

# Análisis Macroeconómico y de mercados

Natalia Aguirre Vergara

Junio 2024

 renta4banco



# Bolsas rebotan en mayo al calor del ciclo económico y los resultados empresariales

INDICES	2023	1T24	Abril	Mayo	Junio	2024
MSCI EUROPE	12,7%	7,0%	-1,4%	2,5%	1,0%	9,2%
EUROSTOXX 50	19,2%	12,4%	-3,2%	1,3%	1,0%	11,3%
IBEX 35	22,8%	9,6%	-2,0%	4,3%	-0,7%	11,3%
DAX	20,3%	10,4%	-3,0%	3,2%	0,7%	11,2%
MSCI UK	3,3%	2,9%	2,5%	1,2%	-0,8%	5,9%
SMI	10,4%	0,5%	-4,7%	6,6%	2,8%	4,9%
S&P 500	24,2%	10,2%	-4,2%	4,8%	2,7%	13,7%
NASDAQ 100	53,8%	8,5%	-4,5%	6,3%	5,0%	15,7%
DOW JONES	13,7%	5,6%	-5,0%	2,3%	0,1%	2,7%
RUSSELL 2000	15,1%	4,8%	-7,1%	4,9%	-0,6%	1,5%
NIKKEI 225	28,2%	20,6%	-4,9%	0,2%	1,0%	16,2%
HANG SENG	-13,8%	-3,0%	7,4%	1,8%	-0,8%	5,2%
MSCI CHINA	-13,2%	-2,0%	6,4%	2,1%	-0,4%	6,0%
MSCI ASIA PACIFIC	8,8%	4,4%	-1,5%	1,5%	1,7%	6,1%
MSCI EM LATIN AMERICA	25,1%	-4,8%	-4,0%	-3,9%	-7,5%	-18,8%
MSCI EMERGING MARKETS	7,1%	1,9%	0,3%	0,3%	1,9%	4,4%
MSCI WORLD	21,8%	8,5%	-3,9%	4,2%	2,1%	11,0%
MSCI ACWI	20,1%	7,8%	-3,4%	3,8%	2,0%	10,3%

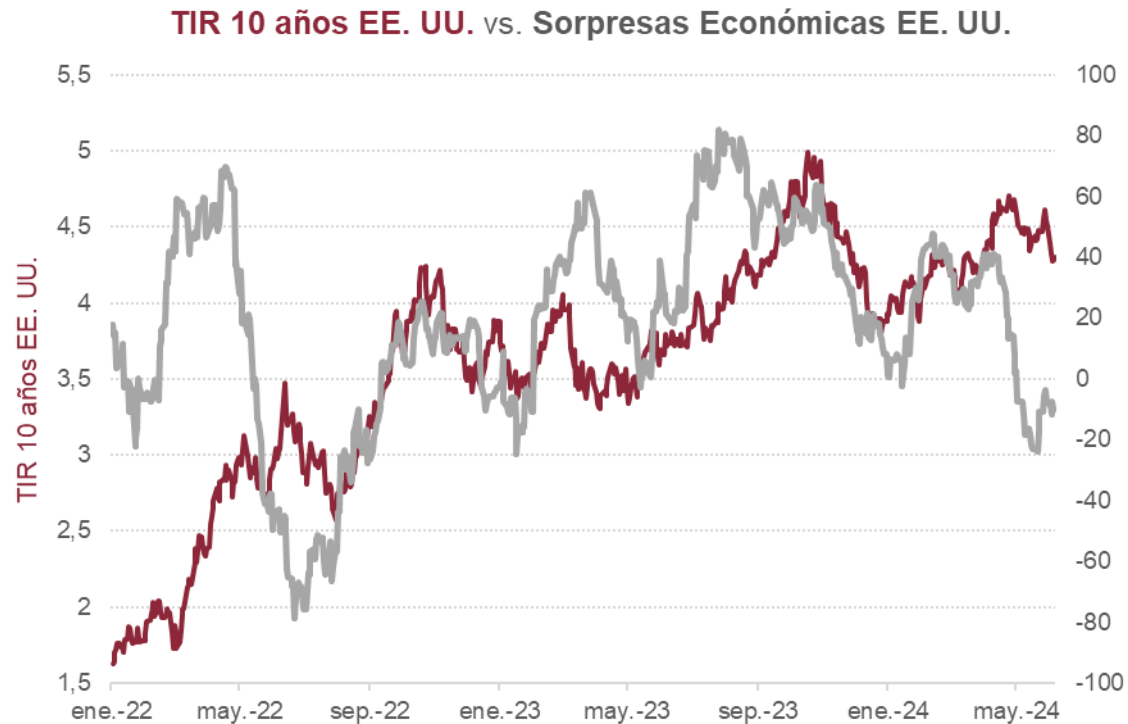
Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 12/06/2024

Tras cierta toma de beneficios en abril, las bolsas reanudan su camino al alza ante:

- La **positiva evolución del ciclo**: resiliencia de la economía americana y punto de inflexión al alza en Europa.
- El **buen tono de la temporada de resultados 1T24**, que superan las previsiones y con **guías que avalan las previsiones de crecimiento de BPAs para 2024**.
- **¿Estabilización de las expectativas de recortes de tipos para 2024?** 1 ó 2 en la Fed (la primera después del verano) y 2 ó 3 en el BCE (la primera ya materializada).
- Las **tensiones geopolíticas se mantienen, las políticas aumentan (Francia, elecciones anticipadas)**.

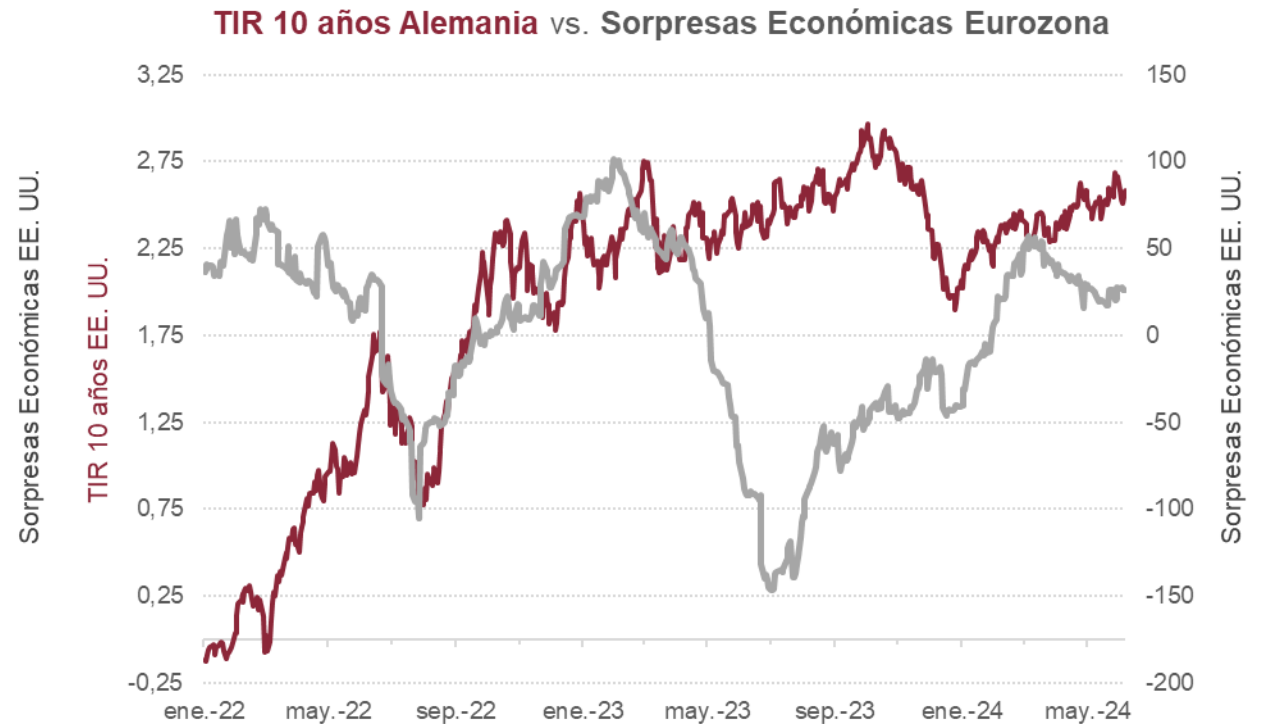
# TIRs divergentes en mayo: moderando en EE.UU. vs ligera alza en Alemania

