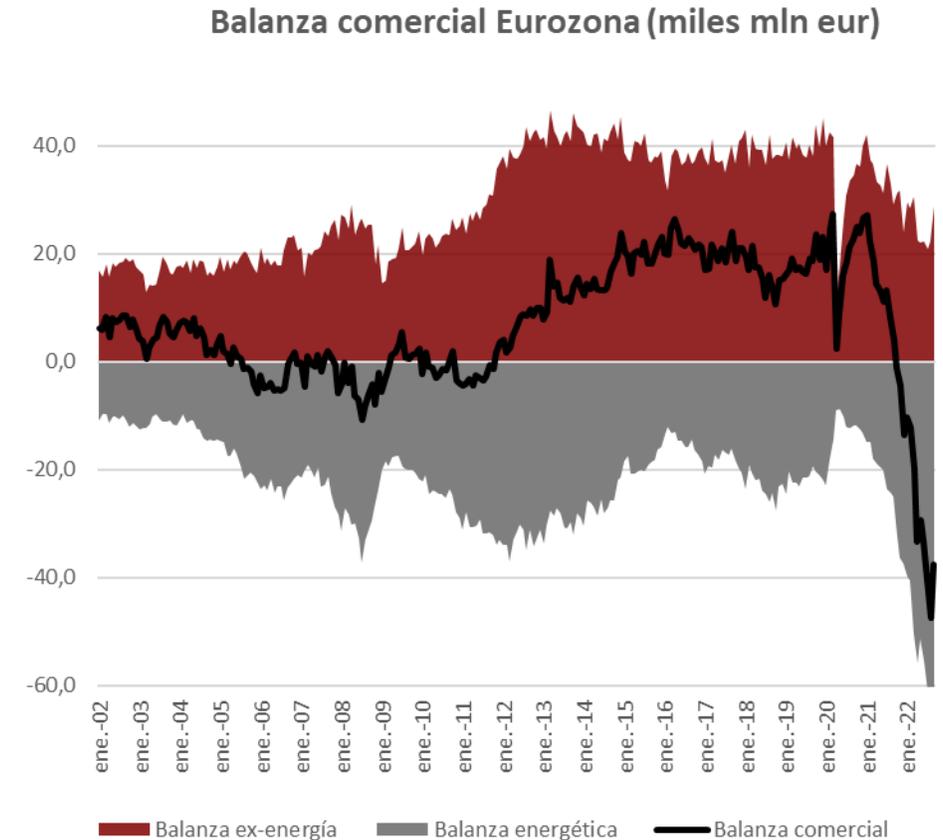
Crecimiento 2023 muy débil, por debajo de 1% en casi todas las economías desarrolladas y con recesión técnica en algunos casos, inducida por bancos centrales para reducir inflación

PIB (% anual)			CE (NOV 22)			OCDE (NOV 22)			FMI (OCT 22)		
	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Mundo	-3,3	6,1	3,1	2,5	3,1	3,1	2,2	2,7	3,2	2,7	3,2
Desarrolladas	-4,7	5,2	2,7	0,9	1,8	-	-	-	2,4	1,1	1,6
EEUU	-3,5	5,7	1,8	0,7	1,7	1,8	0,5	1,0	1,6	1,0	1,2
Área Euro	-6,6	5,3	3,2	0,3	1,5	3,3	0,5	1,4	3,1	0,5	1,8
Alemania	-4,9	2,8	1,6	-0,6	1,4	1,8	-0,3	1,5	1,5	-0,3	1,5
Francia	-8,2	7,0	2,6	0,4	1,5	2,6	0,6	1,2	2,5	0,7	1,6
Italia	-8,9	6,6	3,8	0,3	1,1	3,7	0,2	1,0	3,2	-0,2	1,3
España	-11,0	5,1	4,5	1,0	2,0	4,7	1,3	1,7	4,3	1,2	2,6
Japón	-4,8	1,6	1,7	1,6	1,2	1,6	1,8	0,9	1,7	1,6	1,3
Reino Unido	-9,9	7,4	4,2	-0,9	0,9	4,4	-0,4	0,2	3,6	0,3	0,6
Emergentes	-2,2	6,8	3,4	3,8	4,3	-	-	-	3,7	3,7	4,3
Brasil	-4,1	4,6	2,5	0,8	1,0	2,8	1,2	1,4	2,8	1,1	1,9
México	-8,2	4,8	2,2	1,4	2,1	2,5	1,6	2,1	2,1	1,2	1,8
Rusia	-3,1	4,7	-5,1	-3,2	0,9	-3,9	-5,6	-0,2	-3,4	-2,3	1,5
India	-8,0	8,9	6,9	6,0	6,3	6,6	5,7	6,9	6,8	6,1	6,8
China	2,3	8,1	3,4	4,5	4,7	3,3	4,6	4,1	3,2	4,4	4,5

Fuente: CE, OCDE, FMI, elaboración propia

- **EEUU.** Mejor en términos relativos por fuerte **mercado laboral**, consumo, **no dependencia energética**. En negativo, desaceleración sector inmobiliario, lastre de dólar fuerte, pérdida de poder adquisitivo. **Soft landing cada vez más complicado.**
- **China:** posible mejora en **política Covid**, pero difícil reapertura total y con persistencia de problemas (digestión **sector inmobiliario** y **desaceleración global**). Estímulos monetarios y fiscales, ¿suficientes?
- **Europa:** shock energético con impacto en consumo e inversión, **recesión (finales 2022 - principios 2023)** ante escasez/precio de energía. Europa **pierde dos apoyos básicos: la ventaja competitiva del gas ruso barato y una China creciendo fuerte.** Las más afectadas, Alemania e Italia, con mayor dependencia energética de Rusia.
- **LA CLAVE: ¿CÓMO DE INTENSA Y DURADERA SERÁ LA RECESIÓN?**

- **EEUU, ganadora:**
 - Vende más gas a mayor precio (Alemania acusa a EEUU de beneficiarse de la guerra)
 - Dólar muy apreciado limita la inflación americana
- **Europa, perdedora:**
 - Compra gas a mayor precio, pérdida de competitividad de la industria ante elevados costes energéticos
 - Desaceleración de China
 - Euro depreciado aumenta la inflación europea
- La **dependencia energética europea del exterior** ha provocado que, en la actual coyuntura de elevados precios del gas y del petróleo, el **superávit europeo se haya convertido en déficit, con visos de convertirse en estructural** (sanciones por tiempo ilimitado e infrainversión en nueva producción de gas a nivel global en la última década).

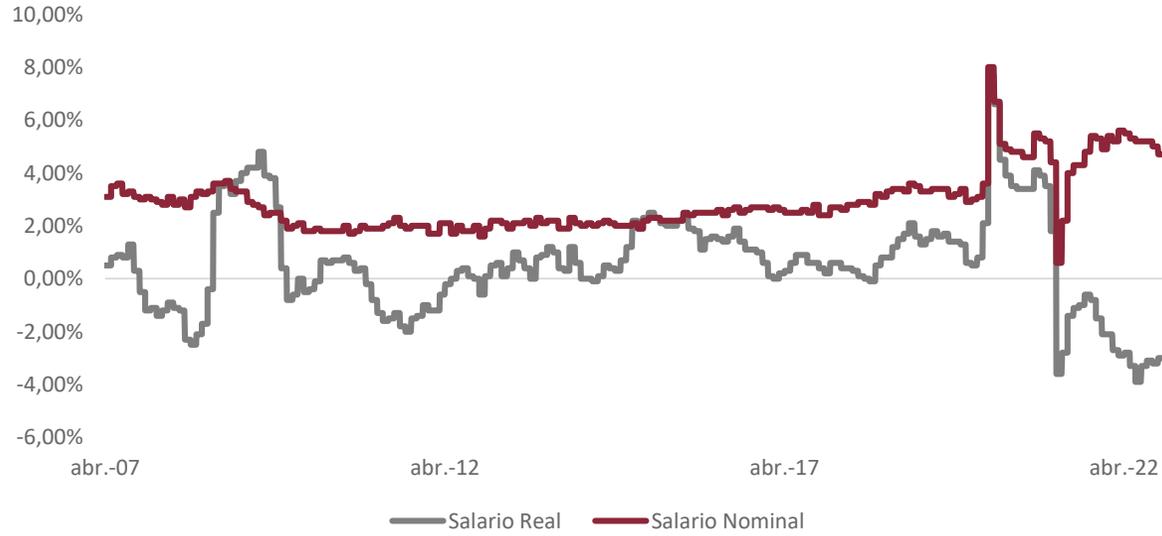


Fuente: Eurostat, elaboración propia

Pérdida de poder adquisitivo

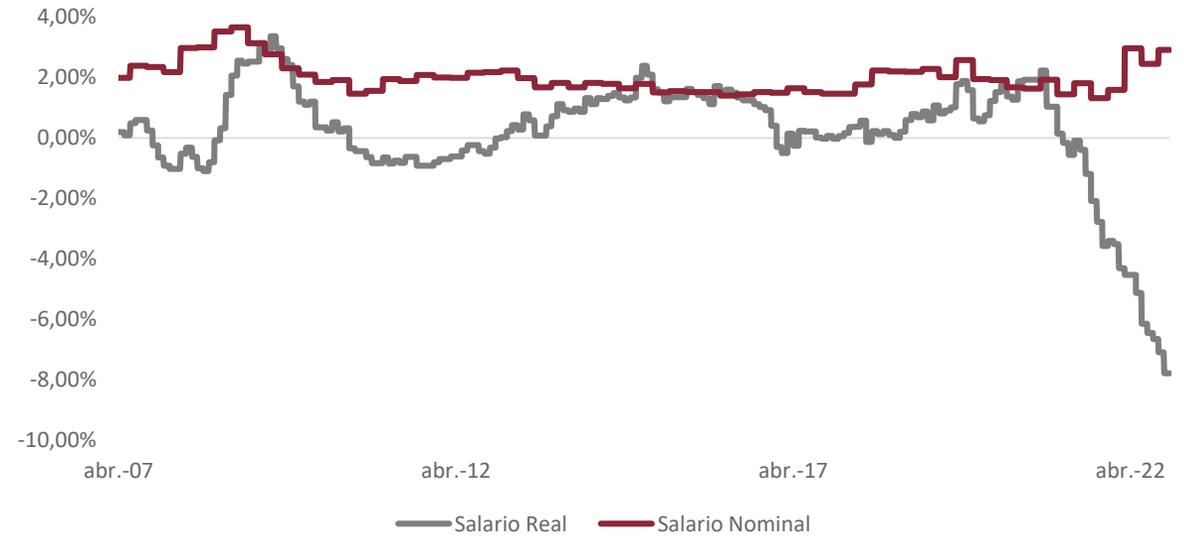


Evolución salarios nominales y reales EE.UU.



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Evolución salarios nominales y reales Eurozona



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

La economía podría entrar en **recesión técnica** en el 1T23 y no recuperaría niveles de 2019 hasta principios del 2024

% anual	2021	2022	2023	2024
PIB real	5.5	4.5	0.9	2.0
Consumo Final	5.1	0.8	0.5	1.4
Hogares	6.0	1.9	0.4	1.7
AA.PP.	2.9	-1.7	0.4	0.5
FBCF	0.9	4.7	2.8	2.3
Bienes de equipo	6.3	5.7	2.8	2.2
Construcción	-3.7	3.2	2.9	2.4
Demanda nacional (*)	5.2	1.6	1.0	1.5
Exportaciones	14.4	17.4	0.5	3.2
Importaciones	13.9	9.4	0.7	2.1
Demanda externa (*)	0.3	2.9	-0.1	0.5
IPC (media anual)	3.1	8.5	4.0	2.4
Deflactor PIB	2.3	3.5	4.3	3.7
PIB nominal	7.8	8.0	5.2	5.7
Empleo	2.6	3.1	0.5	1.1
Tasa de paro	14.8	12.8	13.0	12.1

(*) Aportación al crecimiento del PIB

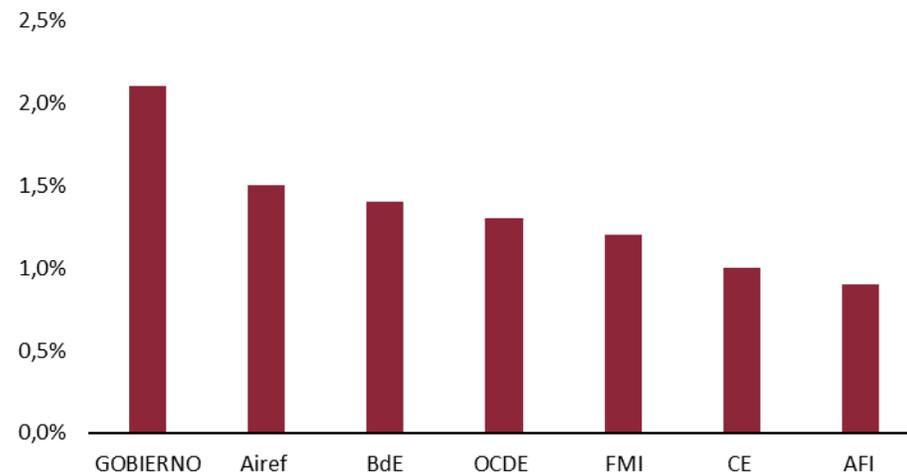
Fuente: AFI

PIB 2023e +0,9% afectado por:

- **Consumo hogares** desacelerándose por **mayor pérdida de poder adquisitivo**.
- **Demanda externa no aporta** ante desaceleración de turismo y comercio de bienes.
- **Inversión empresarial** apoyada por fondos **NGEU** y pese a mayores costes de financiación y producción.

IPC 2023e +4%, los precios no convergerán hacia el objetivo del 2% hasta 2024e.

PIB España 2023e



Fuente: organismos

El **giro en la política monetaria** (fin tipos cero, fin barra libre de liquidez) se traduce en una **repreciación del riesgo** con impacto en las valoraciones de todos los activos. **¿Cuánto está descontado?**

Renta fija. Vuelve a ofrecer rentabilidad, ser selectivos:

- Niveles atractivos en Deuda Pública, aunque el punto de inflexión definitivo llegará con deterioro en empleo que lleve a bancos centrales a cambio de sesgo monetario (neutral vs restrictivo).
- Mejor IG que HY (riesgo cíclico y aumento de defaults).

Renta Variable. Rebaja de BPAs aún pendiente. Importancia del “stock picking”.

- **Volatilidad al alza en primera parte 2023** ante mayor restricción monetaria y su impacto en ciclo y BPAs. **Iniciar el año con sesgo defensivo.**
- **Suelo definitivo en bolsas** cuando se confirme moderación sustancial en inflación que permita a los **bancos centrales pensar en volver a una posición neutral desde restrictiva** (no vuelta a tipos cero o negativos) **que posibilite una mejora de expectativas sobre ciclo y resultados empresariales. El ciclo bursátil adelanta al ciclo económico.**
 - **Apoyos:** tipos reales muy negativos pese a subidas, reducción permanente de inflación que se traduzca en freno a las subidas de tipos, recesión suave y limitada en el tiempo, resiliencia de BPAs, reapertura consistente de China, fin de sanciones a Rusia, elevada liquidez en carteras e infraponderación en renta variable, elevada RPD y recompras de acciones.
 - **Riesgos:** riesgo geopolítico (Rusia-Ucrania, China-Taiwan), tensionamiento de políticas monetarias más intenso/rápido de lo previsto ante una inflación que no ceda, recesión intensa y duradera, caída de BPAs superior a lo previsto, rebotes de Covid que impidan la reapertura china, Japón (elevada deuda, riesgo en caso de cambio en política monetaria ante repunte de inflación).

Divisas. Pese al **mantenimiento de un dólar fuerte en el corto plazo**, esperamos **gradual apreciación del Euro a 1,10 USD/EUR a medio plazo** cuando se perciba cambio de signo en la política monetaria de la Fed y se reduzca la aversión al riesgo de forma consistente.

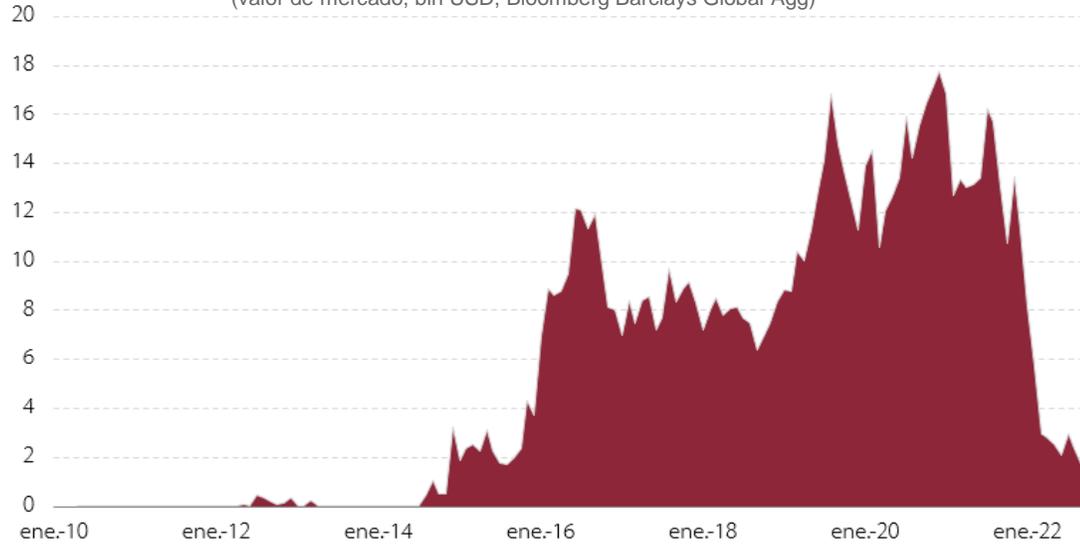
Materias primas. Apoyadas por oferta inelástica, así como por la esperada depreciación del dólar.

Vuelve a haber valor en la renta fija



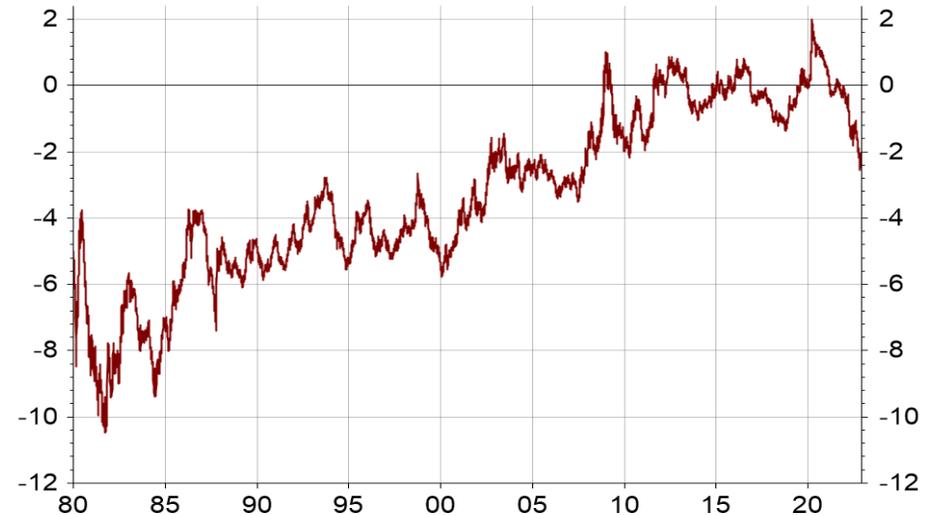
Deuda con rentabilidad negativa

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



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Spread RPD S&P vs TIR EEUU 10 años



Fuente: Refinitiv Datastream

Spread RPD Europa vs TIR Bund 10 años



Fuente: Refinitiv Datastream

	2 años	5 años	7 años	10 años	30 años	Var 2022 Tipos 10 años
Alemania	2,01	1,78	1,78	1,78	1,63	1,96
Francia	2,14	2,07	2,07	2,24	2,41	2,04
España	2,24	2,32	2,51	2,77	3,14	2,21
Italia	2,50	3,09	3,30	3,63	3,65	2,46
Portugal	-	2,14	2,32	2,68	3,07	2,22
Grecia	2,74	2,84	3,26	3,72	3,82	2,38
USA	4,30	3,69	3,60	3,47	3,47	1,96

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 7/12/2022

Repunte de TIRes ha sido intenso ante cambio radical en políticas monetarias por inflación alta más persistente.