## Señales de moderación de ciclo en EE.UU...



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

## ...vs aceleración en el caso de la Eurozona



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

## En el año, la renta fija sigue sin aportar rentabilidad

	2023	1T24	Abril	Mayo	Junio	2024
<b>GOB. EURO 1-3 AÑOS</b>	3,4%	-0,2%	-0,2%	0,2%	0,2%	0,1%
<b>GOB. GLOBAL (€HDG)</b>	3,6%	-0,9%	-2,0%	0,3%	1,1%	-1,5%
<b>CORP. GLOBAL (€HDG)</b>	6,2%	-0,5%	-2,0%	1,2%	1,3%	0,0%
<b>US AGGREGATE</b>	5,5%	-0,8%	-2,5%	1,7%	1,1%	-0,5%
<b>GOB. EMERG. USD (€HDG)</b>	7,6%	1,3%	-2,5%	1,9%	1,1%	1,8%
<b>GOB. EMERG. LC</b>	7,8%	0,2%	-1,5%	0,4%	-1,3%	-2,1%
<b>US HIGH YIELD</b>	13,4%	1,5%	-0,9%	1,1%	1,0%	2,6%
<b>EUROPEAN HIGH YIELD</b>	12,8%	1,8%	-0,1%	1,0%	0,4%	3,2%
<b>GOB. ALE 10 Y</b>	3,2%	-2,8%	-2,5%	-0,6%	1,4%	-4,5%
<b>GOB. ESP 10 Y</b>	5,4%	-1,3%	-1,9%	-0,2%	0,2%	-3,2%
<b>GOB. ESP 2 Y</b>	3,2%	-1,2%	-1,1%	-0,3%	0,4%	-1,1%

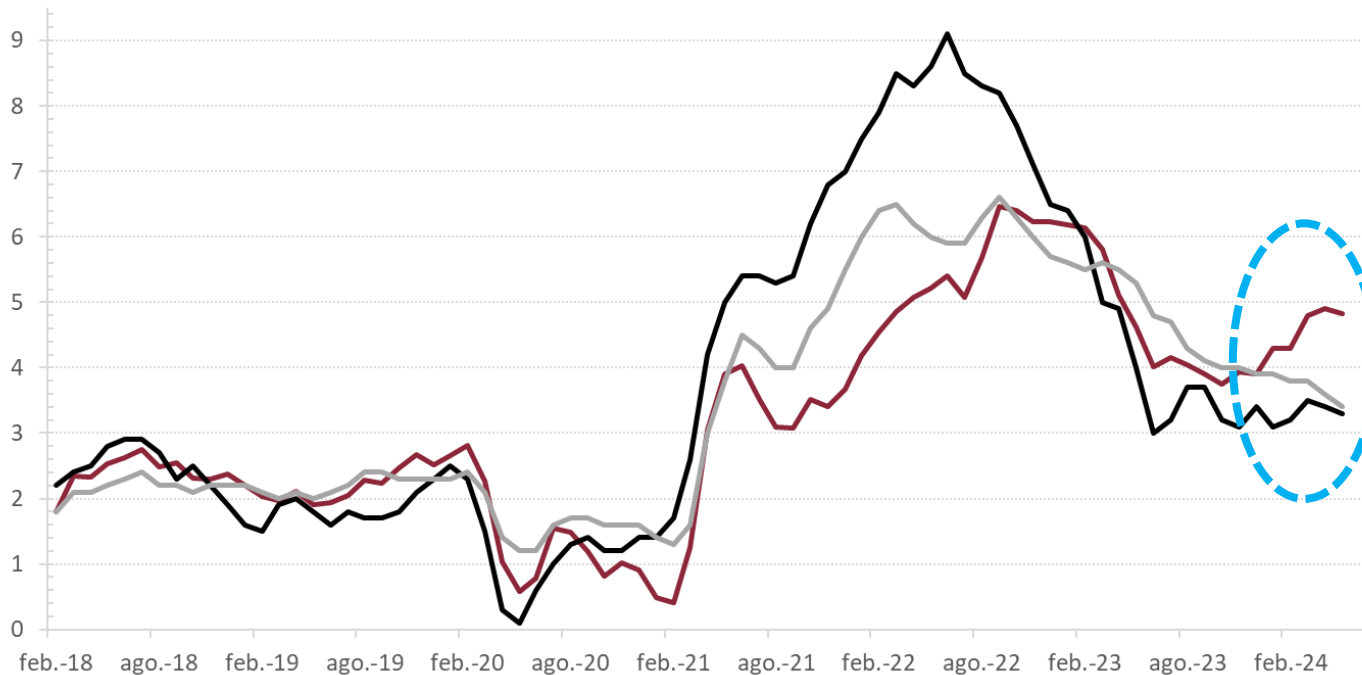
Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 12/06/2024

## El IPC americano se modera

La inflación en EE.UU. cumplió con las expectativas en **abril** tras tres meses consecutivos por encima de lo esperado.

**En mayo, IPC mejor de lo esperado**, tanto en tasa general 3,3% como subyacente 3,4%.

**IPC servicios ex-vivienda EE.UU. (supercore)**  
vs **IPC General** vs **IPC Subyacente**



Fuente: Bloomberg

Sin embargo, el **IPC "supercore"** (IPC servicios ex – vivienda), medida preferida de la Fed, **sigue alto (4,8%)...**

**...por lo que la inflación no se puede dar por controlada: el camino hacia el objetivo del 2% no estará exento de baches, y llevará más tiempo del inicialmente estimado alcanzarlo.**

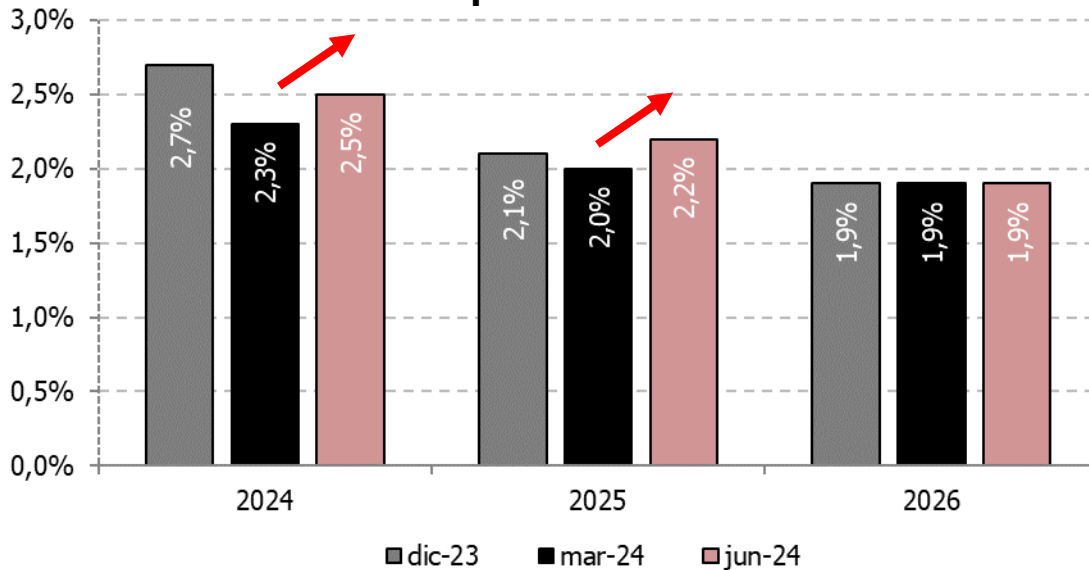
## Llega la 1ª bajada de tipos del BCE (6 junio), aunque es una bajada “hawkish” ...

En línea con lo esperado, el **BCE inicia la bajada de tipos, primer recorte desde 2019, -25 pb** hasta 3,75% (tipo de depósito) y después de mantener los tipos en máximos durante 9 meses. Sólo 1 voto en contra (austriaco Holzmann).

**Decisión totalmente telegrafiada** desde febrero, y explicada por la **intensa moderación de la inflación desde sus máximos** de 2022, que supone que no hay necesidad de mantener una política monetaria tan restrictiva (elevados tipos reales).

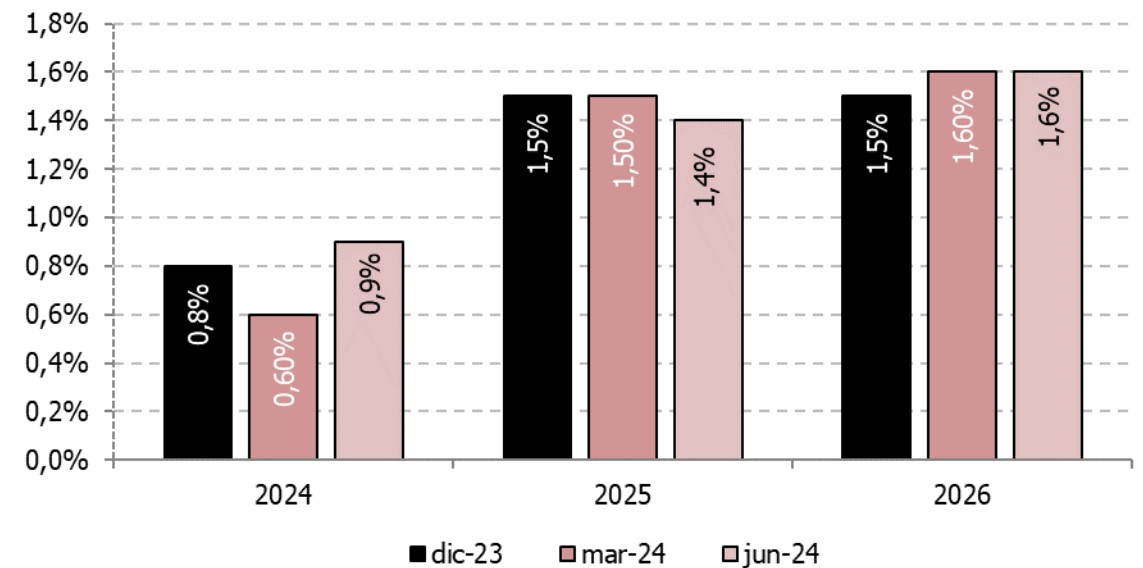
**Sin embargo, el BCE prevé mantener una política monetaria restrictiva hasta poder dar por concluida su lucha contra la inflación, que seguirá por encima de su objetivo hasta 2026**, tras la **revisión al alza de sus previsiones para 2024 (2,5% vs 2,3% en marzo) y 2025e (2,2% vs 2% en marzo)** en un contexto de **mayor crecimiento esperado (PIB 2024e +0,9% vs +0,6% en marzo)**.