Previsible punto de inflexión (a la baja en TIRes) cuando el deterioro cíclico sea más patente (impacto en empleo) y se traduzca en una moderación sustancial de la inflación que permita un giro en los discursos monetarios (de contractivo a neutral).

Previsiones tipos EEUU

Previsiones tipos Eurozona

	Deuda EE.UU.			
	Fed	2a	5 a	10 a
07/12/2022	4,000	4,43	3,81	3,59
dic-22	4,500	4,50	3,95	3,75
mar-23	5,000	4,65	4,15	4,05
jun-23	5,000	4,50	4,05	3,95
sep-23	5,000	4,35	3,95	3,85
dic-23	5,000	4,15	3,85	3,75
mar-24	5,000	3,80	3,65	3,60
jun-24	4,500	3,45	3,40	3,45
sep-24	3,750	3,10	3,20	3,30
dic-24	3,000	2,75	3,00	3,05

Fuente: AFI, Bloomberg

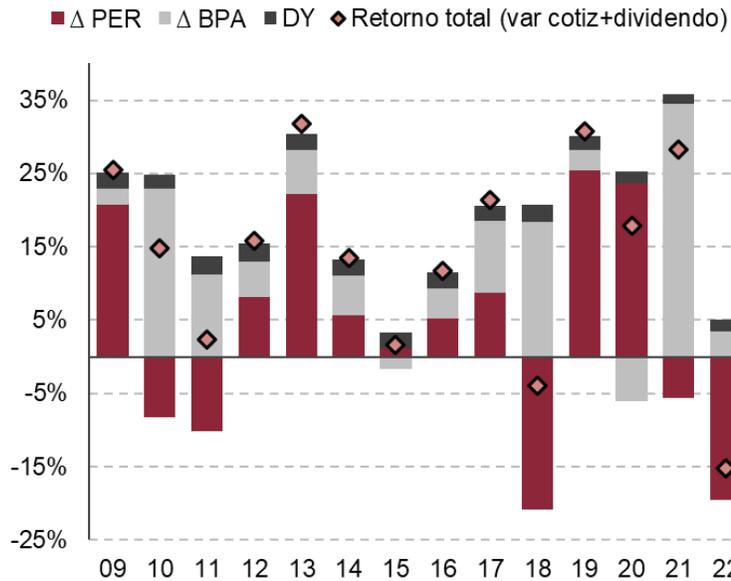
%	MRO, FD y EURIBOR			Alemania (TIR)			España (TIR)			Italia (TIR)		
	BCE	FD	12 m	2a	5 a	10 a	2a	5a	10a	2a	5a	10a
dic.-22	2,00	1,50	2,84	2,04	1,81	1,80	2,27	2,36	2,80	2,56	3,16	3,68
dic-22	2,50	2,00	2,95	2,25	2,15	2,20	2,45	2,75	3,30	2,85	3,65	4,30
mar-23	3,50	3,00	3,15	2,30	2,20	2,25	2,50	2,80	3,35	2,95	3,75	4,40
jun-23	3,50	3,00	3,15	2,30	2,20	2,25	2,50	2,80	3,25	2,95	3,75	4,30
sep-23	3,50	3,00	3,10	2,15	2,10	2,15	2,35	2,70	3,05	2,80	3,60	4,05
dic-23	3,50	3,00	2,95	2,00	1,90	2,00	2,20	2,50	2,90	2,65	3,20	3,80
mar-24	3,50	3,00	2,65	1,75	1,75	1,90	1,95	2,35	2,80	2,35	3,00	3,70
jun-24	3,00	2,50	2,10	1,50	1,70	1,85	1,70	2,30	2,75	2,05	2,95	3,65
sep-24	2,75	2,25	1,90	1,50	1,65	1,80	1,70	2,25	2,70	2,05	2,90	3,60
dic-24	2,50	2,00	1,80	1,50	1,60	1,70	1,70	2,20	2,60	2,05	2,85	3,50

Fuente: AFI, Bloomberg

Las caídas de bolsas en 2022 recogen el de-rating...

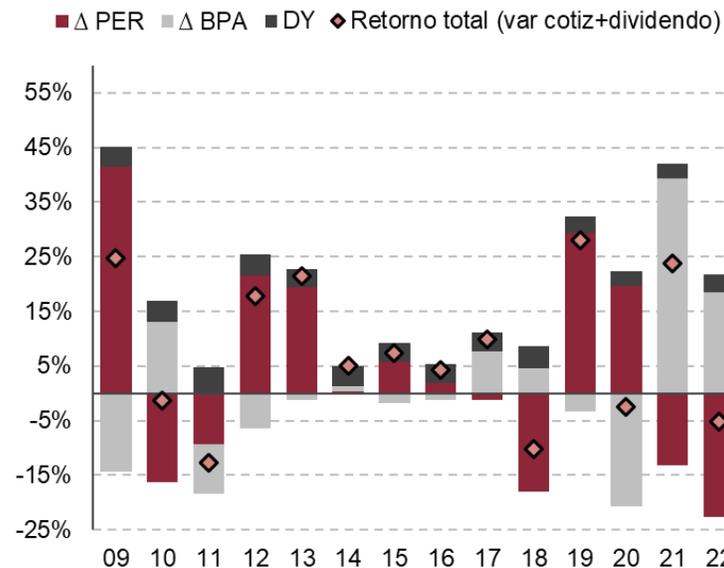


Descomposición de retornos anuales del S&P



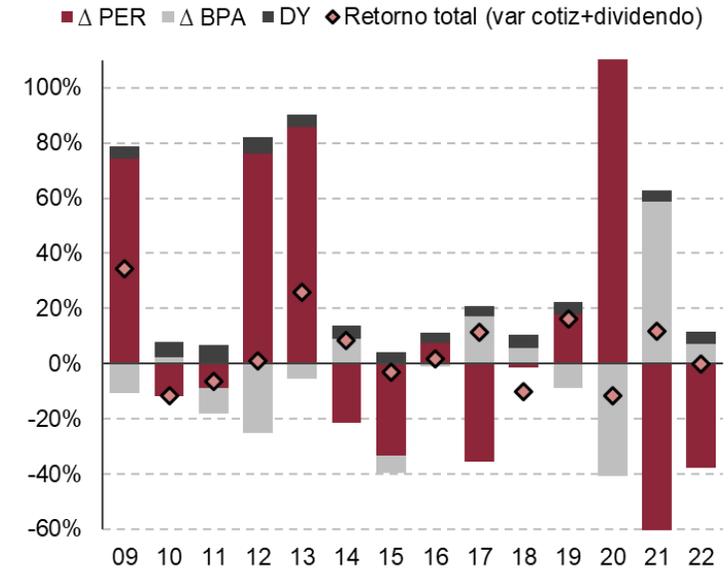
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Descomposición de retornos anuales del Eurostoxx



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Descomposición de retornos anuales del Ibex



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

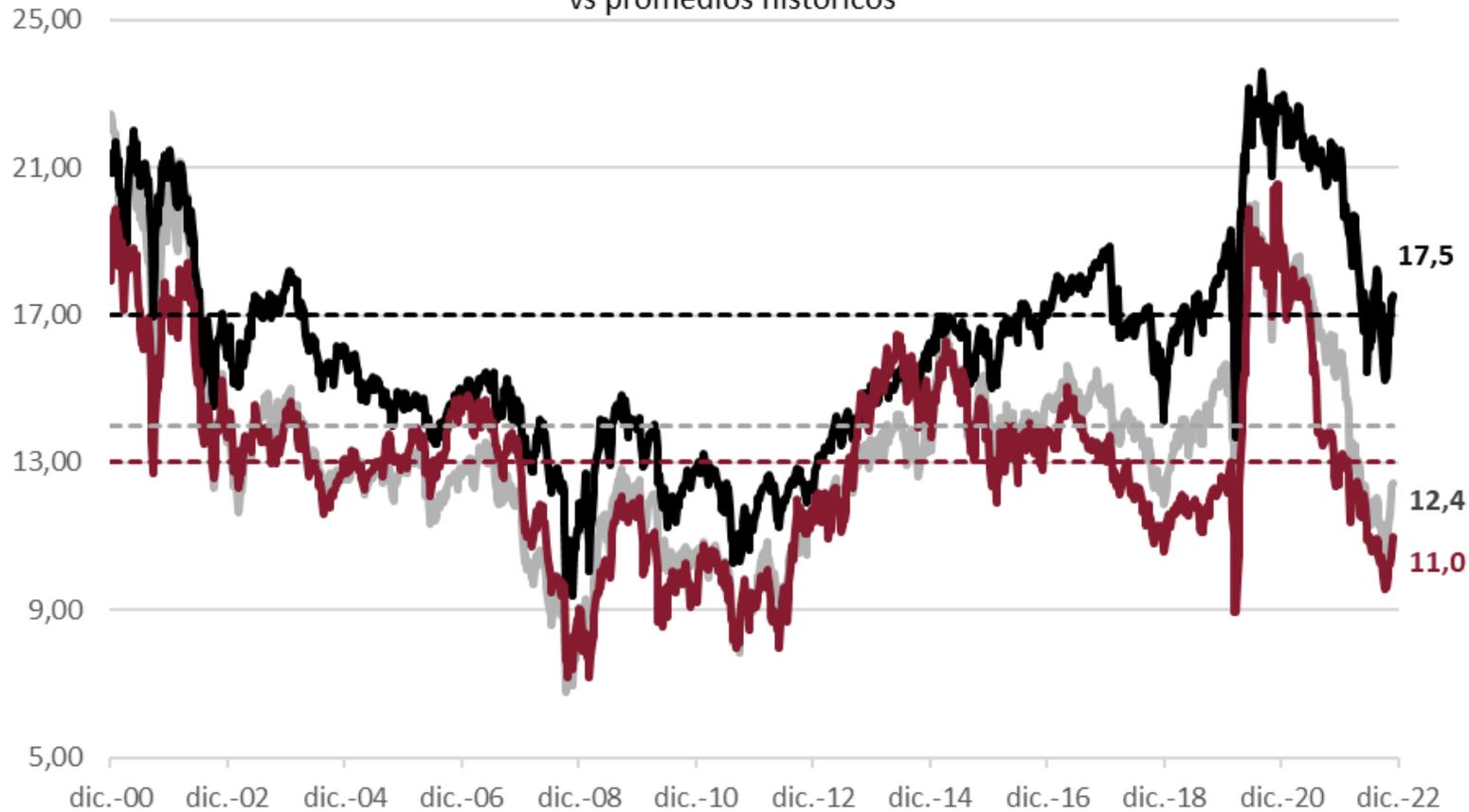
Fuerte *de-rating* (contracción de múltiplos)

Mejora de BPAs

...con unas valoraciones que han corregido significativamente...



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



Fuente: Factset y elaboración propia

Importante corrección en PERes:

- EEUU -26% hasta 17,5x**
10% de prima vs media 2000-hoy (16x)
- Europa -45% hasta 12,4x**
8% de descuento vs media 2000-hoy (13,5x)
- España -47% hasta 11,0x**
16% de descuento vs media 2000-hoy (13x)

...aunque con la revisión a la baja de BPAs aún pendiente



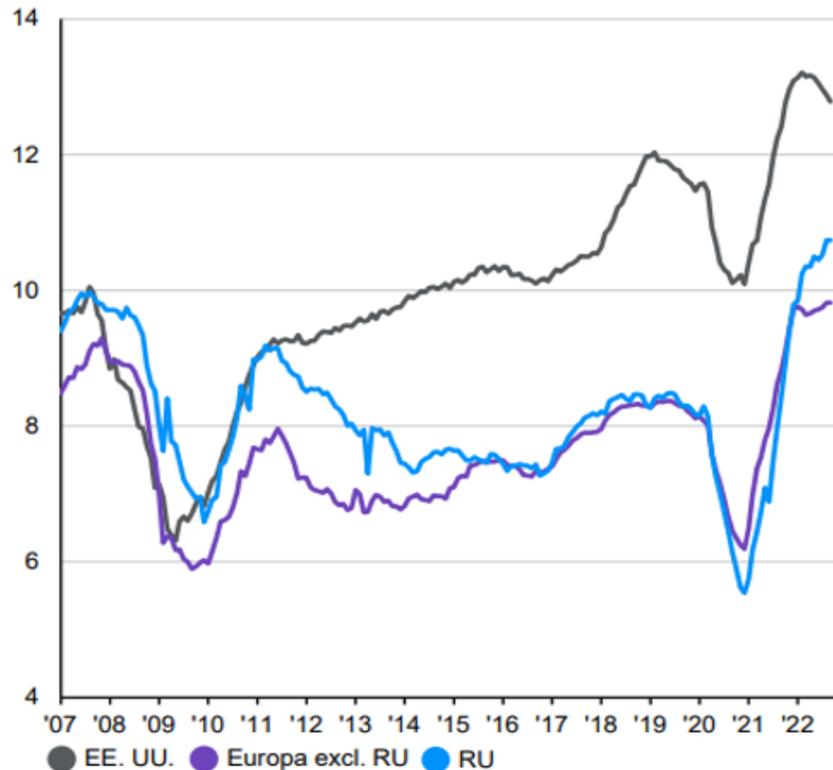
Esperamos **presión sobre márgenes** (actualmente cercanos a máximos) ante la **mayor dificultad para trasladar incrementos de costes a precios finales** en un contexto de **desaceleración de la demanda** por deterioro del ciclo.

Por el momento:

- **Limitadas revisiones** a la baja en BPAs EEUU.
- Revisión al alza de BPAs Europa (energía, reapertura económica después del Covid).

Márgenes de beneficios

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



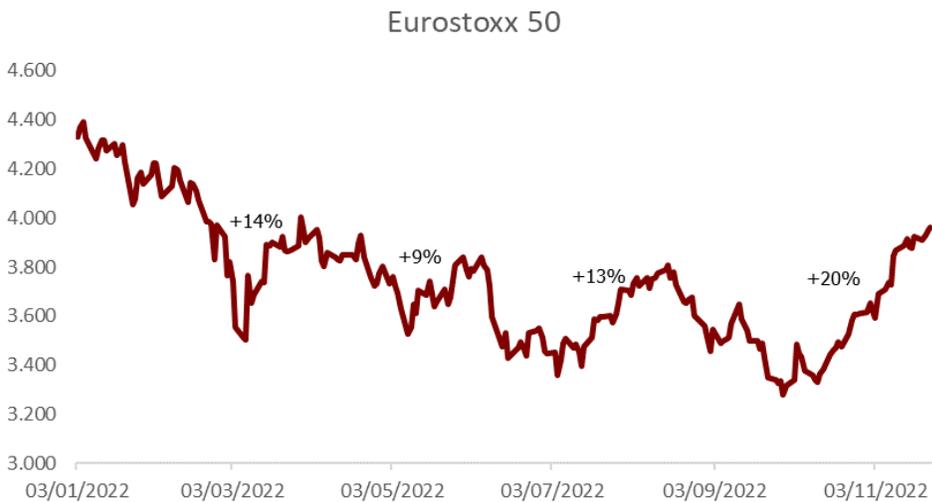
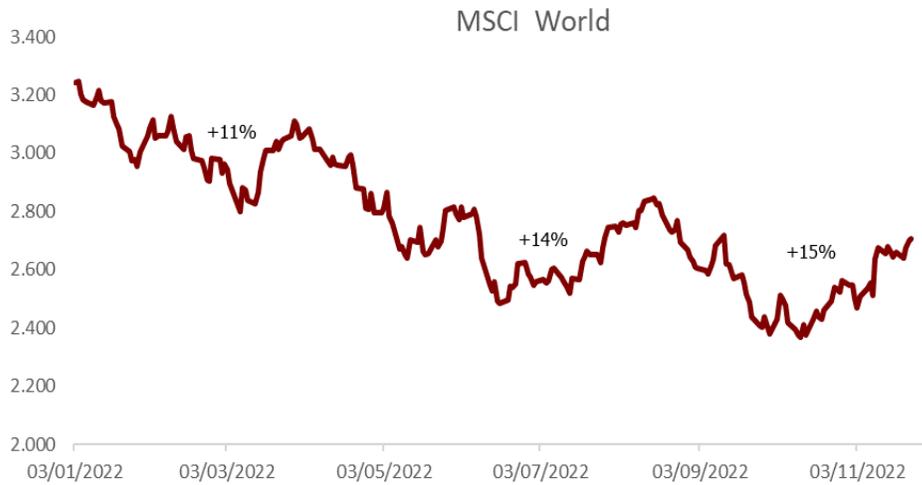
Fuente: JP Morgan Asset Management

Revisiones Ventas últimos 6 meses			
	2022	2023	2024
S&P 500	0%	-2%	-2%
Eurostoxx 50	5%	4%	3%
Ibex 35	9%	7%	6%

Revisiones BPAs últimos 6 meses			
	2022	2023	2024
S&P 500	-5%	-8%	-7%
Eurostoxx 50	6%	1%	1%
Ibex 35	11%	-2%	-2%

Fuente: consenso Factset

Bolsas bajistas en 2022 (con *rallies* intermedios)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Evolución sectorial EEUU y Europa



05/12/2022	RENTABILIDAD POR SECTORES									
	2022	5D	30D	6 MESES	2021	2020	2019	2018	1 AÑO	3 AÑOS
S&P500 (\$)										
Tecnología	-24,0%	1,8%	9,8%	-5,0%	34,7%	42,2%	48,0%	-1,6%	-19,8%	53,4%
Sanidad	-2,1%	1,7%	5,7%	6,6%	22,9%	11,4%	18,7%	4,7%	6,1%	39,8%
Materiales	-9,6%	1,8%	8,6%	-6,0%	23,3%	18,1%	21,9%	-16,4%	-3,6%	39,5%
Comunicaciones	-36,1%	3,4%	12,2%	-15,6%	21,2%	22,2%	30,9%	-16,4%	-33,9%	-3,8%
Industriales	-5,2%	1,1%	5,6%	4,9%	18,4%	9,0%	26,8%	-15,0%	-1,6%	26,2%
Cons. Discrecional	-26,1%	-1,5%	-2,8%	-7,8%	37,7%	21,3%	28,7%	4,5%	-24,9%	22,2%
Cons. Básico	-1,3%	0,2%	6,2%	3,8%	15,5%	7,6%	24,0%	-11,2%	6,6%	24,3%
Serv. Públicos (utilities)	-1,9%	0,5%	4,8%	-5,5%	12,9%	-2,8%	22,2%	0,5%	4,7%	11,6%
Financiero	-10,7%	-1,4%	3,1%	0,1%	34,2%	-4,1%	29,2%	-14,7%	-8,0%	17,5%
Inmobiliario	-26,1%	1,5%	5,8%	-12,2%	41,1%	-5,2%	24,9%	-5,6%	-19,7%	1,0%
Energía	57,8%	-2,2%	-5,0%	-1,4%	52,3%	-37,3%	7,6%	-20,5%	60,6%	54,6%
Bancos	-20,8%	-4,3%	-2,5%	-6,9%	36,4%	-16,8%	36,5%	-18,4%	-20,3%	-8,7%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