**Previsiones BCE para Inflación 2024-26**



Fuente: Bloomberg

**Previsiones BCE para PIB 2024-26**

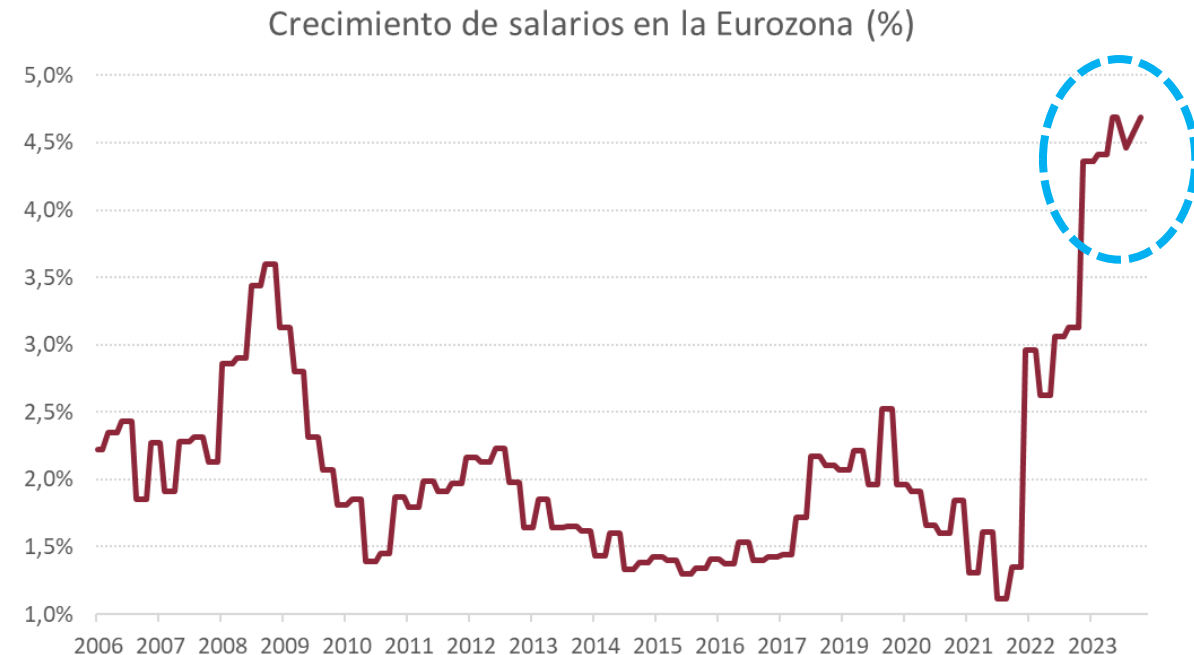
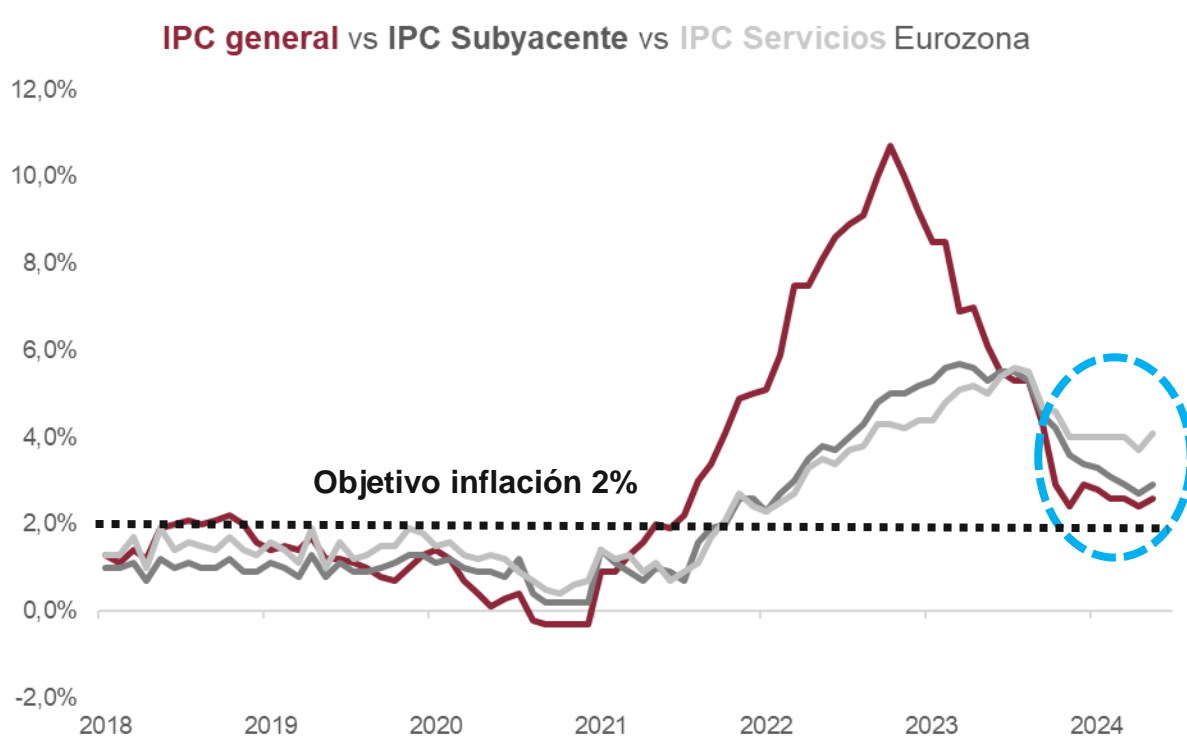


Fuente: Bloomberg

## ... ante una inflación que se resiste a seguir bajando (baches en el camino al 2%)...

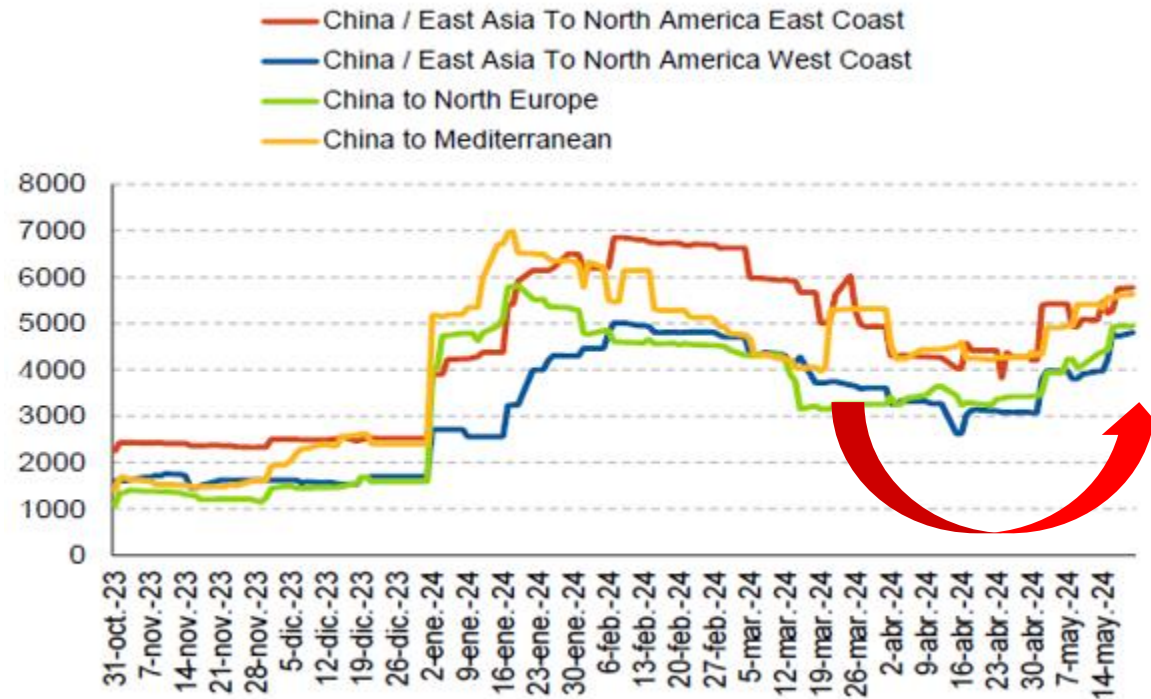
**Lagarde no se compromete a un ritmo predefinido de recortes adicionales, sino que serán movimientos data-dependientes, en un contexto en el que a los últimos datos de inflación les cuesta seguir bajando hacia el objetivo del 2%.**

De hecho, el **IPC de mayo ha repuntado (general 2,6% vs 2,4%, subyacente 2,9% vs 2,7% e IPC servicios 4,1% vs 3,7%)**. Se aprecian aún **riesgos inflacionistas en servicios, salarios (afectados por Alemania) o energía (geopolítica)**.



## ...posibles nuevos riesgos al alza sobre los precios (transporte)...

### Indice de costes de transportes (desviaciones respecto a la media)



Fuente: AFI

Posibles riesgos adicionales derivados del **incremento de costes de transporte** (disrupciones Mar Rojo, aranceles) con **potencial traslado a precios de producción y bienes**.

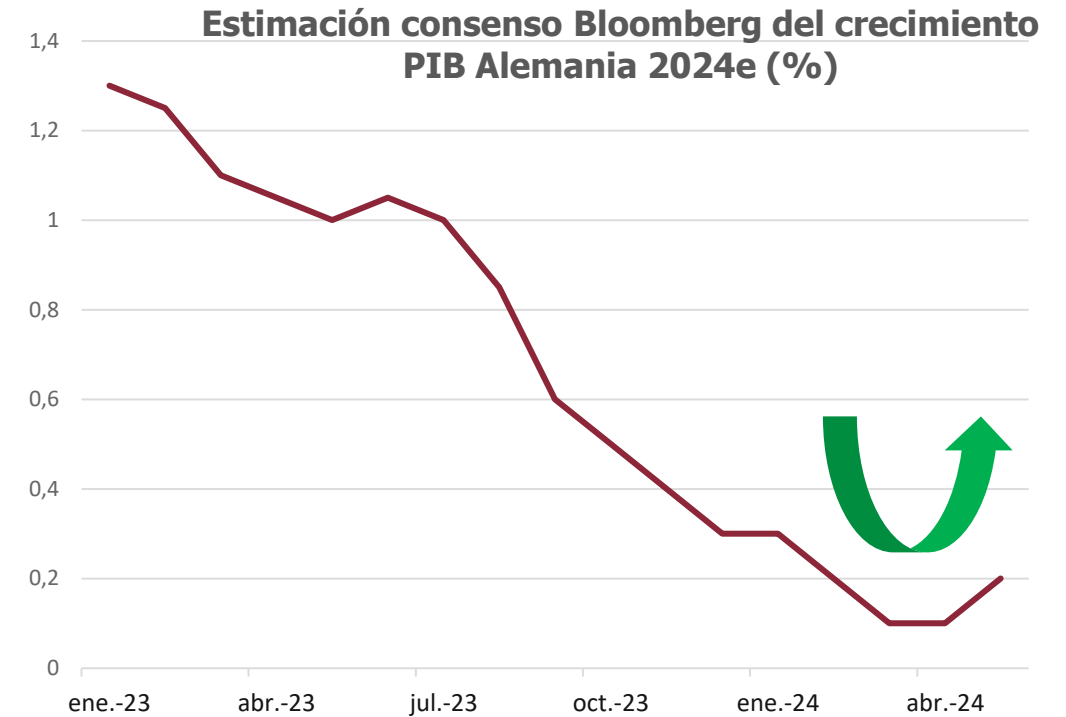
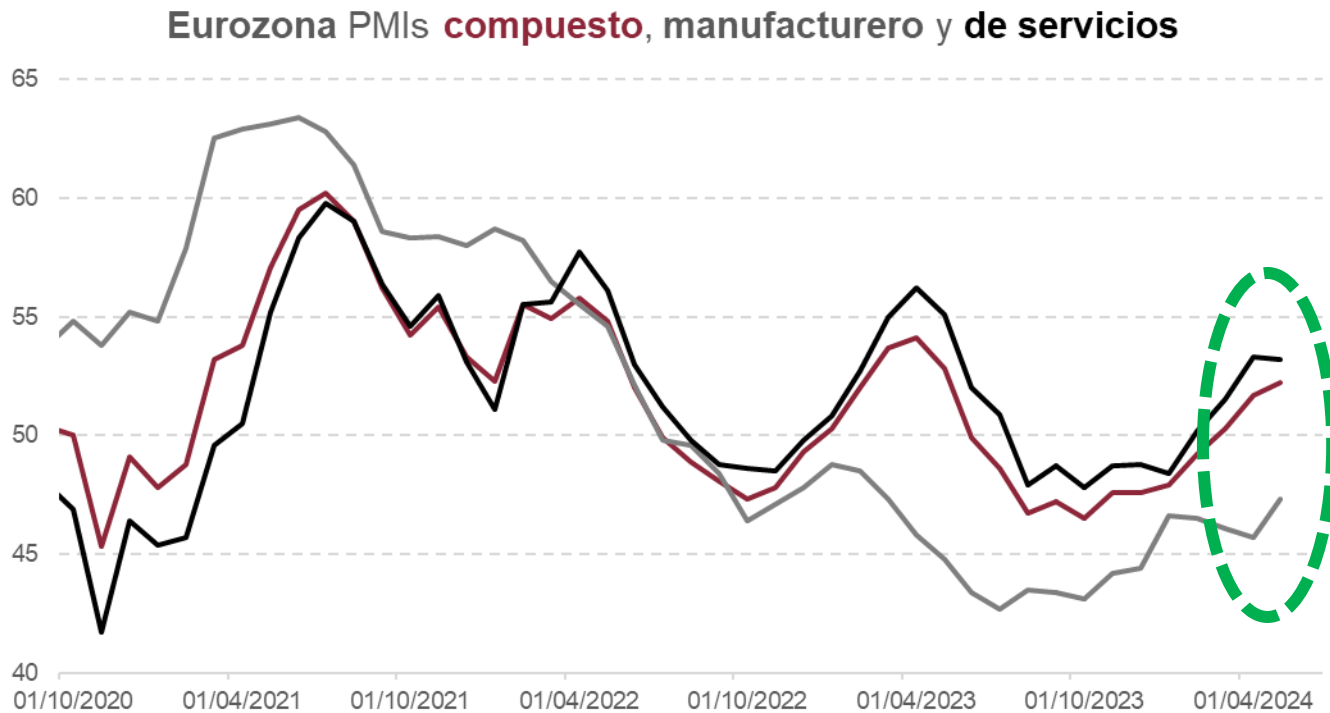
A destacar la **revisión al alza de la guía 2024 de MAERSK** por elevada demanda de contenedores y disrupciones en el Mar Rojo.



## ...y un ciclo económico que confirma su punto de inflexión al alza

**Lo peor** en términos de estancamiento del PIB **ha quedado atrás.**

**Inicio de recuperación de manufacturas, mientras que el consumo se verá apoyado** por la positiva evolución del empleo, el aumento del salario real, y las bajadas de tipos del BCE.