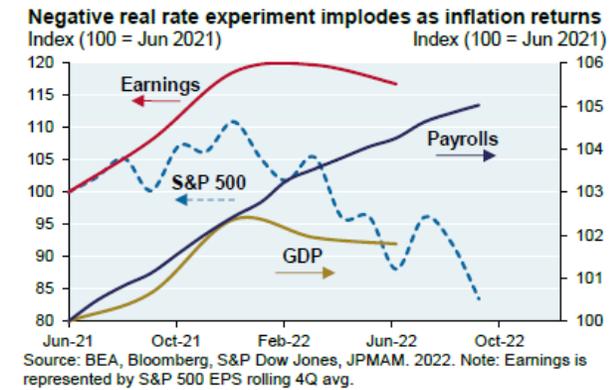
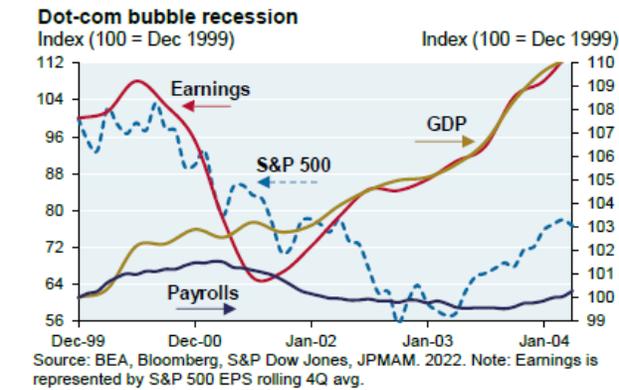
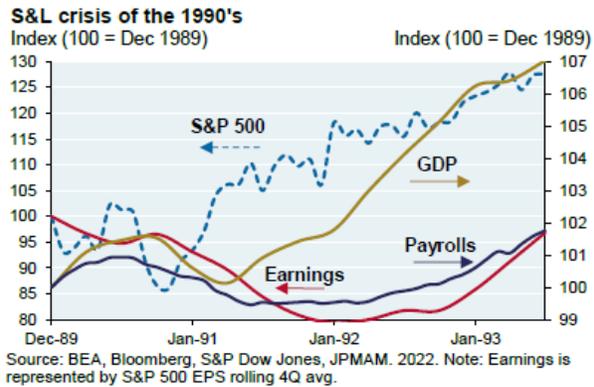
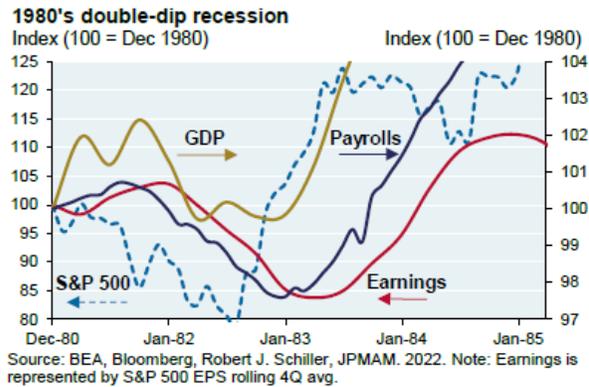
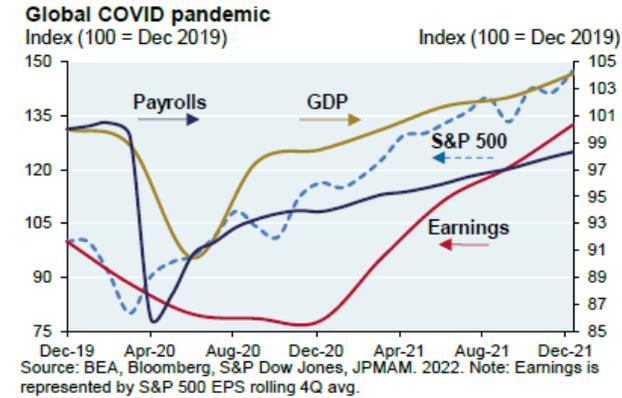
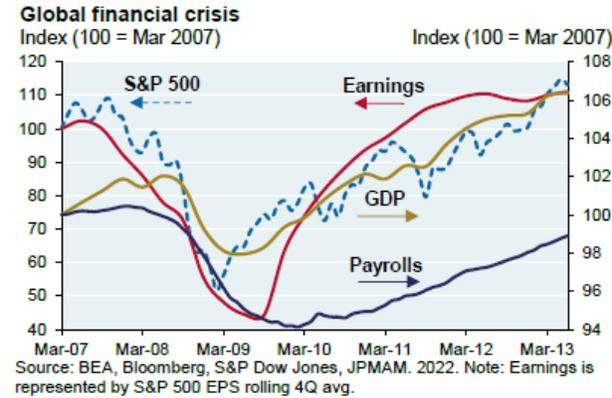
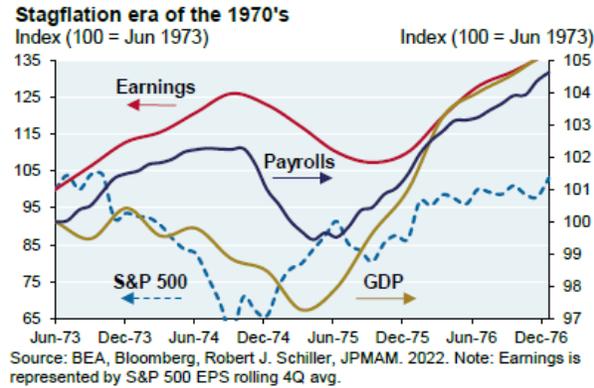
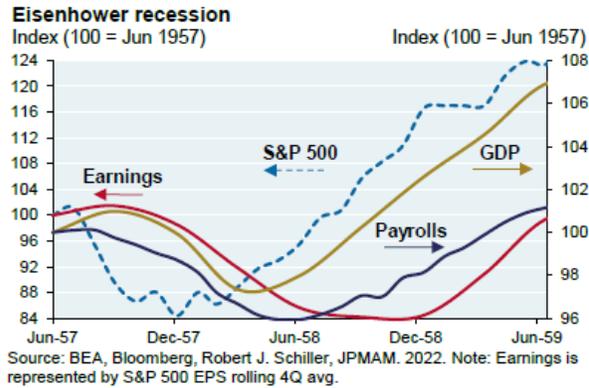
05/12/2022	2022	5D	30D	6 MESES	2021	2020	2019	2018	1 AÑO	3 AÑOS
Europa (€)										
Tecnología	-21,4%	1,6%	16,0%	4,0%	33,5%	13,9%	35,0%	-10,6%	-17,5%	22,4%
Sanidad	-5,5%	0,9%	4,0%	-0,1%	22,5%	-3,4%	28,4%	-2,7%	0,9%	15,7%
Constr. & Materials	-17,6%	0,4%	5,7%	-2,8%	31,3%	-3,9%	37,3%	-18,8%	-11,8%	6,4%
Comunicaciones	-12,3%	-0,4%	0,9%	-15,1%	12,4%	-16,1%	0,1%	-13,0%	-8,3%	-19,6%
Industriales	-16,3%	0,7%	6,7%	1,4%	27,7%	4,6%	32,1%	-14,6%	-10,6%	13,5%
Utilities	-8,1%	1,6%	8,4%	-4,7%	6,2%	7,8%	24,6%	-2,1%	-2,6%	9,9%
Bancos	-4,4%	0,4%	3,8%	-0,3%	35,3%	-24,5%	8,2%	-28,0%	0,3%	1,8%
Autos	-14,9%	2,6%	6,9%	-4,3%	28,1%	3,7%	15,1%	-28,1%	-13,1%	10,0%
Basic Resources	8,8%	4,7%	9,3%	-7,2%	20,4%	8,2%	16,7%	-16,4%	18,2%	47,7%
Oil & Gas	27,8%	1,2%	-0,4%	0,4%	18,4%	-25,8%	5,8%	-4,6%	30,2%	14,1%
Food & Beverage	-11,3%	-0,6%	4,0%	-1,7%	22,8%	-7,6%	26,1%	-8,9%	-5,5%	1,7%
Travel & Leisure	-9,3%	1,2%	6,1%	5,4%	4,1%	-15,5%	18,6%	-16,2%	1,4%	-16,9%
Personal Household	-8,8%	1,6%	8,0%	5,6%	18,8%	3,5%	26,9%	-15,7%	-5,1%	14,9%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

¿Para cuándo el suelo definitivo?



Bolsas suelen hacer suelo unos meses antes del fin de la recesión



Las bolsas adelantan al ciclo económico



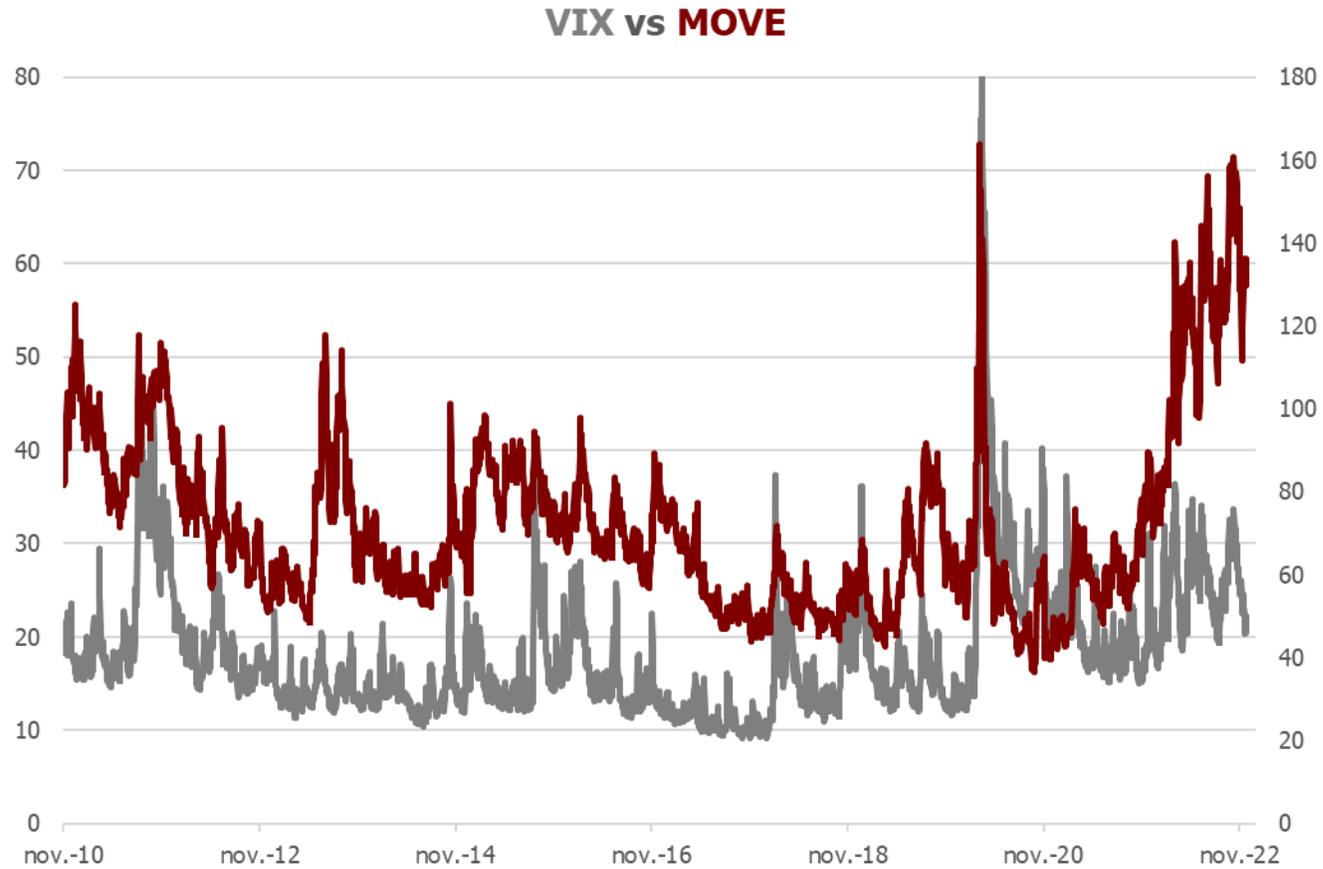
Históricamente, en las últimas recesiones en EEUU, un **suelo en el DOW JONES INDUSTRIALS se ha visto de media 4 meses antes del final de una recesión**. Este dato nos hace intuir que, **pese a meses de rebotes intermedios, un mínimo definitivo en las bolsas no se produciría hasta 4-6 meses antes del fin de la recesión**.

Recesiones EEUU	<i>Duración</i>	Mes final recesión	Drawdown DOW JONES	Mes suelo DOW JONES	Meses anticipación suelo DOW JONES a final recesión
G. DEPRESIÓN 1920-1933	43 meses	mar-33	-90%	04/07/1932	9 meses
Recesión 1937-1938	13 meses	jun-38	-53%	28/03/1938	3 meses
Recesión 1945	8 meses	oct-45	-7%	26/03/1945	7 meses
Recesión 1949	11 meses	oct-49	-17%	13/06/1949	4 meses
Recesión 1953	10 meses	may-54	-14%	14/09/1953	8 meses
Recesión 1958	8 meses	abr-58	-20%	21/10/1957	6 meses
Recesión 1960- 1961	10 meses	feb-61	-18%	24/10/1960	4 meses
Recesión 1969-1970	11 meses	nov-70	-37%	25/05/1970	5 meses
Recesión 1974-1975	16 meses	mar-75	-47%	09/12/1974	4 meses
Recesión 1980	6 meses	jul-80	-21%	24/03/1980	4 meses
Recesión 1981--1982	16 meses	nov-82	-25%	09/08/1982	4 meses
Recesión 1990	8 meses	mar-91	-22%	08/10/1990	6 meses
Recesión 2001	8 meses	nov-01	-29%	17/09/2001	2 meses
Recesión 2007-2009	18 meses	jun-09	-54%	02/03/2009	4 meses
Recesión 2020	2 meses	abr-20	-38%	23/03/2020	1 mes
Recesión 2022-2023	?	?	?	?	?
Media (ex. G. Depresión)	10,35 meses		-29%		4,4 meses

Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Esperamos un incremento de volatilidad en bolsa...



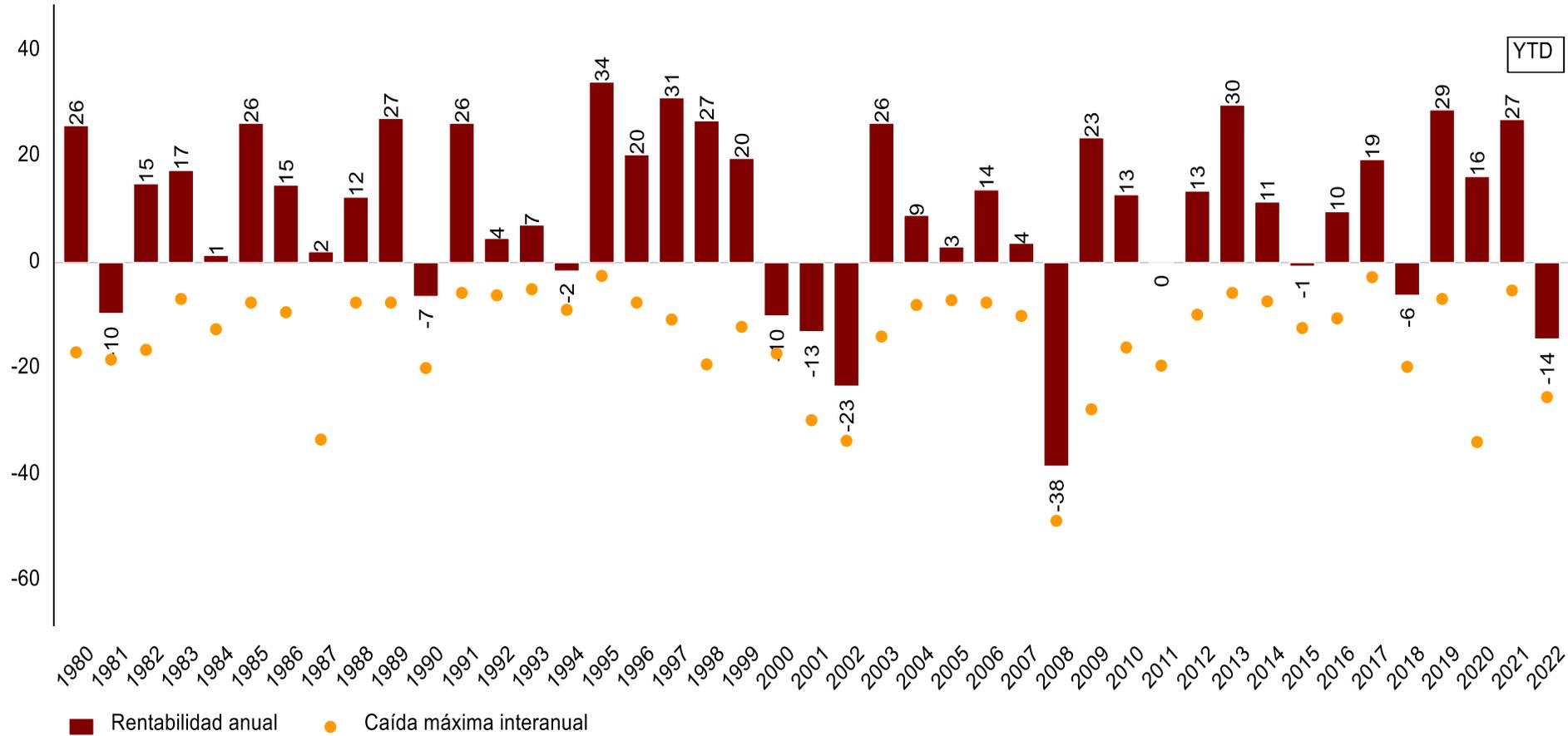
Fuente: Bloomberg

...que dará oportunidades de compra



Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)

S&P 500



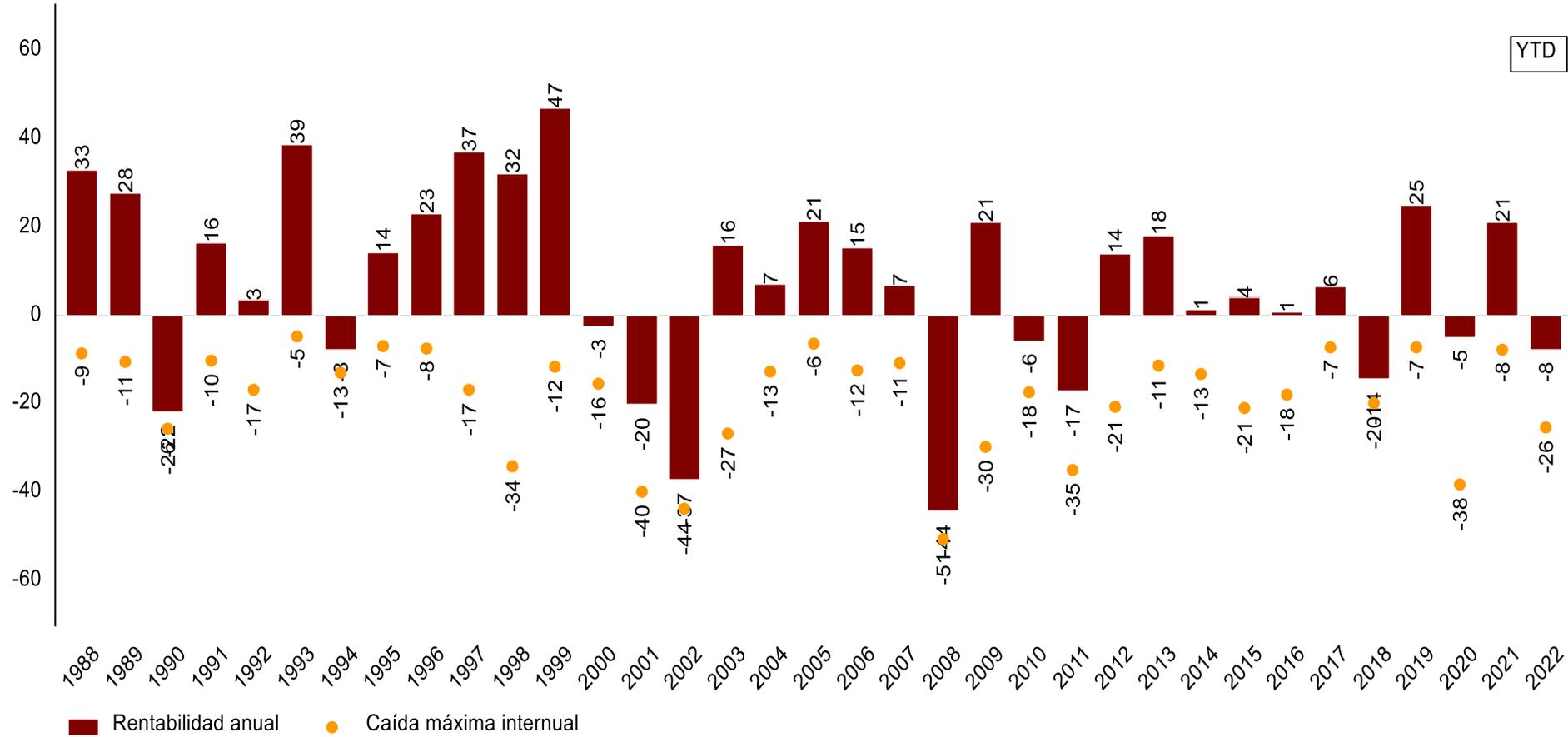
Fuente: Refinitiv Datastream

Las caídas son para comprar con una visión de medio plazo



Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)