## Esperamos 3 bajadas BCE 2024, una ya realizada (junio)...

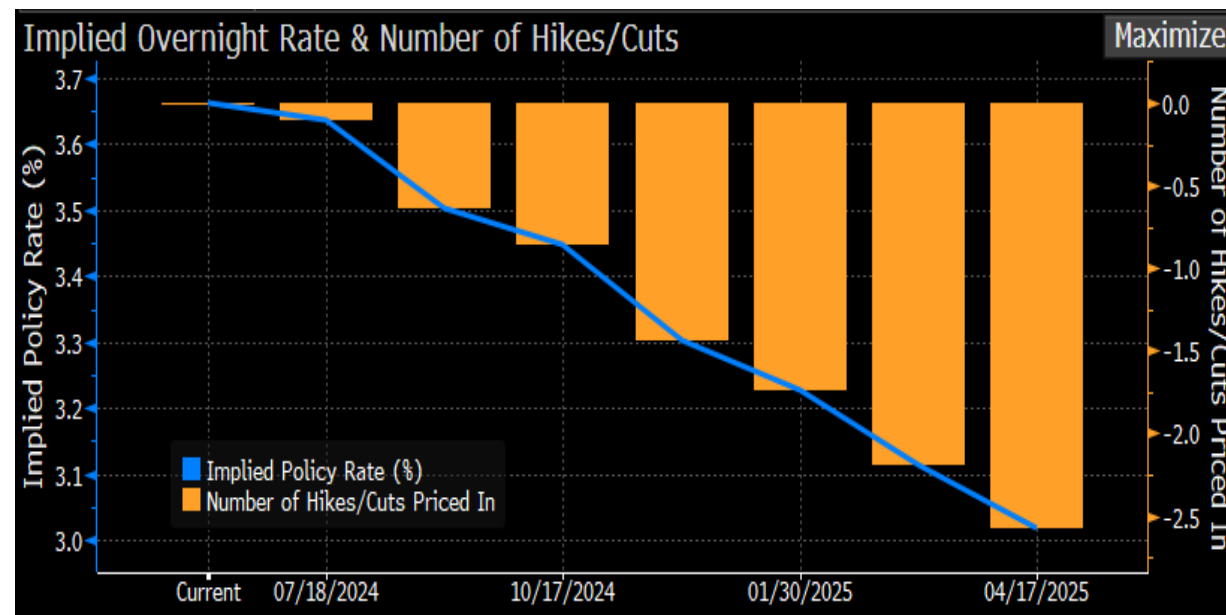
Tras la primera bajada materializada el 6-junio, **desde R4 esperamos 2 más hasta fin de año, data-dependientes.**

Aunque Lagarde ha evitado ofrecer un calendario específico de bajadas, parece **descartar julio**, al hablar de **posible próximo recorte "avanzado el verano" (¿septiembre?)**. La tercera bajada de tipos podría llegar en **diciembre**.

En cualquier caso, serán **los datos los que manden** (inflación, salarios, márgenes empresariales). Lo que sí parece claro es que **aún estamos lejos del tipo de interés neutral**, que Lagarde se resiste a determinar cuál sería (2%-2,5%e).

Region: Eurozone »		Instrument: Overnight Index Swaps »				
Target Rate	3.7500	Pricing Date	06/13/2024 📅			
Effective Rate	3.6620	Cur. Imp. O/N Rate	3.662			
Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.	
07/18/2024	-0.101	-10.1%	-0.025	3.637	0.250	
09/12/2024	-0.642	-54.1%	-0.160	3.502	0.250	
10/17/2024	-0.862	-22.0%	-0.215	3.447	0.250	
12/12/2024	-1.444	-58.2%	-0.361	3.301	0.250	
01/30/2025	-1.740	-29.6%	-0.435	3.227	0.250	
03/06/2025	-2.194	-45.4%	-0.548	3.114	0.250	
04/17/2025	-2.575	-38.1%	-0.644	3.018	0.250	

Fuente: Bloomberg

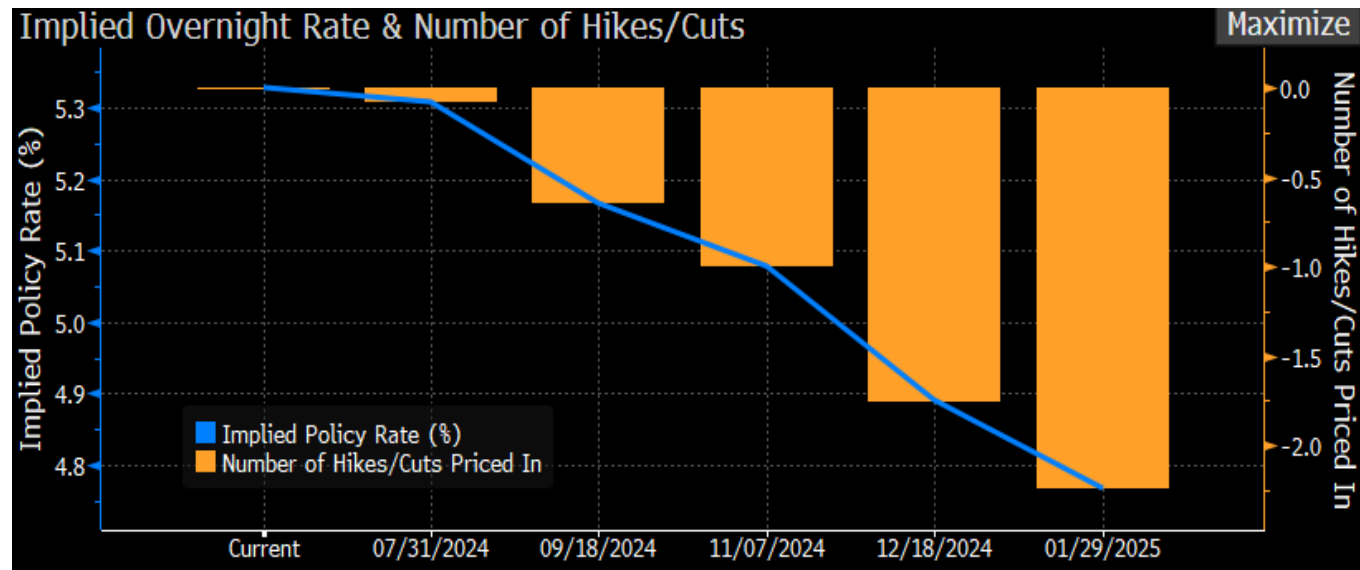


Fuente: Bloomberg

...con limitado desacoplamiento respecto a la Fed (2 recortes en 2024e)...

Region: United States »		Instrument: Fed Funds Futures »			
Target Rate	5.50	Pricing Date	06/13/2024 📅		
Effective Rate	5.33	Cur. Imp. O/N Rate	5.328		
Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.
07/31/2024	-0.080	-8.0%	-0.020	5.307	0.250
09/18/2024	-0.645	-56.5%	-0.161	5.166	0.250
11/07/2024	-0.999	-35.4%	-0.250	5.078	0.250
12/18/2024	-1.751	-75.2%	-0.438	4.890	0.250
01/29/2025	-2.240	-48.9%	-0.560	4.767	0.250

Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

**Fed 12- junio: tipos sin cambios (5,25%-5,50%), necesita mayor confianza** respecto a la consecución del objetivo de **inflación** del 2% para empezar a bajar tipos. **Revisa al alza sus previsiones de inflación 2024 a 2,6%** (vs 2,4% anterior), si bien reconoce que sus previsiones son **conservadoras**.

**Endurece "dot plot" a solo 1 recorte en 2024 (aunque muy abierto: 7 esperan 1 bajada, 8 esperan 2 y 4 no esperan ninguna), y eleva de 3 a 4 los recortes de tipos previstos para 2025, aunque los datos tendrán la última palabra.**

**El mercado mantiene 2 bajadas para 2024 tras el buen dato de inflación de mayo.**

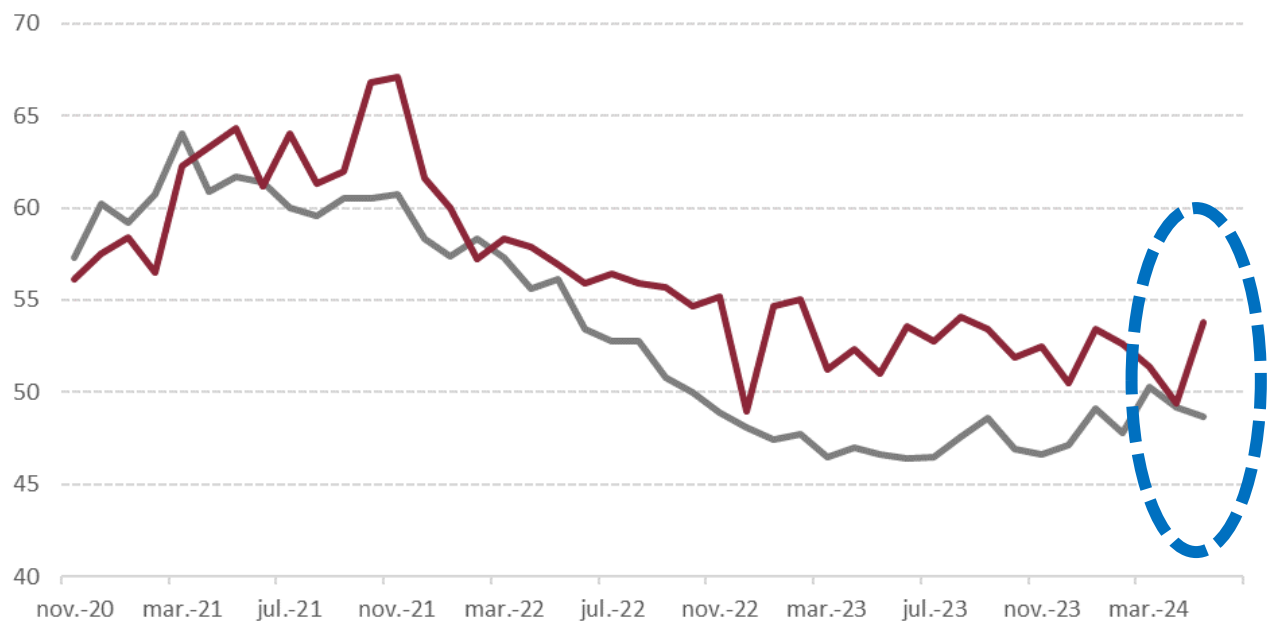
...en un contexto de ciclo resiliente, con alguna señal de desaceleración manufacturera...

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



Fuente: Bloomberg

ISM manufacturero vs **servicios**



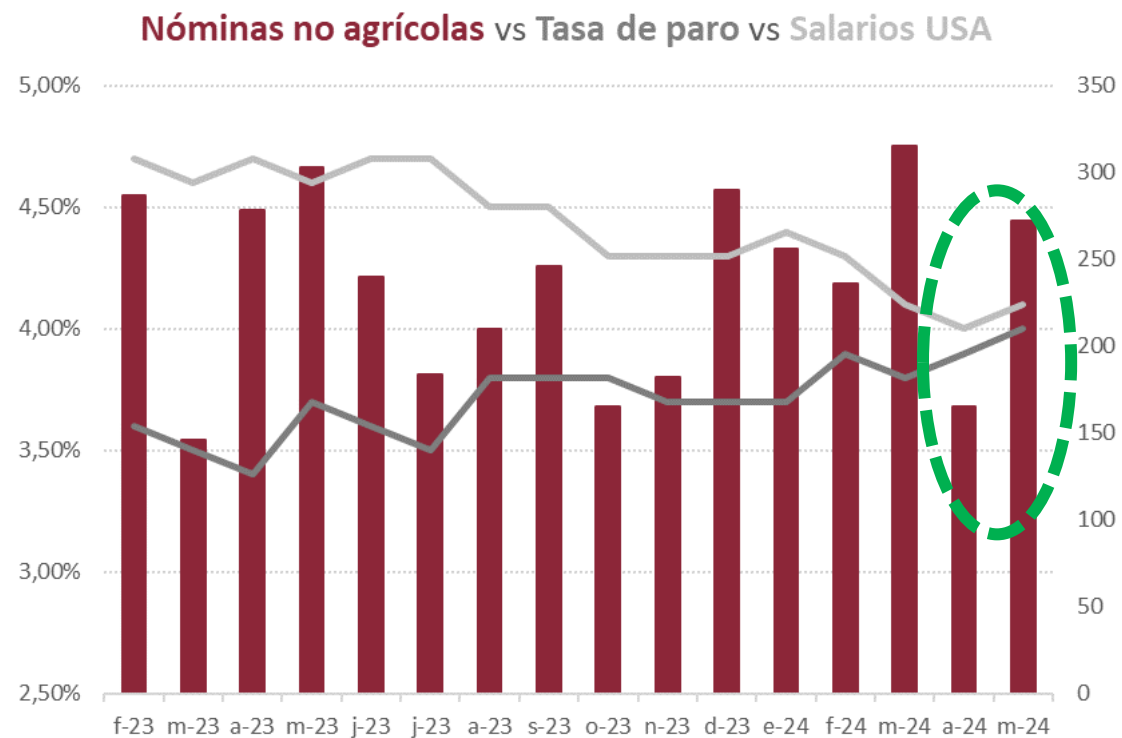
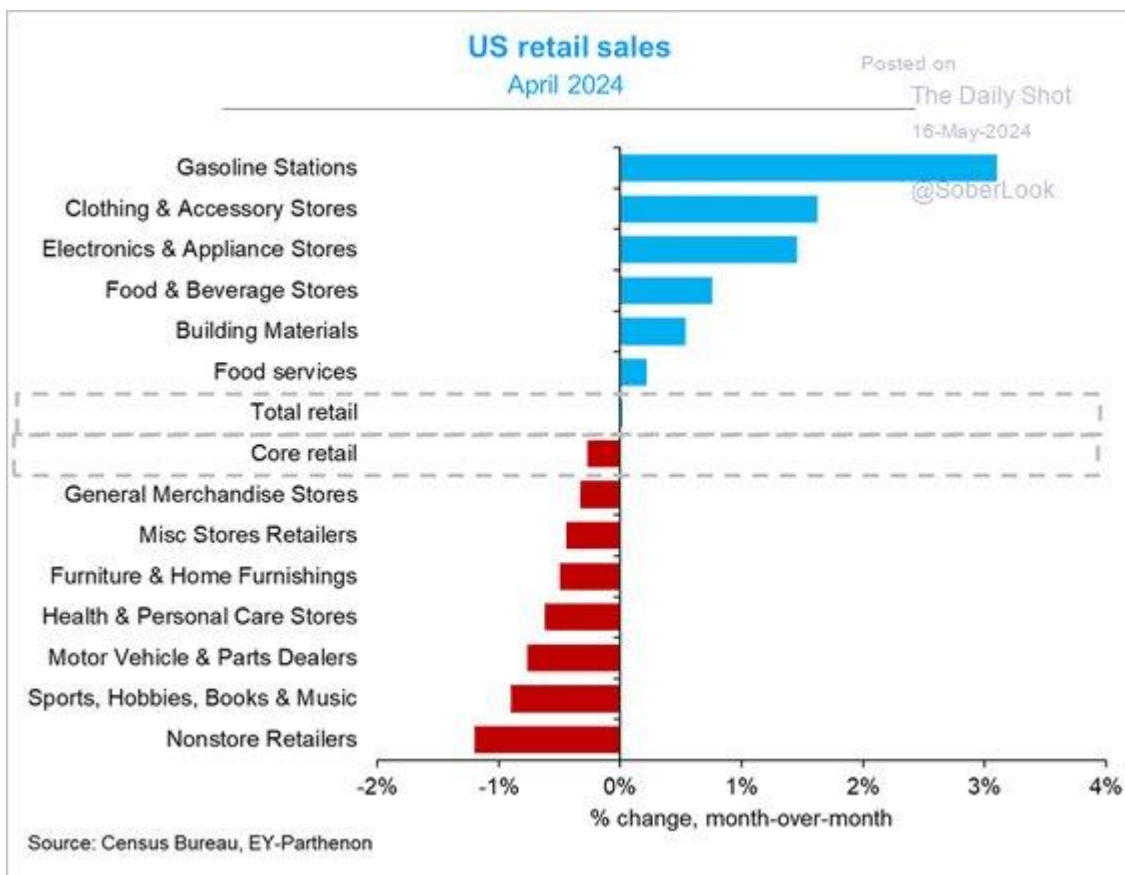
Fuente: Bloomberg