Euro Stoxx 50



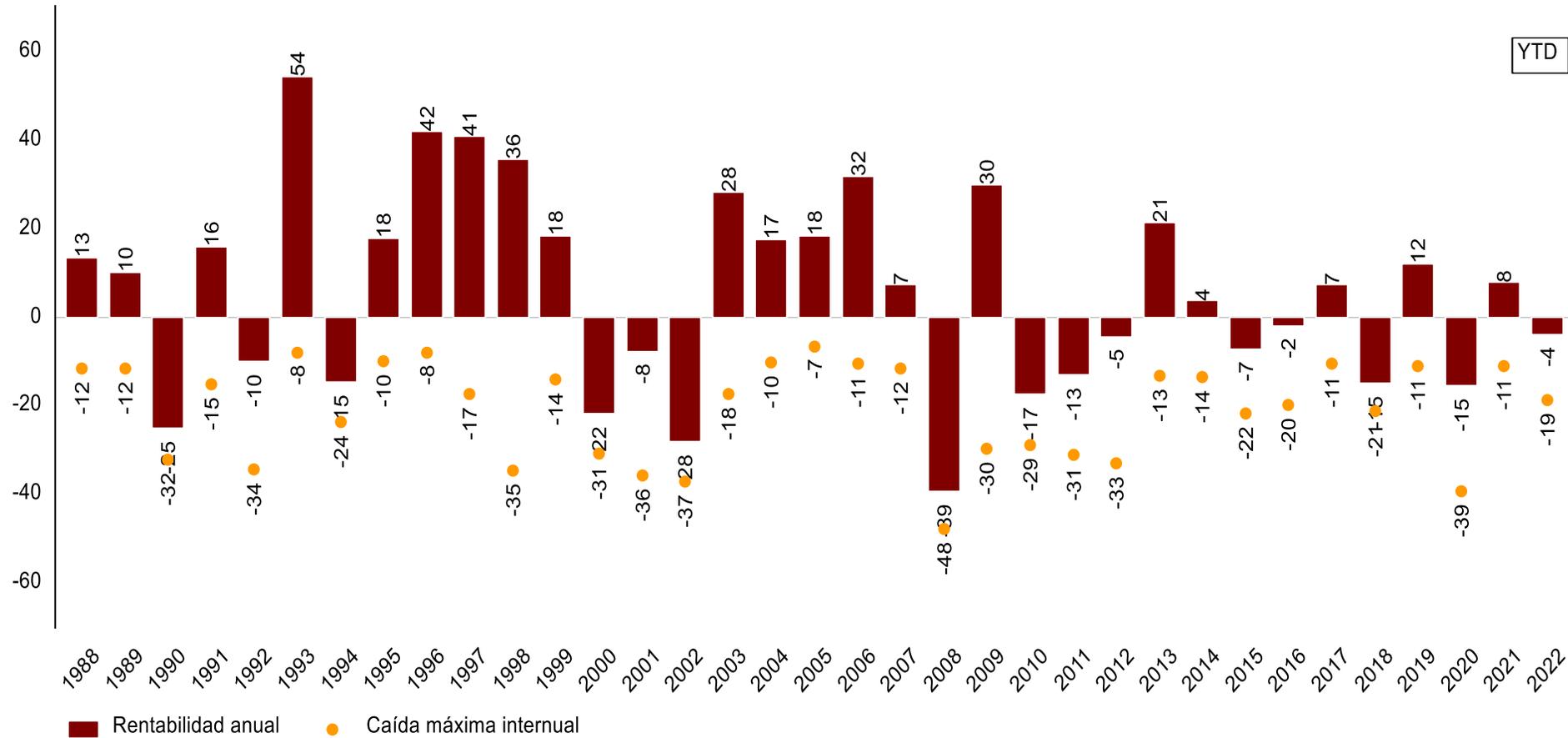
Fuente: Refinitiv Datastream

Las caídas son para comprar con una visión de medio plazo



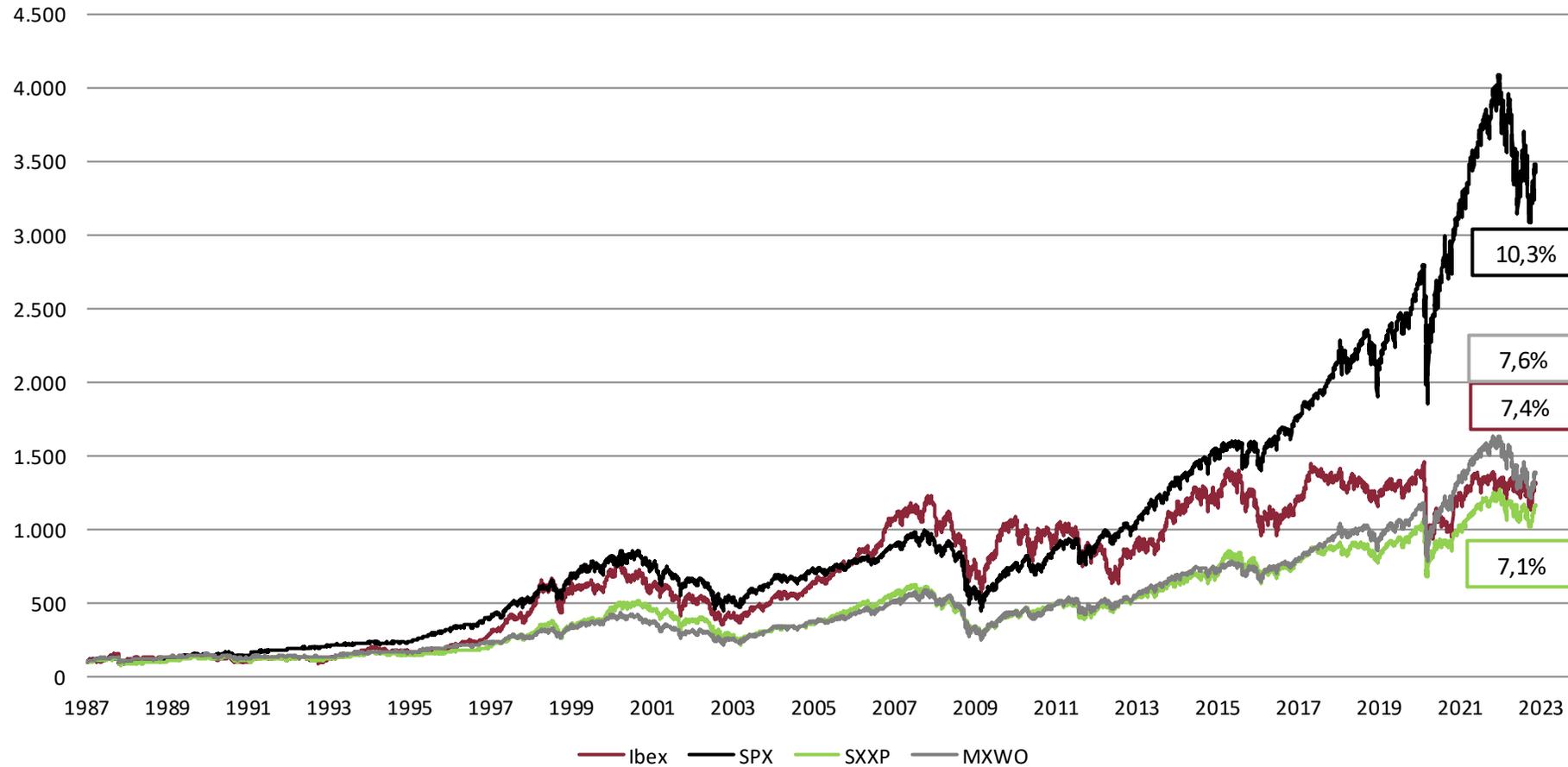
Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)

IBEX 35



Fuente: Refinitiv Datastream

Retorno total incl. dividendos (1987=100)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

RENDA FIJA: Rentabilidades atractivas. A la espera de **aumentar duración** cuando veamos un deterioro en los datos de empleo (indicador más rezagado del deterioro cíclico).

DEUDA PÚBLICA: Las TIRes vuelven a ser atractivas. Vemos los **Supras** especialmente interesantes al ofrecer en algunos casos rentabilidades superiores al Gobierno español con mejor calidad crediticia. Mejor *core* que periferia.

RENDA FIJA PRIVADA: La actual TIR hace que éste sea un **buen nivel de entrada**, con TIRes del IG por encima del *earnings yield* de la renta variable.

INVESTMENT GRADE: las rentabilidades actuales son una **oportunidad para mejorar la calidad de las carteras**, reducir posiciones en *High Yield* y reducir subordinación. Preferimos el **sector financiero** en la primera parte del año respecto al Corporativo, ya que se beneficia de la subida de tipos, mientras que esperamos que los niveles de insolvencia se mantengan en niveles controlados.

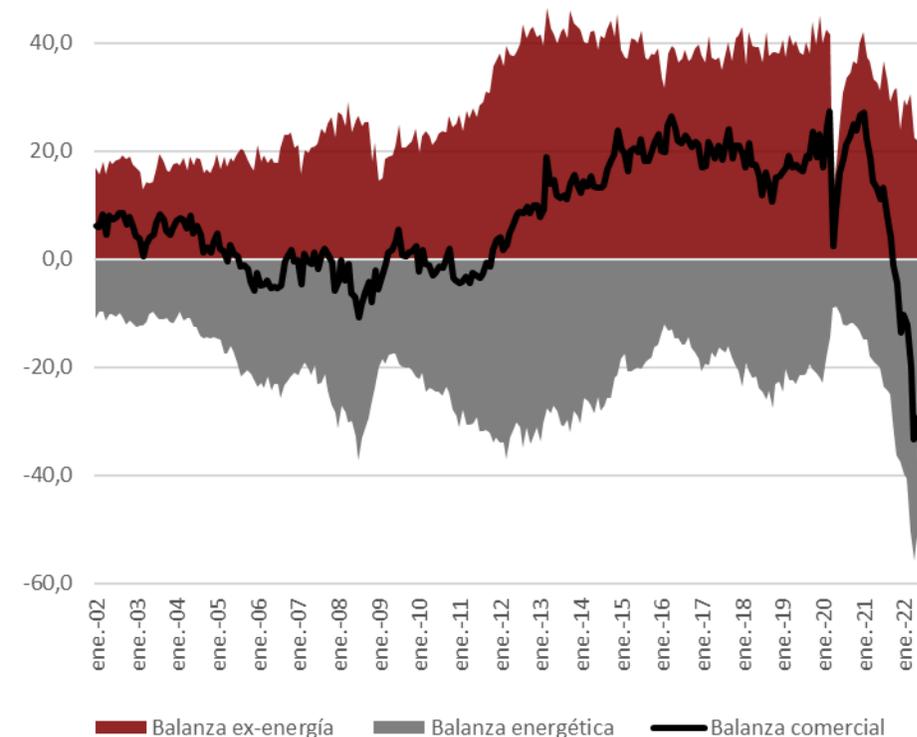
HIGH YIELD: en HY somos **más cautos** ya que prevemos un **incremento de los niveles de default** en el contexto de deterioro cíclico.

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

- Mantenimiento de **dólar fuerte en el corto plazo** ante:
 - mayor riesgo relativo de recesión en Europa vs EEUU por dependencia energética
 - efecto refugio dólar por elevada incertidumbre global
- **A medio plazo, niveles de 1,0 - 1,10 USD/EUR, con gradual apreciación del Euro** cuando:
 - se perciba **cambio de signo en la política monetaria de la Fed**
 - se reduzca la **aversión al riesgo** de forma consistente
 - mejoren las expectativas cíclicas de Europa

En cualquier caso, un nivel inferior al 1,15-1,20 USD/EUR previsto el año pasado ante un **déficit de balanza comercial europeo que podría ser más estructural que temporal.**

Balanza comercial Eurozona (miles mln eur)



Fuente: Eurostat y elaboración propia

Estados Unidos: Neutral

Apoyos: Los beneficios de 2022 van a crecer en torno al +6% por lo que la **caída de la bolsa estadounidense se explica íntegramente por el de-rating** desde las 22x PER'22 a 17x actual provocado **por la subida de tipos de interés desde el 0% al 4%**. La **fortaleza del dólar** ha drenado crecimiento en 2022 y esperamos que se revierta parcialmente en 2023 creando cierta resiliencia en los resultados empresariales. Los márgenes empresariales tienen más fortaleza que en Europa al no tener el problema de abastecimiento energético del Viejo Continente. Los mayores **márgenes** y mayor conversión de caja de las compañías norteamericanas ejercerán de contrapeso a la previsible contracción de la inversión por la subida de los tipos de interés. Las **recompra de acciones** anunciadas siguen presionando al alza las cotizaciones.

Riesgos: ciclo maduro, política monetaria restrictiva, **valoraciones más ajustadas** que en el resto del mundo, elevado coste del capital seguirá presionando a la baja las valoraciones, tensión geopolítica con Rusia y China.

Valoración y escenarios: S&P 500 cotiza a 17x PER'23e en línea con su media histórica que consideramos razonables. Contemplamos 3 escenarios:

- ✓ **Base:** BPA'23 +5% y PER 2023e en 17x (mediana histórica de valoración) => **sin potencial**.
- ✓ **Optimista:** Sin recesión, dólar débil y menores tipos de interés: BPA +15% y PER 2023e 18x => potencial +15%.
- ✓ **Pesimista:** Recesión, inflación y tipos elevados: BPA -10%, y PER 2023e 15x (de-rating) => potencial -25%.

Ideas de inversión/estrategia:

- **Calidad a precios razonables:** Adobe, Microsoft, Visa, Procter & Gamble, Accenture, Edward Lifesciencias, S&P Global, Kraft Heinz, Coca Cola, Amazon, Palo Alto Networks.
- **Valoraciones atractivas:** Applied Materials, Micron, Pfizer, Merck, Medtronic, Boston Scientific, AbbVie, Intel, Alphabet, Gilead, Meta.

Europa: Sobreponderar

Apoyos: Después de un 2022 con crecimientos de los beneficios del entorno del +20%, las **bolsas corrigen un -10% aproximadamente en Europa** lo que deja a los mercados europeos a **valoraciones que descuentan una recesión inminente**. Los tipos de interés aunque bastante mayores que los de finales de 2021, siguen siendo muy bajos en términos históricos, lo que creemos que seguirá incentivando la inversión y no dañará demasiado el poder adquisitivo de los consumidores. El **mercado descuenta un año sin crecimiento de los beneficios lo que implica contracción de márgenes**, ya que sí que esperamos que el **efecto inflacionista** conlleve **crecimiento** con elevada probabilidad de las **ventas**. La capacidad de **gestión de los costes y de los precios** por parte de las compañías europeas será clave para volver a sorprender al mercado con mayores crecimientos de los beneficios de los que se estiman para 2023.

Riesgos: Subidas de tipos de interés, empeoramiento de la situación bélica en Ucrania, recesión, caída de los beneficios.

Valoración y escenarios: Stoxx Europe 600 cotiza a 12x PER'23e que consideramos muy atractivos. Contemplamos 3 escenarios:

- ✓ **Base:** BPA'23e +/-0% y PER 2023e en 14x (mediana histórica de valoración) => **potencial +15%**.
- ✓ **Optimista:** Fin de la guerra. Se evita recesión o es corta y suave: BPA +5%/+10% y PER 2023e 15x => potencial +30%.
- ✓ **Pesimista:** Recesión y mantenimiento conflicto bélico: BPA -15%/-20%, y PER 2023e 11x (de-rating) => potencial -20%.

Ideas de inversión/estrategia:

- **Calidad a precios razonables:** ASML, Healthineers, Rentokil, Air Liquide, Atlas Copco, LVMH, Symrise, Prosus, EssilorLuxottica, Alcon.
- **Valoraciones atractivas que descuenten ya un escenario recesivo:** Lanxess, Deutsche Post, Adidas, Siemens, Amadeus, Verallia, Worldline, Infineon, CapGemini, Smurfit Kappa.

Emergentes. LatAm: Neutral

Apoyos: Dólar habiendo alcanzado su techo, inflación a la baja y permitiendo un punto de inflexión en los tipos de interés, y condiciones financieras globales algo menos restrictivas con unos **precios de las materias primas aún sostenidos**. La región ofrece seguridad para el inversor al situarse el centro de gravedad mundial de los **conflictos geopolíticos en el Este de Europa y Asia**.

El continente mantiene su atractivo gracias a sus **recursos naturales** como proveedor necesario en la transición energética, digitalización, etc.

Su inequívoca exposición al crecimiento global, y **su mayor sensibilidad al comercio con China**, brindarían al continente una opcionalidad positiva en caso de que asistamos a una recuperación económica más rápida de lo que se anticipa.

La región podría seguir mostrando cierta valor como refugio o cobertura ante nuevos conflictos o escaladas bélicas.

Riesgos:

La **inestabilidad política** podría hacer acto de presencia en Latam en 2023 debido al giro contundente de los países hacia Gobiernos de corte izquierdista y/o populista tras los comicios de 2022. La pandemia terminó pasando factura a los gobiernos que la gestionaron. **Todos los países de mayor relevancia económica del bloque económico sin excepción tendrán gobernantes de izquierdas** y, aunque cabe la posibilidad de que estos gobiernos acaben mostrando una capacidad de actuación limitada debido al reparto de poderes heterogéneo en las cámaras legislativas, no se puede obviar el riesgo de enfrentarnos a un escenario de incertidumbre política creciente, como consecuencia de pérdidas de credibilidad en dichos mandatarios si terminan acometiendo reformas que vulneren la seguridad jurídica o atenten contra la libertad económica.

Recomendaciones por Países: México (Sobreponderar), Chile (Neutral), Colombia (Neutral), Perú (Neutral), Brasil (Infraponderar).

S&P 500

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
BPA	130	159	160	138	206	218	231	253
Var %			1%	-14%	50%	6%	6%	10%
FCF/acc						179,5	197,8	221,4
S&P 500						3941	3941	3941
PER						18,0x	17,1x	15,6x
FCF yield						4,6%	5,0%	5,6%

BPA 23/22	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
BPA 23e	174,8	185,7	196,6	207,5	218,5	229,4	240,3	251,2

Escenarios S&P 500 (valor)

PER 23e	BPA 2023e/22e							
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
15,0x	2.621	2.785	2.949	3.113	3.277	3.441	3.604	3.768
16,0x	2.796	2.971	3.146	3.320	3.495	3.670	3.845	4.019
17,0x	2.971	3.157	3.342	3.528	3.714	3.899	4.085	4.271
18,0x	3.146	3.342	3.539	3.735	3.932	4.129	4.325	4.522
19,0x	3.320	3.528	3.735	3.943	4.151	4.358	4.566	4.773
20,0x	3.495	3.714	3.932	4.151	4.369	4.587	4.806	5.024

Escenarios S&P 500 (Var % vs. actual)

PER 23e	BPA 2023e/22e							
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
15,0x	-33%	-29%	-25%	-21%	-17%	-13%	-9%	-4%
16,0x	-29%	-25%	-20%	-16%	-11%	-7%	-2%	2%
17,0x	-25%	-20%	-15%	-10%	-6%	-1%	4%	8%
18,0x	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
19,0x	-16%	-10%	-5%	0%	5%	11%	16%	21%
20,0x	-11%	-6%	0%	5%	11%	16%	22%	27%

Escenario base	recesión suave, PER medio histórico
Escenario optimista	sin recesión, re-rating
Escenario pesimista	recesión intensa, de-rating

Fuente: Factset y elaboración propia

EUROSTOXX 50

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
BPA	224	224	222	154	260	317	316	340
Var %		-0,2%	-0,8%	-30,9%	69,0%	22,1%	-0,2%	7%
FCF/acc						225,5	244,7	255,9
EUROSTOXX 50						3926	3926	3926
PER						12,4x	12,4x	11,6x
FCF yield						5,7%	6,2%	6,5%
BPA 23/22	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
BPA 23e	253,6	269,5	285,3	301,2	317,0	332,9	348,7	364,6

Escenarios EUROSTOXX 50 (valor)

PER 23e	BPA 2023e/22e							
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
11,0x	2.790	2.964	3.139	3.313	3.487	3.662	3.836	4.010
12,0x	3.043	3.234	3.424	3.614	3.804	3.995	4.185	4.375
13,0x	3.297	3.503	3.709	3.915	4.121	4.327	4.534	4.740
14,0x	3.551	3.773	3.995	4.216	4.438	4.660	4.882	5.104
15,0x	3.804	4.042	4.280	4.518	4.755	4.993	5.231	5.469
16,0x	4.058	4.312	4.565	4.819	5.072	5.326	5.580	5.833

Escenarios EUROSTOXX 50 (Var % vs. actual)

PER 23e	BPA 2023e/22e							
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
11,0x	-29%	-24%	-20%	-16%	-11%	-7%	-2%	2%
12,0x	-22%	-18%	-13%	-8%	-3%	2%	7%	11%
13,0x	-16%	-11%	-6%	0%	5%	10%	15%	21%
14,0x	-10%	-4%	2%	7%	13%	19%	24%	30%
15,0x	-3%	3%	9%	15%	21%	27%	33%	39%
16,0x	3%	10%	16%	23%	29%	36%	42%	49%

Escenario base	recesión suave, PER medio histórico
Escenario optimista	sin recesión, re-rating
Escenario pesimista	recesión intensa, de-rating

Fuente: Factset y elaboración propia

IBEX 35

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
BPA	728	689	714	259	630	791	767	830
Var %		-5,3%	3,7%	-63,8%	143,5%	25,5%	-3,0%	8%
FCF/acc						316,1	356,2	386,1
IBEX 35						8317	8317	8317
PER						10,5x	10,8x	10,0x
FCF yield						3,8%	4,3%	4,6%

BPA 23/22	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
BPA 23e	632,8	672,4	712,0	751,5	791,1	830,6	870,2	909,7

Escenarios IBEX 35 (valor)

PER 23e	BPA 2023e/22e							
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
10,0x	6.328	6.724	7.120	7.515	7.911	8.306	8.702	9.097
11,0x	6.961	7.396	7.831	8.267	8.702	9.137	9.572	10.007
12,0x	7.594	8.069	8.543	9.018	9.493	9.967	10.442	10.917
13,0x	8.227	8.741	9.255	9.770	10.284	10.798	11.312	11.826
14,0x	8.860	9.414	9.967	10.521	11.075	11.629	12.182	12.736
15,0x	9.493	10.086	10.679	11.273	11.866	12.459	13.052	13.646

Escenarios IBEX 35 (Var % vs. actual)

PER 23e	BPA 2023e/22e							
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
10,0x	-24%	-19%	-14%	-10%	-5%	0%	5%	9%
11,0x	-16%	-11%	-6%	-1%	5%	10%	15%	20%
12,0x	-9%	-3%	3%	8%	14%	20%	26%	31%
13,0x	-1%	5%	11%	17%	24%	30%	36%	42%
14,0x	7%	13%	20%	27%	33%	40%	46%	53%
15,0x	14%	21%	28%	36%	43%	50%	57%	64%

Escenario base	recesión suave, PER medio histórico
Escenario optimista	sin recesión, re-rating
Escenario pesimista	recesión intensa, de-rating

Fuente: Factset y elaboración propia

Valoración Bottom Up Ibex 35



VALOR	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
IBERDROLA	10,92	13,57	24%	-8%	69.474	86.334	15,9%
INDITEX	24,79	32,50	31%	-1%	46.357	60.775	10,6%
BANCO SANTANDER	2,80	4,24	52%	19%	46.974	71.208	10,7%
BBVA	5,52	8,39	52%	20%	33.268	50.593	7,6%
CELLNEX TELECOM	33,16	63,20	91%	58%	23.427	44.649	5,4%
AMADEUS	50,34	58,50	16%	-16%	22.678	26.354	5,2%
CAIXABANK	3,35	4,45	33%	1%	21.583	28.696	4,9%
TELFÓNICA	3,51	4,60	31%	-1%	20.260	26.566	4,6%
REPSOL	14,13	18,90	34%	2%	19.463	26.033	4,4%
FERROVIAL	25,54	29,65	16%	-16%	19.147	22.228	4,4%
AENA	124,90	129,00	3%	-29%	14.988	15.480	3,4%
RED ELÉCTRICA	17,23	17,10	-1%	-33%	9.323	9.252	2,1%
ACCIONA	182,70	206,00	13%	-19%	8.018	9.040	1,8%
ACS	27,21	31,50	16%	-16%	7.732	8.951	1,8%
IAG	1,54	1,90	23%	-9%	7.635	9.413	1,7%
ENDESA	17,91	22,63	26%	-6%	7.585	9.584	1,7%
BANKINTER	5,96	6,63	11%	-21%	5.354	5.959	1,2%
NATURGY ENERGY	26,56	25,36	-5%	-37%	5.151	4.918	1,2%
SIEMENS GAMESA	18,03	18,05	0%	-32%	4.911	4.918	1,1%
SABADELL	0,86	1,28	49%	17%	4.838	7.203	1,1%
ENAGAS	17,16	18,64	9%	-24%	4.494	4.883	1,0%
GRIFOLS	10,29	19,00	85%	52%	4.385	8.096	1,0%
ARCELORMITTAL	25,25	32,40	28%	-4%	4.432	5.688	1,0%
MERLIN PROPERTIES	9,02	10,30	14%	-18%	4.237	4.839	1,0%
MAPFRE	1,80	1,84	2%	-30%	3.326	3.400	0,8%
INMOBILIARIA COLONIAL	5,99	6,60	10%	-22%	2.584	2.849	0,6%
ACCIONA RENOVABLES	37,36	39,00	4%	-28%	2.460	2.568	0,6%
ACERINOX	9,30	15,10	62%	30%	2.416	3.922	0,6%
FLUIDRA	13,71	17,30	26%	-6%	2.146	2.708	0,5%
INDRA	10,33	15,40	49%	17%	1.825	2.720	0,4%
SACYR	2,61	3,40	30%	-2%	1.708	2.222	0,4%
SOLARIA	16,95	15,50	-9%	-41%	1.694	1.549	0,4%
ROVI	36,48	53,50	47%	14%	1.576	2.312	0,4%
PHARMA MAR	69,60	74,34	7%	-25%	1.291	1.379	0,3%
MELIÁ HOTELES	5,03	7,50	49%	17%	887	1.322	0,2%

Fuente: Renta 4 Banco, cierres 7/12/2022

IBEX ACTUAL	OBJ. 12 MESES	POTENCIAL
8.291	10.961	32%

España: Sobreponderar

Análisis Bottom up:
Ibex ~ 11.000 puntos

¿Por qué puede el **Ibex** mantener en 2023 su mejor comportamiento relativo a Europa?

- 1) **Diferencial positivo de crecimiento vs Europa** (menor dependencia del gas ruso, menor recuperación vs pre-Covid, fondos europeos).
- 2) **Elevado peso de sector bancario** en contexto de políticas monetarias restrictivas.
- 3) **Carácter más defensivo** ante recesión europea (*utilities*, telecoms, infraestructuras, petroleras en escenario actual).
- 4) **Exposición a Latam**, posible beneficiada de un giro de tipos a la baja antes que en otras economías al haber realizado antes el trabajo de restricción monetaria.

Recomendaciones, Precio Objetivo y Potencial



Compañía	Recomendación	Precio Objetivo R4	Potencial	Compañía	Recomendación	Precio Objetivo R4	Potencial	Compañía	Recomendación	Precio Objetivo R4	Potencial
Acciona	Mantener	206,0	13%	Dominion	Sobreponderar	6,2	73%	Mapfre	Mantener	1,8	2%
Acciona Energia	Mantener	39,0	5%	Ebro Foods	Sobreponderar	22,6	48%	Mediaset España	Sobreponderar	5,8	81%
Acerinox	Sobreponderar	15,1	60%	Ecoener	Sobreponderar	8,0	70%	Meliá Hoteles	Sobreponderar	7,5	48%
ACS	Mantener	31,5	16%	Enagas	Mantener	18,6	9%	Merlin Properties	Sobreponderar	10,3	14%
Aedas	Mantener	19,0	27%	Ence	Sobreponderar	4,2	46%	Metrovacesa	Sobreponderar	8,3	25%
Aena	Mantener	129,0	2%	Endesa	Mantener	22,6	26%	Millenium	Sobreponderar	5,1	42%
Alba	Sobreponderar	47,5	7%	Enerside	En Revisión	En Revisión	n.d	Naturgy Energy	Infraponderar	25,4	-5%
Almagro Capital Socimi Sa	Sobreponderar	1,5	23%	Ezentis	En Revisión	En Revisión	n.d	Navigator	Mantener	4,5	23%
Almirall	Mantener	9,4	0%	Faes Farma	Sobreponderar	4,8	31%	Neinor	Mantener	9,5	12%
Altri	Mantener	6,4	19%	Ferrovial	Mantener	29,7	16%	Opdenergy	Sobreponderar	6,5	69%
Amadeus	Mantener	58,5	16%	Fluidra	Mantener	17,3	27%	Proeduca	Sobreponderar	22,7	18%
Amrest	Mantener	4,3	3%	Gestamp	Sobreponderar	5,0	45%	Prosegur	Sobreponderar	4,2	135%
Applus	Sobreponderar	12,6	106%	Gigas	Mantener	10,5	2%	Prosegur Cash	Sobreponderar	1,2	98%
Arcelormittal	Sobreponderar	32,4	26%	Greenvolt	Mantener	8,7	9%	Red Eléctrica	Infraponderar	17,1	0%
Árma	Mantener	9,5	24%	Grenergy	Sobreponderar	44,0	45%	Renta Corporación	Mantener	1,9	31%
Atresmedia	Mantener	4,7	37%	Grifols	Sobreponderar	19,0	82%	Repsol	Sobreponderar	18,9	30%
Atrys	Sobreponderar	8,7	42%	IAG	Sobreponderar	1,9	22%	ROVI	Mantener	53,5	47%
Azkoyen	Sobreponderar	9,6	58%	Iberdrola	Sobreponderar	13,6	24%	Siemens Gamesa	Acudir a la OPA	18,1	0%
Banco Sabadell	Sobreponderar	1,3	49%	Ibersol	En Revisión	En Revisión	n.d	Solaria	Infraponderar	15,0	-12%
Banco Santander	Sobreponderar	4,2	51%	Inditex	Sobreponderar	32,5	31%	Sonae	Sobreponderar	1,4	47%
Bankinter	Mantener	6,6	11%	Indra	Sobreponderar	15,4	50%	Talgo	Sobreponderar	5,0	52%
BBVA	Sobreponderar	8,4	51%	Inmobiliaria Colonial	Mantener	6,6	9%	Técnicas Reunidas	Sobreponderar	15,0	62%
CAF	Sobreponderar	40,0	42%	Inmobiliaria Del Sur	Mantener	10,0	33%	Telefónica	Sobreponderar	4,6	29%
Caixabank	Sobreponderar	4,5	31%	Inversa Prime	Sobreponderar	1,5	23%	Tubacex	Sobreponderar	3,6	77%
Cellnex Telecom	Sobreponderar	63,2	89%	Jerónimo Martins	Mantener	21,6	5%	Unicaja	Sobreponderar	1,3	41%
Cie Automotive	Sobreponderar	36,0	52%	Lar España	Sobreponderar	7,3	62%	Vidrala	Mantener	82,0	6%
Clínica Baviera	Mantener	22,0	20%	LDA	Infraponderar	1,0	-6%	Viscofan	Mantener	63,9	3%
Corticeira Amorim	Sobreponderar	10,9	23%	Logista	Sobreponderar	30,2	29%	Vistalegre	En Revisión	En Revisión	n.d
Deoleo	Mantener	0,3	12%	Making Science	Sobreponderar	18,8	69%				

Fuente: Renta 4 Banco, datos a 6/12/2022

Cambios de Recomendación / Precio Objetivo



COMPañÍA	PRECIO OBJETIVO ANTERIOR	RECOMENDACIÓN ANTERIOR	PRECIO OBJETIVO NUEVO	REVISIÓN PRECIO OBJETIVO	RECOMENDACIÓN NUEVA	COMPañÍA	PRECIO OBJETIVO ANTERIOR	RECOMENDACIÓN ANTERIOR	PRECIO OBJETIVO NUEVO	REVISIÓN PRECIO OBJETIVO	RECOMENDACIÓN NUEVA
Acciona			206,00	n.a.	Mantener	Gestamp	4,80	Sobreponderar	5,00	4%	Sobreponderar
Acciona Energía			39,00	n.a.	Mantener	Gigas	9,00	Mantener	10,50	17%	Mantener
ACS	28,92	Mantener	31,50	9%	Mantener	Greenvolt			8,70	n.a.	Mantener
Aena	120,24	Infraponderar	129,00	7%	Mantener	Grenergy	45,63	Sobreponderar	43,95	-4%	Sobreponderar
Almirall	12,40	Mantener	10,50	-15%	Mantener	Iberdrola	12,73	Sobreponderar	13,57	7%	Sobreponderar
Altri			6,40	n.a.	Mantener	Indra	12,50	Sobreponderar	15,40	23%	Sobreponderar
Amrest			4,30	n.a.	Mantener	Jeronimo Martins			21,60	n.a.	Mantener
Appius+	12,20	Sobreponderar	12,60	3%	Sobreponderar	Logista	26,20	Sobreponderar	30,20	15%	Sobreponderar
Atresmedia			4,69	n.a.	Mantener	Making Science	25,40	Sobreponderar	18,80	-26%	Sobreponderar
Atrys Health	11,30	Sobreponderar	8,65	-23%	Sobreponderar	Mapfre	1,93	Sobreponderar	1,84	-5%	Mantener
Azkoyen, S.A.	8,20	Sobreponderar	9,60	17%	Sobreponderar	Mediaset España	7,10	Sobreponderar	5,75	-19%	Sobreponderar
Bankinter	6,07	Sobreponderar	6,63	9%	Mantener	Naturgy	24,77	Infraponderar	25,36	2%	Infraponderar
BBVA	6,91	Sobreponderar	8,39	21%	Sobreponderar	Navigator			4,50	n.a.	Mantener
Caixabank	4,29	Sobreponderar	4,45	4%	Sobreponderar	Opdenergy	6,00	Sobreponderar	6,50	8%	Sobreponderar
CASH	1,04	Sobreponderar	1,20	15%	Sobreponderar	Prosegur	4,50	Sobreponderar	4,20	-7%	Sobreponderar
Cellnex Telecom	78,00	Sobreponderar	63,20	-19%	Sobreponderar	Redeia	16,00	Infraponderar	17,10	7%	Infraponderar
CIE Automotive	32,90	Sobreponderar	36,00	9%	Sobreponderar	Renta Corporación	2,40	Mantener	1,90	-21%	Mantener
Clínica Baviera	14,40	Mantener	22,00	53%	Mantener	Repsol			18,90	n.a.	Sobreponderar
CAF	47,50	Sobreponderar	40,00	-16%	Sobreponderar	Rovi	58,50	Mantener	53,50	-9%	Mantener
Corticeira Amorim			10,90	n.a.	Mantener	Sabadell	1,01	Sobreponderar	1,28	27%	Sobreponderar
Deoleo SA	En Revisión	En Revisión	0,28	n.a.	Mantener	Santander	3,99	Sobreponderar	4,24	6%	Sobreponderar
Ebro Foods SA	22,60	Sobreponderar	23,10	2%	Sobreponderar	Sonae			1,40	n.a.	Sobreponderar
Ecoener	7,50	Sobreponderar	8,00	7%	Sobreponderar	Técnicas Reunidas	En Revisión	En Revisión	15,00	n.a.	Sobreponderar
Enagás	18,50	Mantener	18,64	1%	Mantener	Telefónica	5,10	Sobreponderar	4,60	-10%	Sobreponderar
Endesa	25,96	Sobreponderar	22,63	-13%	Mantener	Unicaja	1,32	Sobreponderar	1,43	8%	Sobreponderar
Ferrovial	29,65	Sobreponderar	29,65	0%	Mantener	Vidrala	82,00	Mantener	72,00	-12%	Mantener
Fluidra	32,90	Sobreponderar	17,30	-47%	Mantener	Viscofan			63,90	n.a.	Mantener

Fuente: Renta 4 Banco

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

Tipos altos por más tiempo. Ante **inflación elevada** por largo tiempo, **tipos en terreno restrictivo en 2023** (EEUU 5%, Europa 3%) para **volver a neutral** (3% y 2% respectivamente) **solo cuando la inflación converja al objetivo** (¿2024?), sin descartar **revisión al alza** del mismo (3%).

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). La elevada inflación y el endurecimiento monetario lastrarán el ciclo económico, presionando también los **beneficios empresariales**.

Sin PUT de la Fed, la inversión debe ser selectiva.

- La **Renta Fija** vuelve a ofrecer rentabilidad, mejor *Investment Grade* que *High Yield* a la espera de mayor deterioro cíclico que se traduzca en aumento de *defaults*. Niveles atractivos en Deuda Pública, punto de inflexión definitivo con deterioro en empleo (bancos centrales girando a sesgo neutral).
- En **Renta Variable**, iniciar el año con sesgo defensivo (rebaja de BPAs aún pendiente). El **suelo definitivo de las bolsas pasa por control de la inflación, giro a neutral de políticas monetarias** y reducción de presión sobre ciclo y beneficios. **A corto plazo mejor EEUU** (menor deterioro macro esperado, giro en tipos antes que en Eurozona, peor comportamiento relativo en 2022), **a medio plazo Europa** (valoraciones más atractivas).
- **Materias primas** apoyadas por oferta inelástica, así como por la esperada depreciación del dólar.

Carteras Recomendadas España. Selección Ibx, Versátil, Small Caps y Dividendo



CARTERAS SELECCIÓN R4

5 GRANDES

BBVA
IBERDROLA
INDITEX
LOGISTA
TELEFONICA

VERSÁTIL

APPLUS+
BBVA
CORTICEIRA AMORIM
INDITEX
LOGISTA
OPDENERGY
PROSEGUR
SANTANDER
TELEFONICA
TUBACEX

DIVIDENDO

BBVA
IBERDROLA
INDITEX
LOGISTA
PROSEGUR
SANTANDER
SONAE
TELEFONICA

IBERIA S&M

ATRYSH HEALTH
AZKOYEN
ECOENER
GLOBAL DOMINION
PROSEGUR
TUBACEX

Fuente: Renta 4 Banco

TESIS DE INVERSIÓN	
AIR LIQUIDE	Líder mundial en producción y venta de gases industriales. Compañía que se dedica a la producción y venta de gases industriales como el oxígeno, nitrógeno, argón e hidrógeno. Poder de fijación de precios al tener un monopolio de mercado junto a otras dos comparables, Linde y Air Products (75% de la producción total de estos gases industriales). Solidez financiera con fuerte generación de caja FCF/EBITDA > 30% y poco apalancada con ratio DFN/EBITDA inferior a 2x. Márgenes EBITDA superior al 25% Crecimiento TACC 4,0% 2019-2024e. Cotiza a PER 23e de 22x y FCFy 3% pero debido a su ambicioso plan de inversión de crecimiento.
ASML	Líder mundial (90-95%, casi-monopolio) de máquinas de litografía para la industria de semiconductores. La litografía es clave para la fabricación de microchips (principales clientes son TSMC, Samsung e Intel fundamentalmente) de memoria y lógicos, que se utilizan en computadoras, teléfonos inteligentes, tabletas, automóviles, industrias, nube, Inteligencia Artificial, Internet de las cosas, servidores, etc. Esperamos que siga creciendo fuertemente los próximos años. Cotiza a FCF yield 23e c.3%.
DEUTSCHE POST DHL	Deutsche Post DHL ha doblado el beneficio operativo en 3 años y ha pasado de valorarse a 15x PER a finales de 2021 a ser valorada a menos de 10x PER actualmente que nos parece injustificado. Seguimos viendo claro el crecimiento secular de paquetería / e-commerce y el extraordinario posicionamiento de DHL Express (>40% cuota de mercado en Europa). Cotiza a 9x PER 23e y FCF yield 23e 7%.
LOUIS VUITTON	LVMH es la mayor empresa de artículos de lujo del mundo y la más rentable gracias a la importante ventaja de escala en una industria donde prevalecen los costos fijos. LVMH es la más diversificada de todas las empresas de lujo, con sólidas posiciones de liderazgo en: artículos de cuero, vinos y licores, joyería, fragancias y distribución de cosméticos. Su división clave de Moda y Cuero (73% del EBIT en 2022e) incluye dos de las marcas de lujo suave más deseables, Louis Vuitton y Dior. En 2022 los beneficios van a crecer más del +20% lo que unido a la ausencia de revalorización, la vuelve a dejar cotizando a menos de 20x cash flow que nos parecen valoraciones atractivas para la calidad de la compañía.
PROSUS	Conglomerado de activos de internet en los verticales de media, publicidad, comida a domicilio, pagos, e-commerce, etc. Su principal activo, el 29% de Tencent, representa el 90% de su valor. Tencent es la compañía líder tecnológica en China, con el 50% de sus ingresos provenientes de media (videojuegos, música, TV, etc.), 20% de publicidad y 30% de pagos e infraestructura nube. Cotiza a FCF yield 23e del 7% con un crecimiento en ventas que creemos volverá a revitalizarse después de dos años plagados de cambios regulatorios y confinamientos.
RENTOKIL	Con la adquisición de Terminix, Rentokil se convierte en el mayor proveedor de control de plagas de América del Norte en un mercado todavía fragmentado y en vías de concentración. Rentokil tiene un <i>track record</i> inpoluto de extracción de sinergias en los movimientos corporativos y creemos que ésta, de mayor tamaño que las anteriores, sorprenderá positivamente al mercado los próximos años. El sector de control de plagas e higiene es muy resiliente a los ciclos económicos por lo que la debilidad macro actual no debería afectarla demasiado. Las valoraciones actuales de Rentokil (20x PER) son casi un 50% más bajas que las compañías norteamericanas de la competencia (RollIns y Ecolab) cuyo gap de valoración creemos que se irá cerrando los próximos años.
SIEMENS HEALTHINEERS	Siemens Healthineers es una empresa líder mundial en atención médica especializada en diagnóstico médico. La cartera de productos incluye imágenes médicas y diagnósticos de laboratorio, consultoría y servicios de tecnología para el cuidado de la salud, diagnósticos terapéuticos y moleculares. Esperamos que la compañía mantenga su liderazgo en el mercado de imágenes que es un sector muy resistente a los ciclos económicos. La caída de la acción en 2022 del -25% junto con la mejora de los beneficios ha generado un de-rating del 26%.
UNILEVER	Compañía de consumo y productos para el hogar, bien diversificada geográficamente, con visibilidad en resultados, crecimientos en ventas del 3-4% a nivel orgánico, mejora de márgenes operativos a medio plazo, balance saneado, ROCE cercano al 20% y elevada generación de caja libre, que distribuye en buena medida al accionista. Cambio progresivo de compañía de alimentación a compañía de higiene y cuidado personal, con mayores crecimientos y márgenes. Cotiza a 17x PER 23e y 5% FCF yield 23e.

Fuente: Renta 4 Banco

TESIS DE INVERSIÓN	
ALTRIA	El sector tabaquero sigue cotizando con un fuerte descuento en relación tanto al mercado como frente a las valoraciones a las que suele cotizar. Es un sector cuyo crecimiento se deriva de subida de precios, más que de volumen. La compañía tiene un mercado muy resiliente, en un momento de elevada inflación y con entorno monetario restrictivo, en el que vemos cómo el sector consumo más cíclico podría resentirse, por lo que optamos por una compañía con poder de fijación de precios, elevada generación de caja y valoración atractiva.
MEDTRONIC	Medtronic es uno de los grandes en la parte de "MedTech", sector al que le vemos un crecimiento sostenible de largo plazo, tanto en la parte de diabetes como por toda la inversión en I+D que vemos como medio para mantener el crecimiento de ventas. Tras las últimas caídas ha quedado a una valoración atractiva dado su perfil de crecimiento.
ALIGN TECHNOLOGIES	Align es el líder de mercado en alineadores invisibles (cuota 80%), un nicho cuyas palancas de crecimiento a LP siguen siendo atractivas ya que se encuentra en un mercado muy poco penetrado: más de 500 mln personas en el mundo tienen algún tipo de maloclusión (incorrecta alineación de los dientes), pero al año solo se inician 21 mln de tratamientos de ortodoncia, y de ellos la mayoría siguen siendo <i>brackets</i> (80/85%). Los mercados internacionales, que representan el 75% del mercado, también están muy poco penetrados (10%). El nicho de adolescentes, que supone el 75% del mercado, cuenta también con una penetración muy baja (apenas el 5%). El desarrollo tecnológico de Align le permite poder tratar el 90% de los casos de ortodoncia. Debido a las condiciones actuales de mercado, la compañía ha tenido un comportamiento discreto que consideramos que debería tornarse a medida que vuelven las dinámicas normales.
COGNEX	Tras un ejercicio donde hemos visto un retraso de las ventas que ha producido una caída de su beneficio por acción, consideramos que estamos en un punto en que la recuperación del mercado logístico debería impulsar sus ventas en un mercado que consideramos con crecimiento estructural. En este ejercicio se le ha unido la fortaleza del dólar como factor de empeoramiento de márgenes. Esto ha provocado que la compañía esté a una valoración atractiva y consideramos que son efectos limitados y que el crecimiento estructural de la automatización será el catalizador clave.
ALPHABET	Compañía con una clara posición de dominio (monopolio/oligopolio) en la mayoría de los mercados donde opera. Muy difícil desplazarla debido a su tamaño y solidez. En cuanto la economía recupere, será de las primeras en capitalizar este crecimiento. Como mayor riesgo, el regulatorio y la potencial finalización de las <i>cookies</i> en 2024. Está cerca de poder lanzar nuevas vías adicionales de crecimiento (Automotive, Waymo). Si el regulador le permite hacer un movimiento similar a Apple en iOS, ganaría todavía más <i>pocket share</i> en el mercado de la publicidad. Google Cloud podría entrar en rentabilidad a finales del 2023 (otro potencial catalizador).
AMAZON	Vemos mucho valor precisamente fuera de eCommerce. AWS es el claro líder del mercado por funcionalidad. Existe potencial para que esta división mantenga crecimientos >30% los próximos años. La valoración actual prácticamente justifica sólo AWS. Advertising es otro negocio con mucho <i>momentum</i> . Además, acaba de lanzar Inspire, una funcionalidad en su app similar a TikTok. La división de Amazon Prime consideramos que tiene elevada resiliencia en un momento como el actual.
MATCH GROUP	Match es la plataforma líder de páginas <i>web</i> para conocer gente nueva, mercado que consideramos se encuentra en crecimiento estructural debido a los paulatinos cambios de hábitos sociales motivados por distintos aspectos, como por ejemplo el incremento de teletrabajo, incremento de movilidad geográfica... Actualmente cotiza a unas valoraciones que consideramos atractivas para una compañía con márgenes EBITDA que se encuentran en niveles del 35% y una elevada generación de caja, que consideramos que debería seguir creciendo en los años venideros.
VISA	La compañía ha corregido en los últimos meses dejándola a una valoración atractiva dado su nivel de crecimiento estable a lo largo del tiempo por el continuo incremento de los pagos, que consideramos estructural en el tiempo.
ADOBE	Consideramos que es una compañía que se encuentra en unas valoraciones atractivas tras la compra de Figma, compra que si se completa mantendrá el perfil de crecimiento de la compañía con menores riesgo de disrupción en sus segmentos. Manteniendo su perfil de alta generación de caja.
IPG PHOTONICS	Vemos el mercado de corte por láser que va a mantener su crecimiento y si combinamos esto con el cambio de tecnología hacia el láser de fibra, nos hace ser positivos en IPG Photonics, que ha estado penalizada por su alta exposición a China, penalización que consideramos coyuntural y que se irá disipando.

Fuente: Renta 4 Banco

TESIS DE INVERSIÓN	
Alphabet	Compañía con una clara posición de dominio (monopolio/oligopolio) en la mayoría de los mercados donde opera. Muy difícil desplazarla debido a su tamaño y solidez. En cuanto la economía recupere, será de las primeras en capitalizar este crecimiento. Como mayor riesgo, el regulatorio y la potencial finalización de las <i>cookies</i> en 2024. Está cerca de poder lanzar nuevas vías adicionales de crecimiento (Automotive, Waymo). Si el regulador le permite hacer un movimiento similar a Apple en iOS, ganaría todavía más <i>pocket share</i> en el mercado de la publicidad. Google Cloud podría entrar en rentabilidad a finales del 2023 (otro potencial catalizador).
Amazon	Vemos mucho valor precisamente fuera de eCommerce. AWS es el claro líder del mercado por funcionalidad. Existe potencial para que esta división mantenga crecimientos >30% los próximos años. La valoración actual prácticamente justifica sólo AWS. Advertising es otro negocio con mucho <i>momentum</i> . Además, acaba de lanzar Inspire, una funcionalidad en su app similar a TikTok. La división de Amazon Prime consideramos que tiene elevada resiliencia en un momento como el actual.
CrowdStrike	Líder en soluciones de ciberseguridad <i>endpoint</i> (el antivirus tradicional). Se empieza a expandir hacia nichos adyacentes. Vemos potencial para que siga capturando cuota de mercado. Ciberseguridad seguirá siendo una partida de elevada prioridad empresarial, siendo más resiliente ante posibles recortes presupuestarios. Caída <i>post</i> resultados ha creado atractivo punto de entrada. Altos crecimientos y generación de caja.
Datadog	Plataforma <i>cloud</i> líder en observabilidad, monitorización y gestión de infraestructura (<i>metrics, logs, traces</i>). Es el claro líder por delante de otras empresas como Dynatrace, New Relic... Viene corrigiendo fuerte, básicamente por valoración, lo que ha creado un atractivo punto de entrada. También es un beneficiario de la transición de la infraestructura a la nube así como del incremento en la complejidad de su gestión. Altos crecimientos y generación de caja.
Microsoft	Ha creado un ecosistema empresarial de difícil penetración por parte de los competidores (elevado número de soluciones, barrera entrada muy elevada). Posición muy fuerte también en ciberseguridad. Se está expandiendo a verticales como <i>Health</i> (compra Nuance), Juegos (Activizzion - parece que se va a prohibir el acuerdo-)... Azure, negocio <i>cloud</i> , por detrás de AWS pero con un posición superior a Google. También deberá seguir creciendo >30%. Satya Nhadella, CEO, excelente gestor.

Fuente: Renta 4 Banco

**ANEXOS
INFORMACIÓN
VALORES EN COBERTURA
DEPARTAMENTO ANÁLISIS RENTA 4 BANCO**

Ibex: ventas, EBITDA, Bº neto



	Var. Ventas				Var. EBITDA				Var. Bº neto			
	2021/20	2022/21	2023/22	2024/23	2021/20	2022/21	2023/22	2024/23	2021/20	2022/21	2023/22	2024/23
Acciona	25,0%	25,3%	3,6%	5,2%	30,9%	37,1%	2,9%	6,9%	-14,2%	43,5%	19,3%	2,8%
Acciona Energía	39,8%	60,8%	-7,0%	-5,6%	24,2%	50,2%	7,1%	8,4%	77,1%	81,9%	9,8%	10,4%
Acerinox	43,6%	30,7%	-22,6%	-14,5%	157,9%	38,1%	-49,3%	-8,6%	1065,9%	54,7%	-57,3%	-13,9%
ACS	-0,1%	13,4%	4,0%	-0,2%	15,5%	6,0%	7,3%	7,0%	33,0%	-27,1%	23,7%	9,4%
Aena	6,7%	63,5%	11,4%	10,9%	-9,8%	190,7%	12,0%	17,7%	-52,6%	n.r.	20,6%	31,8%
Almirall	2,7%	4,0%	6,5%	7,3%	-1,3%	-13,3%	6,6%	7,8%	-154,8%	-203,4%	49,4%	12,6%
Amadeus	22,8%	68,9%	16,7%	11,8%	175,6%	161,9%	24,0%	13,6%	n.r.	n.r.	49,0%	19,0%
ArcelorMittal	43,7%	-3,5%	-20,1%	6,7%	351,2%	-29,6%	-52,6%	15,5%	-2144,9%	-35,7%	-68,2%	29,5%
Bankinter	8,6%	10,4%	6,9%	5,1%	13,9%	15,4%	9,2%	6,9%	128,2%	39,0%	4,8%	8,7%
BBVA**	-9,7%	22,1%	9,0%	3,7%	-18,9%	28,5%	9,4%	3,2%	85,8%	36,8%	4,6%	5,7%
Sabadell**	-5,2%	3,9%	7,8%	4,1%	-6,6%	34,4%	14,1%	8,2%	516,3%	64,1%	2,9%	0,2%
Banco Santander **	4,0%	14,6%	2,8%	-0,2%	5,7%	16,3%	3,3%	-1,0%	46,2%	21,3%	-7,0%	5,1%
CaixaBank **	-2,8%	4,1%	9,9%	5,3%	-50,4%	n.a.	4,2%	4,5%	232,5%	-41,9%	4,3%	-1,1%
Cellnex Telecom	57,7%	36,1%	14,0%	4,7%	62,5%	36,8%	16,4%	6,2%	164,0%	51,6%	-27,2%	-4,8%
CIE Automotive	13,4%	22,5%	6,4%	7,2%	33,3%	13,2%	7,3%	10,6%	44,4%	9,4%	11,1%	15,8%
Inmobiliaria Colonial	-7,3%	10,1%	9,5%	10,3%	-10,7%	10,2%	10,6%	11,4%	n.r.	-68,5%	10,1%	20,2%
Enagas	-8,6%	-1,1%	-5,7%	-7,7%	-5,0%	-11,5%	-6,6%	-9,3%	-9,0%	-3,1%	-34,0%	-18,9%
Endesa	14,0%	23,4%	-18,6%	9,1%	12,3%	24,8%	-17,7%	9,1%	2,9%	51,7%	-33,7%	15,2%
Ferrovial	6,9%	1,7%	4,7%	2,5%	45,7%	8,9%	32,3%	14,8%	n.r.	-83,5%	90,4%	25,9%
Fluidra	47,0%	11,1%	-3,7%	4,7%	67,3%	-7,0%	-10,7%	10,1%	161,8%	-36,1%	-9,0%	23,0%
Naturgy Energy	0,0%	34,9%	-9,8%	-0,9%	2,3%	34,9%	-7,8%	1,2%	n.r.	21,3%	-16,8%	-2,5%
Grifols	-7,6%	19,6%	13,2%	7,8%	-27,3%	30,5%	31,1%	11,2%	-70,5%	88,2%	49,3%	32,2%
IAG ***	7,4%	168,5%	11,6%	9,6%	-32,3%	n.a.	76,6%	40,6%	-29,9%	n.a.	223,0%	74,8%
Iberdrola	19,5%	9,5%	9,0%	3,4%	19,9%	9,9%	9,3%	3,8%	7,6%	4,2%	7,9%	5,9%
Inditex	35,8%	13,3%	5,0%	4,0%	57,3%	16,5%	2,8%	2,8%	186,3%	28,9%	-1,0%	3,3%
Indra Sistemas ***	10,7%	11,2%	3,4%	3,2%	n.a.	18,5%	3,8%	7,5%	n.r.	22,3%	7,8%	8,5%
Mapfre ****	7,2%	12,0%	3,7%	-2,7%	n.a.	n.a.	-4,0%	7,3%	-31,4%	-6,2%	1,1%	4,4%
Melia Hoteles	70,8%	86,4%	-1,2%	5,0%	n.a.	236,9%	2,1%	9,0%	n.r.	n.r.	21,2%	35,2%
Merlin Properties	0,4%	-1,5%	-4,0%	7,9%	6,5%	2,9%	-4,5%	8,3%	n.r.	-52,2%	-6,8%	13,0%
Pharma Mar *****	-14,9%	20,4%	38,2%	16,0%	-39,9%	4,7%	14,6%	-6,1%	-32,4%	19,3%	25,9%	20,0%
Redeia	-1,5%	3,0%	4,9%	-7,7%	-4,5%	0,9%	0,3%	-8,6%	9,6%	0,4%	-3,2%	-21,4%
Repsol *	55,1%	25,0%	-8,0%	-5,0%	275,1%	98,7%	-32,9%	-4,3%	-176,0%	134,6%	-59,1%	-5,7%
Solaria	71,3%	34,9%	44,7%	13,9%	90,3%	34,6%	46,8%	13,1%	57,9%	44,4%	46,8%	7,9%
Telefonica	-8,8%	2,1%	1,2%	1,4%	62,9%	-41,7%	1,3%	2,4%	562,0%	-64,5%	-47,9%	46,3%

* Margen Ebitda y Variación EBITDA es ajustado

**** Mapfre. Ventas corresponde a primas brutas. EBITDA=Resultado técnico

** Bancos: Ventas=Margen Bruto. EBITDA=Margen neto.

***** Pharmamar datos consenso.

*** Variación EBIT y Margen EBIT

Fuente: Renta 4 Banco

Small caps: ventas, EBITDA, B° neto



	Var. Ventas				Var. EBITDA				Var. B° neto			
	2021/20	2022/21	2023/22	2024/23	2021/20	2022/21	2023/22	2024/23	2021/20	2022/21	2023/22	2024/23
Aedas	n.r.	13,9%	15,4%	3,2%	n.r.	11,8%	3,8%	2,6%	n.r.	9,4%	6,1%	2,7%
Altri	38,0%	37,1%	-16,1%	-10,8%	132,7%	25,4%	-24,9%	-7,0%	265,4%	29,4%	-27,9%	-12,7%
Amrest	25,9%	27,1%	-3,6%	3,9%	78,0%	13,2%	-5,9%	11,7%	n.r.	-65,6%	526,5%	34,7%
Applus	14,1%	15,2%	2,3%	4,2%	31,0%	13,8%	4,9%	9,6%	n.r.	91,4%	13,4%	30,4%
Arima	-2,0%	5,8%	123,1%	14,6%	-3,4%	-57,5%	n.a.	31,0%	99,6%	n.r.	n.r.	39,3%
Atresmedia	11,2%	-0,1%	-2,8%	1,1%	132,3%	-5,3%	-9,0%	2,9%	397,0%	-12,8%	-10,1%	3,8%
Azky Health	285,4%	64,0%	17,6%	12,7%	8,4%	570,9%	33,5%	18,4%	319,2%	-121,4%	218,6%	56,1%
Azkoyen	21,4%	18,5%	9,9%	5,1%	38,7%	22,5%	11,4%	6,2%	104,1%	29,3%	5,9%	8,9%
CIE Automotive	13,4%	22,5%	6,4%	7,2%	33,3%	13,2%	7,3%	10,6%	44,4%	9,4%	11,1%	15,8%
Clínica Baviera	40,7%	13,9%	4,7%	5,7%	57,2%	5,1%	3,2%	6,6%	97,6%	9,7%	3,5%	7,9%
Corticeira	13,2%	18,7%	6,0%	3,7%	9,7%	17,4%	9,1%	8,3%	16,2%	5,9%	10,4%	11,6%
CAF	6,5%	8,7%	13,1%	6,0%	26,5%	-20,9%	26,3%	22,9%	853,0%	-39,5%	73,6%	45,3%
Deoleo	5,6%	16,5%	1,4%	1,0%	-21,3%	-33,3%	-9,3%	18,7%	-88,6%	-82,1%	-28,9%	44,4%
Ebro Foods	-16,2%	14,5%	3,5%	3,0%	-17,1%	5,3%	3,6%	6,7%	24,0%	-45,8%	21,9%	10,1%
Ecoener *	27,0%	77,6%	75,3%	39,9%	37,3%	82,5%	102,7%	45,4%	104,1%	165,6%	165,7%	60,7%
Ence	16,0%	28,0%	-4,0%	-37,1%	46,4%	131,2%	-9,0%	-37,8%	604,2%	-134,6%	47,7%	-70,8%
Faes Farma	4,2%	7,6%	5,5%	7,6%	6,8%	7,5%	4,7%	7,9%	14,6%	6,6%	1,4%	7,1%
Gestamp	8,5%	28,8%	6,1%	7,7%	49,5%	15,9%	7,1%	14,4%	-202,9%	58,0%	7,1%	33,6%
Gigas *	378,5%	18,0%	15,1%	4,7%	350,7%	26,4%	25,8%	6,2%	975,6%	-44,4%	-219,4%	-19,8%
Global Dominion	13,6%	5,1%	-0,9%	4,2%	39,1%	10,1%	8,0%	5,9%	236,8%	-11,9%	44,8%	12,9%
Greenery	94,1%	-54,4%	85,0%	17,8%	75,1%	47,8%	88,7%	47,8%	7,3%	64,5%	135,5%	21,8%
Greenvolt	45,4%	108,0%	45,5%	109,5%	71,2%	115,9%	26,5%	95,4%	-55,3%	287,4%	20,9%	170,6%
Insur	-5,7%	26,9%	19,6%	18,7%	15,6%	29,9%	25,4%	29,0%	-43,0%	27,2%	34,1%	38,6%
Inversa Prime	77,0%	174,3%	27,5%	0,0%	171,6%	7,6%	n.a.	0,7%	16,4%	38,2%	-71,2%	-0,4%
Jeronimo Martins	8,3%	21,4%	9,0%	4,9%	15,5%	14,0%	5,9%	10,6%	48,3%	26,9%	19,6%	18,7%
Lar España	-18,3%	6,5%	6,3%	4,6%	n.a.	19,6%	6,1%	4,5%	n.r.	44,0%	9,5%	6,6%
LDA	1,0%	2,9%	5,3%	5,2%	-29,0%	-39,6%	11,4%	19,4%	-18,3%	-29,7%	9,1%	9,5%
Logista (*) (***)	3,9%	6,0%	3,3%	0,5%	15,8%	5,0%	10,7%	4,7%	10,7%	14,3%	31,9%	4,5%
Making Science *	95,7%	76,6%	22,9%	19,8%	7,7%	70,5%	39,9%	14,4%	-165,0%	-36,4%	-76,6%	-107,4%
Mediaset España	4,8%	-2,2%	-2,6%	1,3%	-3,8%	-15,5%	-10,1%	-4,3%	1,3%	-11,6%	-9,3%	-3,5%
Metrovacesa	249,5%	14,6%	-8,1%	-2,3%	n.a.	31,4%	-19,8%	-17,0%	n.r.	137,1%	-26,3%	-24,8%
Navigator	15,2%	52,7%	-14,9%	-9,1%	24,2%	101,2%	-41,0%	-9,1%	57,0%	120,2%	-40,3%	-13,0%
Neinor	59,6%	-15,9%	-4,0%	-0,9%	43,0%	-8,2%	-2,7%	7,9%	45,1%	-18,5%	-9,7%	6,1%
Opdenery	-68,7%	175,1%	47,8%	9,4%	12,9%	521,4%	75,4%	7,3%	-321,9%	-398,3%	72,6%	-22,0%
Proeduca	29,4%	17,2%	14,4%	14,2%	31,4%	36,2%	12,9%	20,7%	31,8%	17,4%	23,3%	21,8%
Prosegur Cash	0,7%	28,0%	5,0%	6,2%	14,8%	36,0%	8,5%	7,1%	108,6%	217,2%	25,0%	13,0%
Prosegur ***	-2,0%	23,2%	5,6%	6,2%	-49,9%	29,4%	7,6%	9,5%	-87,6%	77,3%	17,8%	30,4%
Renta Corporacion	81,9%	-21,4%	-14,0%	29,8%	n.a.	-29,0%	-9,4%	28,2%	n.r.	-45,0%	9,5%	52,6%
ROVI	54,4%	20,3%	-10,2%	1,8%	115,3%	19,0%	-22,4%	2,2%	150,7%	21,0%	-26,5%	2,2%
Sonae	2,9%	8,9%	5,3%	2,1%	2,0%	26,3%	-10,9%	8,9%	277,3%	36,3%	-65,0%	36,1%
Talgo *	14,0%	-12,5%	22,2%	0,7%	116,4%	-24,4%	29,0%	9,1%	-258,0%	-46,9%	69,5%	16,5%
Tecnicas Reunidas *	-20,3%	38,8%	3,1%	4,4%	n.a.	n.a.	618,2%	11,8%	-1823,6%	-87,2%	-343,7%	3,5%
Tubacex	-23,9%	99,4%	14,7%	15,1%	-53,8%	407,1%	18,6%	18,3%	10,7%	-172,5%	45,3%	46,8%
Unicaja **	1,1%	0,9%	1,1%	1,0%	-14,1%	24,1%	29,6%	-3,3%	47,6%	130,8%	48,1%	-5,4%
Vidrala	9,7%	24,3%	11,3%	2,7%	-4,3%	-20,1%	30,9%	12,1%	-9,0%	-39,9%	54,7%	16,2%
Viscofan	6,3%	24,6%	9,7%	2,9%	5,4%	5,1%	16,5%	7,4%	8,6%	5,9%	18,6%	9,1%

* Margen Ebitda y Variación EBITDA es ajustado

** Bancos: Ventas=Margen Bruto. EBITDA=Margen neto.

*** Logista y Proeduca año fiscal 2022 cerrado

Fuente: Renta 4 Banco

Ibex: márgenes y apalancamiento



	Margen EBITDA					DN/EBITDA				
	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Acciona	17,5%	18,3%	20,0%	19,9%	20,2%	3,9x	2,7x	2,5x	2,9x	3,9x
Acciona Energía	49,1%	43,6%	40,7%	46,9%	53,8%	2,0x	2,0x	1,5x	2,0x	1,8x
Acerinox	8,2%	14,7%	15,6%	10,2%	10,9%	2,0x	0,6x	0,3x	0,1x	-0,4x
ACS	5,0%	5,7%	5,4%	5,5%	5,9%	1,3x	-1,3x	-0,3x	-0,5x	-0,7x
Aena	31,9%	26,9%	47,9%	48,2%	51,1%	9,8x	11,5x	3,5x	2,8x	2,1x
Almirall	29,3%	28,2%	23,5%	23,5%	23,7%	1,4x	0,8x	0,5x	0,4x	0,2x
Amadeus	10,5%	23,5%	36,4%	38,7%	39,4%	14,1x	5,0x	1,4x	0,8x	0,4x
ArcelorMittal	8,1%	25,3%	18,5%	11,0%	11,9%	1,5x	0,2x	0,5x	0,8x	0,5x
Bankinter	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBVA**	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Sabadell**	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Banco Santander **	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CaixaBank **	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Cellnex Telecom	73,5%	75,7%	76,1%	77,7%	78,8%	5,5x	7,6x	7,6x	6,7x	6,4x
CIE Automotive	15,0%	17,6%	16,3%	16,4%	16,9%	3,8x	2,5x	2,0x	1,5x	1,0x
Inmobiliaria Colonial	78,8%	76,0%	76,1%	76,8%	77,6%	17,2x	19,6x	22,4x	20,5x	18,2x
Enagas	87,0%	90,3%	80,8%	80,0%	78,6%	4,5x	4,8x	4,6x	5,1x	5,7x
Endesa	22,3%	22,0%	22,3%	22,5%	22,5%	1,8x	2,1x	2,0x	2,6x	2,5x
Ferrovial	6,4%	8,8%	9,4%	11,9%	13,3%	7,8x	8,5x	9,4x	7,4x	6,6x
Fluidra	20,3%	23,1%	19,4%	18,0%	18,9%	1,5x	1,8x	2,6x	2,6x	2,1x
Naturgy Energy	22,5%	29,8%	29,9%	30,0%	30,1%	10,6x	11,2x	9,0x	12,8x	13,7x
Grifols	24,8%	19,5%	21,3%	24,6%	25,4%	4,9x	9,9x	8,4x	6,2x	5,2x
IAG ***	-55,8%	-35,1%	4,9%	7,7%	9,9%	-4,3x	-11,5x	3,5x	2,7x	2,2x
Iberdrola	29,7%	29,8%	29,9%	30,0%	30,1%	3,7x	3,3x	3,2x	3,9x	4,1x
Inditex	22,6%	26,2%	26,9%	26,3%	26,0%	-1,6x	-1,3x	-1,2x	-1,2x	-1,2x
Indra Sistemas ***	-1,1%	7,4%	7,9%	7,9%	8,3%	6,2x	0,7x	0,1x	-0,3x	-0,6x
Mapfre ****	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Melia Hoteles	-28,7%	13,9%	25,1%	26,0%	27,0%	-17,2x	22,7x	6,2x	6,0x	5,4x
Merlin Properties	67,7%	71,9%	75,0%	74,7%	74,9%	16,7x	15,3x	11,3x	13,5x	12,8x
Pharma Mar *****	42,6%	60,4%	32,3%	48,1%	55,3%	0,0x	-1,6x	3,2x	2,6x	2,6x
Redeia	76,1%	29,8%	29,9%	30,0%	30,1%	3,9x	3,8x	3,4x	3,8x	4,4x
Repsol *	5,1%	12,3%	19,5%	14,3%	14,4%	6,8x	1,4x	0,1x	0,1x	0,0x
Solaria	76,1%	84,5%	84,3%	85,5%	84,9%	7,0x	5,9x	6,5x	5,0x	6,5x
Telefonica	31,3%	56,0%	32,0%	32,0%	32,3%	3,3x	1,5x	2,8x	2,7x	2,6x

Fuente: Renta 4 Banco

Small caps: márgenes y apalancamiento



	Margen EBITDA					DN/EBITDA				
	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Aedas	11,3%	19,8%	19,5%	17,5%	17,4%	25,7x	1,2x	1,5x	1,8x	2,2x
Altri	17,0%	28,7%	26,3%	23,5%	24,5%	4,9x	1,5x	1,0x	0,9x	0,6x
Amrest	13,2%	18,7%	16,7%	16,3%	17,5%	6,6x	3,6x	2,7x	2,7x	2,2x
Applus	14,0%	16,1%	15,9%	16,3%	17,2%	2,4x	2,1x	1,5x	1,0x	0,6x
Arima	-21,3%	-21,0%	-8,4%	44,8%	51,2%	19,1x	-12,4x	-84,8x	9,0x	7,2x
Atresmedia	8,6%	17,9%	17,0%	15,9%	16,2%	1,4x	0,0x	0,4x	0,5x	0,4x
Atrys Health	18,4%	5,2%	21,2%	24,0%	25,2%	5,3x	5,2x	4,9x	3,1x	2,0x
Azkoyen	14,3%	16,3%	16,9%	17,1%	17,3%	0,2x	-0,3x	1,4x	0,9x	0,4x
CIE Automotive	15,0%	17,6%	16,3%	16,4%	16,9%	3,8x	2,5x	2,0x	1,5x	1,0x
Clínica Baviera	27,8%	31,0%	28,6%	28,2%	28,5%	-0,3x	-0,4x	-0,7x	-1,0x	-1,2x
Corticeira	16,6%	16,0%	15,9%	16,3%	17,1%	0,9x	0,4x	1,1x	0,9x	0,7x
CAF	7,3%	8,7%	6,3%	7,0%	8,2%	1,5x	1,1x	1,4x	0,9x	0,8x
Deoleo	10,8%	8,1%	4,6%	4,1%	4,8%	2,1x	2,1x	2,2x	2,4x	1,9x
Ebro Foods	12,6%	12,4%	11,4%	11,4%	11,9%	2,6x	1,7x	1,8x	1,5x	1,1x
Ecoener *	53,7%	58,0%	59,6%	69,0%	71,7%	7,2x	4,8x	5,0x	3,2x	2,3x
Ence	10,3%	13,0%	23,5%	22,3%	22,1%	2,3x	1,0x	-0,3x	-0,2x	1,1x
Faes Farma	26,0%	26,7%	26,6%	26,4%	26,5%	-0,7x	-0,4x	-0,1x	0,2x	0,2x
Gestamp	9,0%	12,3%	11,1%	11,2%	11,9%	4,1x	2,5x	1,9x	1,6x	1,2x
Gigas *	24,7%	23,3%	24,9%	27,2%	27,6%	-6,9x	1,6x	1,3x	0,7x	0,3x
Global Dominion	8,8%	10,8%	11,3%	12,3%	12,5%	-1,1x	-0,6x	0,0x	0,1x	0,0x
Grenergy	20,9%	18,8%	61,0%	62,3%	78,1%	5,2x	5,6x	5,1x	7,0x	8,9x
Greenvolt	36,7%	43,3%	44,9%	39,0%	36,4%	2,5x	4,4x	2,8x	4,6x	3,7x
Insur	14,6%	17,9%	18,4%	19,2%	20,9%	11,5x	10,4x	9,4x	7,9x	5,9x
Inversa Prime	-120,5%	-184,9%	-72,5%	9,7%	9,7%	7,8x	4,3x	-22,0x	130,9x	131,6x
Jeronimo Martins	7,1%	7,6%	7,1%	6,9%	7,3%	1,3x	0,9x	0,3x	-0,1x	-0,4x
Lar España	-33,2%	64,8%	72,7%	72,6%	72,4%	-20,3x	11,7x	9,8x	9,3x	9,0x
LDA	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Logista (*) (***)	23,0%	25,2%	25,3%	21,6%	21,9%	-8,3x	-6,3x	-6,8x	-7,1x	-7,1x
Making Science *	7,9%	4,4%	4,2%	4,8%	4,6%	0,6x	12,5x	4,3x	5,8x	8,2x
Mediaset España	30,2%	27,7%	23,9%	22,1%	20,9%	-0,1x	-1,0x	-2,1x	-2,5x	-2,8x
Metrovacesa	-5,4%	9,9%	11,4%	10,0%	8,5%	-12,7x	1,8x	2,9x	3,1x	3,2x
Navigator	20,6%	22,2%	29,3%	20,3%	20,3%	2,4x	1,7x	0,5x	0,6x	0,5x
Neinor	17,7%	15,8%	17,3%	17,5%	19,1%	0,6x	-0,4x	-0,1x	0,5x	0,4x
Opdenergy	8,6%	31,2%	70,4%	83,5%	81,9%	11,1x	23,9x	3,5x	5,1x	6,4x
Proeduca	19,1%	19,4%	22,6%	22,3%	23,5%	-2,6x	-2,7x	-2,1x	-2,3x	-2,3x
Prosegur Cash	16,3%	18,5%	19,7%	20,4%	20,5%	2,5x	2,1x	1,4x	1,1x	0,8x
Prosegur ***	20,6%	10,5%	11,0%	11,3%	11,6%	1,4x	3,0x	2,6x	2,3x	2,0x
Renta Corporacion	-11,3%	14,3%	12,9%	13,6%	13,5%	-10,8x	5,0x	6,8x	8,2x	5,8x
ROVI	2,4%	-4,6%	0,6%	4,2%	4,4%	-2,3x	-0,6x	-4,7x	-0,7x	-0,9x
Sonae	8,4%	8,3%	9,6%	8,2%	8,7%	4,1x	3,0x	2,2x	2,4x	2,0x
Talgo *	5,7%	10,9%	9,4%	9,9%	10,8%	1,7x	0,6x	2,9x	2,1x	1,7x
Técnicas Reunidas *	2,4%	-4,6%	0,6%	4,2%	4,4%	-2,3x	-0,6x	-4,7x	-0,7x	-0,9x
Tubacex	7,9%	4,8%	12,3%	12,7%	13,0%	7,8x	19,1x	3,6x	2,2x	1,7x
Unicaja **	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Vidrala	28,3%	24,7%	15,9%	18,7%	20,4%	0,9x	0,4x	0,9x	0,6x	0,3x
Viscofan	25,8%	25,6%	21,6%	22,9%	23,9%	0,4x	0,2x	0,5x	0,5x	0,3x

Fuente: Renta 4 Banco

Ibex mix geográfico ventas



9M22	Asia	España	Resto Europa	Latam	Otros	EEUU
Acciona*	1%	56%	7%	15%	10%	11%
Acciona Energía	1%	61%	6%	17%	6%	9%
Acerinox	8%	7%	31%	0%	5%	49%
ACS*	0%	9%	6%	2%	21%	62%
Aena	0%	88%	7%	5%	0%	0%
Amadeus	15%	0%	35%	8%	14%	28%
ArcelorMittal	8%	0%	59%	16%	0%	17%
Bankinter	0%	91%	9%	0%	0%	0%
BBVA*	13%	25%	0%	59%	2%	0%
Sabadell*	0%	74%	24%	3%	0%	0%
Banco Santander*	0%	16%	19%	52%	-2%	15%
Caixabank*	0%	91%	7%	0%	2%	0%
Cellnex Telecom	0%	16%	84%	0%	0%	0%
Inmobiliaria Colonial	0%	42%	58%	0%	0%	0%
Enagas*	0%	84%	6%	8%	0%	2%
Endesa	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Ferrovial*	2%	2%	17%	1%	0%	78%
Fluidra	8%	12%	30%	3%	4%	43%

Fuente: Renta 4 y datos compañías

	Asia	España	Resto Europa	Latam	Otros	EEUU
Naturgy Energy*	0%	52%	0%	27%	21%	0%
Grifols*		6%	12%	63%	19%	
IAG	0%	19%	36%	0%	30%	15%
Iberdrola*	0%	35%	19%	25%	0%	21%
Inditex	20%	14%	46%	0%	0%	20%
Indra Sistemas	0%	49%	18%	20%	13%	0%
Mapfre*	2%	36%	6%	44%	1%	11%
Meliá Hoteles	0%	54%	25%	21%	0%	0%
Merlin Properties	0%	92%	8%	0%	0%	0%
PharmaMar*	0%	9%	79%	0%	12%	0%
Redeia	0%	92%	0%	8%	0%	0%
Repsol	0%	56%	16%	27%	0%	0%
Rovi	0%	34%	18%	0%	48%	0%
Sacyr	0%	26%	14%	45%	1%	14%
Solaria	0%	91%	6%	3%	0%	0%
Siemens Gamesa*	17%	0%	62%	0%	0%	21%
Telefónica	0%	31%	23%	24%	22%	0%

Fuente: Renta 4 y datos compañías

* ANA (combinación de carteras y MW instalados). ACX (2021, último publicado). ACS (ventas EEUU hacen referencia a América del Norte). AMS (% reservas aéreas 3T22) Asia incluye Pacífico, Europa incluye España. BBVA (Asia incluye Turquía, Otros Resto de negocios y Centro corporativo). BKT (Europa sólo corresponde a Portugal y Otros a Mercado de capitales). CABK (Resto Europa incluye sólo Portugal y Otros Centro Corporativo). CIE (EEUU incluye Canadá). COL (% contratos, Europa sólo presente en París). GRF (EEUU incluye Canadá). ENG (% s/EBITDA 2022e). IBE (% sobre EBITDA). FER (% s/Valoración R4e, EEUU incluye Canadá). IAG (datos 1S22, Europa es sólo Reino Unido, Resto Europa y LatAm en Otros, América es EEUU). ITX (datos 1S22, Asia incluye Resto del Mundo, EEUU incluye LatAm). IDR (LatAm incluye EEUU, Otros incluye Asia, O.M. y África). MEL (% habitaciones 9M22 Propiedad y Alquiler, España incluye países mediterráneo, LatAm incluye EEUU). MTS (Europa incluye España, LatAm es Brasil, Otros es ACIS, NAFTA es Canadá y México, principalmente). NTGY (% sobre EBITDA 1S22). PHM (EEUU incluye región Americas). REE (% s/EBITDA). REP (% resultado operativo, Europa incluye Upstream Europa, Brasil y África). SGRE (cartera de pedidos, Europa incluye región EMEA, EEUU incluye región completa América). SAB (Europa sólo corresponde a Reino Unido y Latam a México). SAN (Otros incluye Digital Consumer Bank y Centro Corporativo). TEF (Europa es sólo Alemania y Tech., Otros es Brasil).

Small caps mix geográfico ventas



9M22	Asia	España	Resto Europa	Latam	Otros	EEUU
Aedas Homes	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Almirall	0%	34%	44%	0%	0%	22%
Altri	8%	0%	75%	0%	17%	0%
Amrest	15%	12%	71%	0%	2%	0%
Applus	12%	22%	28%	12%	10%	16%
Arima	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Atresmedia	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Atrys Health	0%	74%	12%	15%	0%	0%
Azkoyen	0%	15%	75%	0%	0%	10%
CIE Automotive	27%	0%	38%	8%	0%	27%
Clínica Baviera	0%	71%	29%	0%	0%	0%
Corticeira Amorim	4%	0%	71%	7%	1%	17%
CAF*	10%	11%	66%	0%	5%	8%
Deoleo	0%	25%	34%	0%	16%	25%
Dominion	13%	53%	12%	19%	0%	3%
Ebro Foods	0%	8%	41%	0%	19%	32%
Ecoener*	0%	85%	0%	15%	0%	0%
Ence*	6%	17%	77%	0%	0%	0%
Faes Farma	0%	68%	14%	18%	0%	0%
Gestamp	15%	16%	39%	8%	0%	22%
Greenvolt	0%	2%	98%	0%	0%	0%
Grenergy	0%	46%	0%	54%	0%	0%
INSUR	0%	100%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Renta 4 y datos compañías

	Asia	España	Resto Europa	Latam	Otros	EEUU
Inversa Prime	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Jeronimo Martins	0%	0%	95%	5%	0%	0%
Lar España	0%	100%	0%	0%	0%	0%
LDA	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Logista*	0%	56%	44%	0%	0%	0%
Mediaset España	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Metrovacesa	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Millenium	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Neinor Homes	0%	100%	0%	0%	0%	0%
OHLA*	0%	0%	46%	16%	1%	37%
Opdenergy	0%	70%	4%	27%	0%	0%
Proeduca	0%	63%	0%	28%	9%	0%
Prosegur Cash	0%	0%	27%	68%	5%	0%
Prosegur	0%	0%	39%	50%	11%	0%
Renta Corporación	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Sonae	0%	5%	93%	0%	1%	0%
Talgo*	0%	55%	11%	0%	34%	0%
Técnicas Reunidas*	0%	1%	0%	0%	99%	0%
The Navigator Company	7%	0%	72%	3%	10%	8%
Tubacex*	41%	5%	29%	0%	4%	21%
Unicaja	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Vidrala	0%	35%	64%	0%	1%	0%
Viscofan	0%	0%	60%	12%	0%	28%

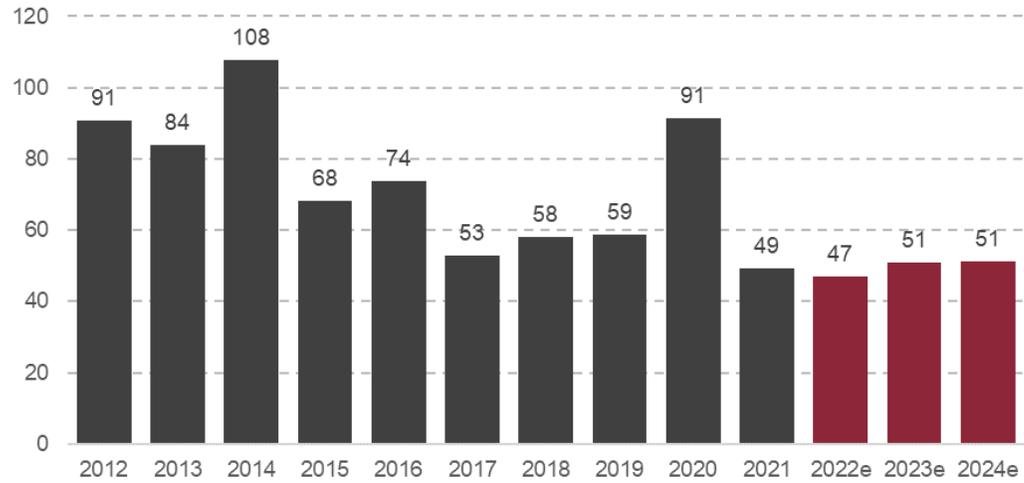
Fuente: Renta 4 y datos compañías

*CAF (datos 2021). ENER (1522). ENC (España incluye Portugal). LOG (datos 2022, ventas económicas). OHLA (Resto de Europa incluye España).

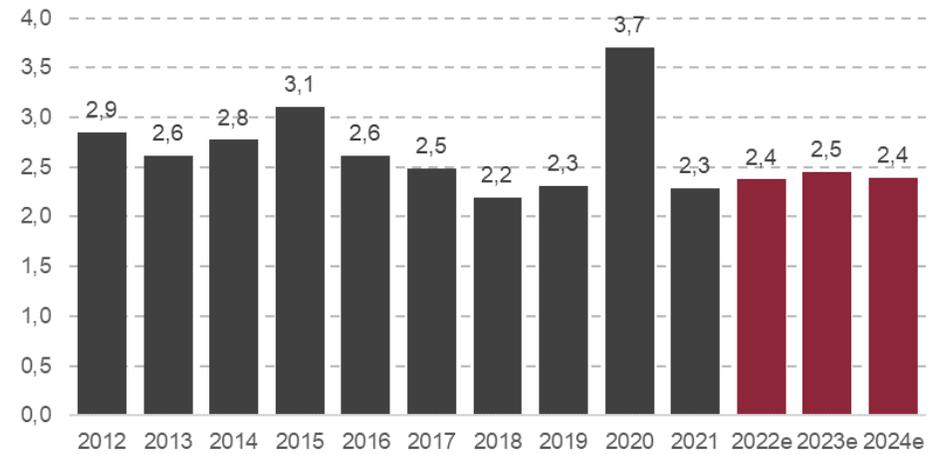
Ibex: atractiva y sostenible retribución al accionista



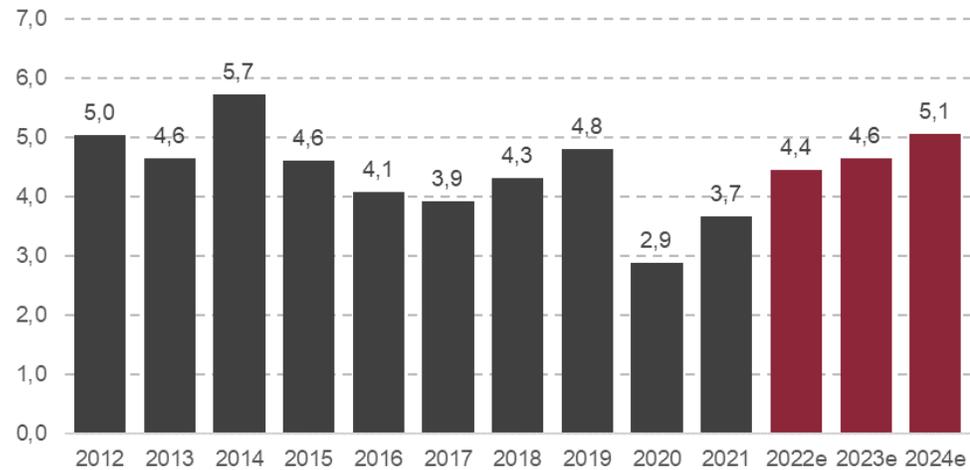
Payout (%)



Deuda Neta/EBITDA (x)



RPD (%)



Fuente: Factset

Ibex: Dividendos a pagar en 2023



Compañías IBEX35	Nota *	1T22	Importe bruto	RPD 1T23	2T23	Importe bruto	RPD 2T23	3T23	Importe bruto	RPD 3T23	4T23	Importe bruto	RPD 4T23	Total 2023 R4e	RPD Total 2023E	En Efectivo 2023 R4e	En Scrip 2023 R4e	RPD Efectivo 2023E	RPD Scrip 2023E
Acciona					abr.-23	0,55 €	1,5%	01-jul.-23	5,85 €	3,2%				5,85 EUR	3,2%	5,85 EUR		3,2%	
Acciona Energía														0,55 EUR	1,5%	0,55 EUR		1,5%	
Acerinox		ene.-23	0,30 €	3,2%				01-jul.-23	0,30 €	3,2%				0,60 EUR	6,3%	0,60 EUR		6,3%	
ACS		ene.-23	0,47 €	1,7%	jun.-23	1,53 €	5,6%							2,00 EUR	7,4%		2,00 EUR		7,4%
Aena					abr.-23	5,32 €	4,2%							5,32 EUR	4,2%	5,32 EUR		4,2%	
Amadeus								01-jul.-23	0,75 €	1,5%				0,75 EUR	1,5%	0,75 EUR		1,5%	
ArcelorMittal					jun.-23	0,38 €	1,5%							0,38 EUR	1,5%	0,38 EUR		1,5%	
Bankinter		mar.-23	0,10 €	1,7%	may.-23	0,07 €	1,2%	01-ago.-23	0,07 €	1,2%	nov.-23	0,07 €	1,2%	0,32 EUR	5,3%	0,32 EUR		5,3%	
BBVA					may.-23	0,40 €	7,2%				oct.-23	0,16 €	2,9%	0,56 EUR	10,1%	0,56 EUR		10,1%	
Sabadell		mar.-23	0,04 €	5,0%							dic.-23	0,03 €	3,0%	0,07 EUR	8,0%	0,07 EUR		8,0%	
Banco Santander	*				may.-23	0,06 €	2,1%				nov.-23	0,06 €	2,0%	0,12 EUR	4,1%	0,12 EUR		4,1%	
Caixabank					may.-23	0,25 €	7,3%							0,25 EUR	7,3%	0,25 EUR		7,3%	
Cellnex Telecom					jun.-23	0,02 €	0,1%				nov.-23	0,04 €	0,1%	0,06 EUR	0,2%	0,06 EUR		0,2%	
Inmobiliaria Colonial								01-jul.-23	0,24 €	4,0%				0,24 EUR	4,0%	0,24 EUR		4,0%	
Enagas								05-jul.-23	1,03 €	6,0%	dic.-23	0,71 €	4,1%	1,74 EUR	10,2%	1,74 EUR		10,2%	
Endesa								29-jul.-23	1,44 €	8,0%				1,44 EUR	8,0%	1,44 EUR		8,0%	
Ferrovial					may.-23	0,29 €	1,1%				nov.-23	0,42 €	1,6%	0,71 EUR	2,8%		0,71 EUR		2,8%
Fluidra					jul.-23	0,27 €	2,0%	oct.-23	0,27 €	2,0%				0,54 EUR	4,0%	0,54 EUR		4,0%	
Grifols																			
IAG																			
Iberdrola	**	ene.-23	0,18 €	1,7%				08-jul.-23	0,31 €	2,8%				0,49 EUR	4,5%	0,49 EUR		4,5%	
Inditex					may.-23	0,58 €	2,4%				nov.-23	0,58 €	2,4%	1,17 EUR	4,7%	1,17 EUR		4,7%	
Indra Sistemas								10-jul.-23	0,26 €	2,5%				0,26 EUR	2,5%	0,26 EUR		2,5%	
Mapfre					may.-23	0,08 €	4,4%				nov.-23	0,05 €	2,9%	0,13 EUR	7,3%	0,13 EUR		7,3%	
Meliá Hoteles																			
Merlin Properties					may.-23	0,20 €	2,2%				oct.-23	0,20 €	2,2%	0,40 EUR	4,4%	0,40 EUR		4,4%	
Naturgy Energy		mar.-23	0,50 €	1,9%				16-ago.-23	0,30 €	1,1%	nov.-23	0,40 €	1,5%	1,20 EUR	4,5%	1,20 EUR		4,5%	
PharmaMar																			
Redeia		ene.-23	0,27 €	1,6%	jun.-23	0,73 €	4,2%							1,00 EUR	5,8%	1,00 EUR		5,8%	
Repsol		ene.-23	0,35 €	2,4%										0,35 EUR	2,4%	0,35 EUR		2,4%	
ROVI								jul.-23	0,97 €	2,7%				0,97 EUR	2,7%	0,97 EUR		2,7%	
Sacyr		ene.-23	0,05 €	1,9%	jun.-23	0,07 €	2,6%							0,12 EUR	4,5%		0,12 EUR		4,5%
Solaria																			
Siemens Gamesa																			
Telefónica					jun.-23	0,15 €	4,2%				dic.-23	0,15 €	4,2%	0,30 EUR	8,4%	0,30 EUR		8,4%	

LEYENDA

- Efectivo Confirmado
- Script Dividend Confirmado
- Efectivo Estimado
- Script Dividend Estimado

COMENTARIOS.

RPD: asumimos 100% de aceptación en caso de dividendo en scrip
 * Santander. Política de dividendos pay - out 40%, mitad en efectivo mitad en buyback.
 ** Iberdrola reparte dividendos en formato scrip con recompra de acciones o en efectivo.

Fuente: Renta 4 Banco

Small caps: Dividendos a pagar en 2023



Otras compañías en cobertura	Nota *	1T22	Importe bruto	RPD 1T23	2T23	Importe bruto	RPD 2T23	3T23	Importe bruto	RPD 3T23	4T23	Importe bruto	RPD 4T23	Total 2023 R4e	RPD Total 2023E	En Efectivo 2023 R4e	En Scrip 2023 R4e	RPD Efectivo 2023E	RPD Scrip 2023E
Aedas Homes		mar.-23	1,00 €	6,7%				jul.-23	1,35 €	9,0%				2,35 EUR	15,8%	2,35 EUR		15,8%	
Almagro Capital																			
Almirall					mayo.-23	0,19 €	2,0%							0,19 EUR	2,0%	0,19 EUR		2,0%	
Altri					mayo.-23	0,25 €	4,7%							0,25 EUR	4,7%				
Applus								jul.-23	0,20 €	3,3%				0,20 EUR	3,3%	0,20 EUR			3,3%
Arima Real Estate																			
Atresmedia					jun.-23	0,24 €	7,0%				dic.-23	0,17 €	5,0%	0,41 EUR	12,0%	0,41 EUR		12,0%	
Atrys Health																			
Azkoyen								jul.-23	0,22 €	3,6%				0,22 EUR	3,6%	0,22 EUR			3,6%
Castellana Properties																			
Clinica Baviera					mayo.-23	0,58 €	3,2%				dic.-23	0,55 €	3,0%	1,13 EUR	6,2%	1,13 EUR		6,2%	
CAF								jul.-23	1,05 €	3,7%				1,05 EUR	3,7%	1,05 EUR			3,7%
Cie Automotive		ene.-23	0,39 €	1,6%				jul.-23	0,39 €	1,6%				0,78 EUR	3,3%	0,78 EUR			3,3%
Corporación Financiera					jun.-23	0,50 €	1,1%				dic.-23	1,00 €	2,3%	1,50 EUR	3,4%	0,50 EUR	1,00 EUR	1,1%	2,3%
Corticeira Amorim					mayo.-23	0,20 €	2,3%				dic.-23	0,10 €	1,1%	0,30 EUR	3,4%				
Deoleo																			
Ebro Foods					abr.-23	0,19 €	1,2%	jun.-23	0,19 €	1,2%	oct.-23	0,19 €	1,2%	0,57 EUR	3,7%	0,57 EUR			3,7%
Ecoener																			
Ence					mayo.-23	0,05 €	1,7%	ago.-23	0,07 €	2,4%	nov.-23	0,05 €	1,7%	0,17 EUR	5,9%				
Faes Farma		ene.-23	0,04 €	1,0%	abr.-23	0,18 €	4,8%							0,21 EUR	5,8%	0,04 EUR	0,18 EUR	1,0%	4,8%
Gestamp		ene.-23	0,06 €	1,7%				jul.-23	0,07 €	2,0%				0,13 EUR	3,7%	0,13 EUR			3,7%
Gigas Hosting																			
Global Dominion								jul.-23	0,08 €	2,2%				0,08 EUR	2,2%	0,08 EUR			2,2%
Grenergy																			
Grifols, clase B																			
Inmobiliaria del Sur		ene.-23	0,20 €	2,7%				jul.-23	0,21 €	2,8%				0,41 EUR	5,5%	0,41 EUR			5,5%
Jeronimo Martins					mayo.-23	0,37 €	1,8%							0,37 EUR	1,8%	0,37 EUR			1,8%
Lar Espana Real Estate					mayo.-23	0,38 €	8,5%							0,38 EUR	8,5%	0,38 EUR			8,5%
LDA		mar.-23	0,01 €	1,2%	jun.-23	0,02 €	1,7%	sep.-23	0,02 €	1,7%	dic.-23	0,02 €	1,7%	0,07 EUR	6,4%	0,07 EUR			6,4%
Logista		feb.-23	0,88 €	3,8%				ago.-23	0,91 €	3,9%				1,79 EUR	7,7%	1,79 EUR			7,7%
Making Science																			
Mediaset España																			
Metrovacesa					mayo.-23	0,40 €	6,0%				dic.-23	0,26 €	3,9%	0,66 EUR	10,0%	0,66 EUR			10,0%
Millenium Hotels																			
Navigator					mayo.-23	0,14 €	3,6%				dic.-23	0,07 €	1,8%	0,21 EUR	5,4%				
Neinor Homes					mayo.-23	0,63 €	7,4%							0,63 EUR	7,4%	0,63 EUR			7,4%
OHLA																			
Proeduca					abr.-23	0,30 €	1,6%	ago.-23	0,31 €	1,6%				0,61 EUR	3,2%	0,61 EUR			3,2%
Prosegur Cash		ene.-23	0,01 €	1,5%	abr.-23	0,01 €	1,5%	jul.-23	0,01 €	1,5%	dic.-23	0,01 €	1,5%	0,04 EUR	6,0%	0,04 EUR			6,0%
Prosegur					jul.-23	0,06 €	3,4%							0,06 EUR	3,4%	0,06 EUR			3,4%
Renta Corporación					abr.-23	0,06 €	4,1%							0,06 EUR	4,1%	0,06 EUR			4,1%
Sonae					mayo.-23	0,05 €	5,6%							0,05 EUR	5,6%	0,05 EUR			5,6%
Talgo					abr.-23	0,03 €	0,9%							0,03 EUR	0,9%	0,03 EUR			0,9%
Técnicas Reunidas																			
Tubacex																			
Unicaja					abr.-23	0,05 €	5,4%	sep.-23	0,03 €	3,6%				0,08 EUR	8,9%	0,08 EUR			8,9%
Vidrala		feb.-23	0,80 €	1,0%				jul.-23	0,30 €	0,4%	dic.-23			1,10 EUR	1,4%	1,10 EUR			1,4%
Viscofan					jun.-23	0,46 €	0,7%				dic.-23	1,49 €	2,4%	1,95 EUR	3,1%	1,95 EUR			3,1%

LEYENDA

Efectivo Confirmado
Script Dividend Confirmado

Efectivo Estimado
Script Dividend Estimado

COMENTARIOS.

RPD: asumimos 100% de aceptación en caso de dividendo en scrip.

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 Grupo Renta 4, 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 Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (*high yield securities*) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 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.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Repsol, Making Science, Inversa Prime Socimi y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenenergy.

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.

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

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

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 58% Sobreponderar, 36% Mantener y 6% Infraponderar.