## ...y en consumo, no preocupante si se mantiene un mercado laboral sólido

La moderación del consumo no es preocupante en tanto en cuanto se mantenga un sólido ritmo de creación de empleo.

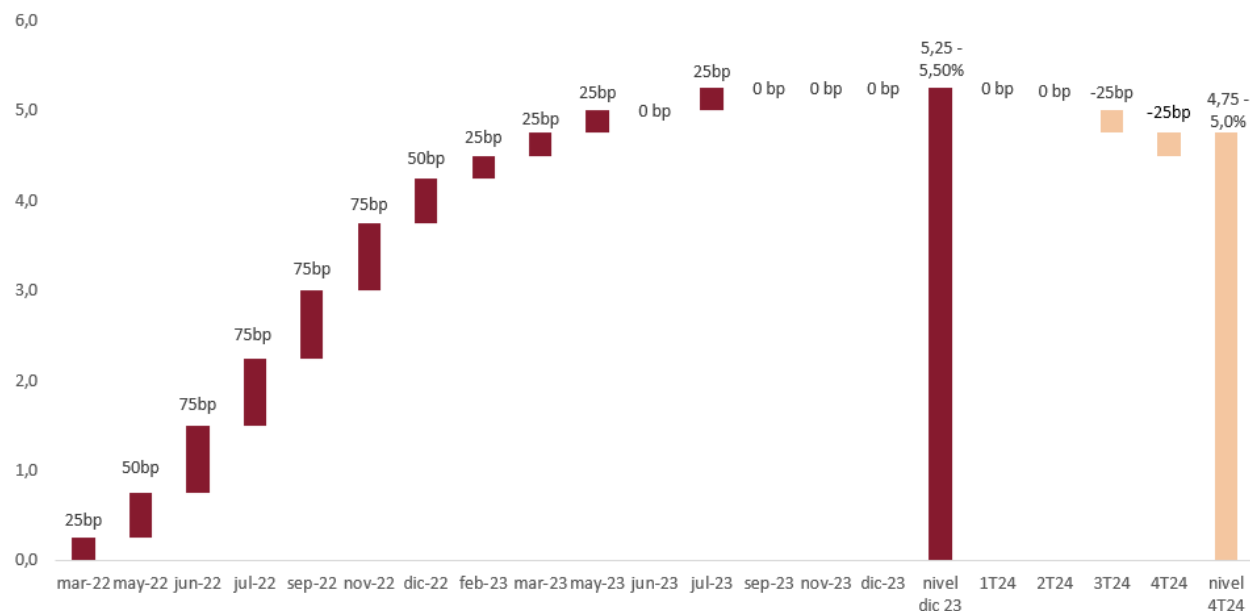
En mayo, el **informe oficial de empleo** mostró, contra pronóstico, una **aceleración** en el ritmo de creación de empleo hasta 272.000 nóminas no agrícolas y en salarios hasta +4,1%.



Fuente: Bloomberg

# A pesar de los recortes 2024e, los tipos seguirán en niveles restrictivos

## Bajada de tipos de la FED (R4e)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Los **tipos de intervención se mantendrán en zona restrictiva y aún lejos de niveles neutrales** (~3% EE.UU. y ~2-2,5% Eurozona) **ante una inflación que aún no se puede dar por controlada** y con

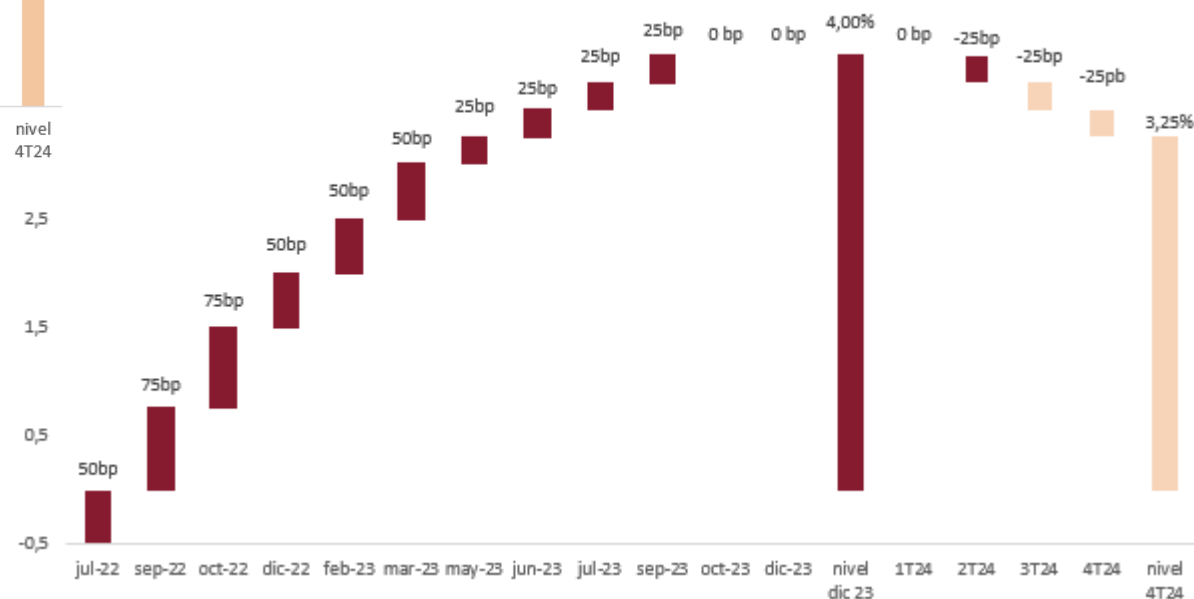
**factores de fondo estructuralmente inflacionistas:**

Desglobalización / Descarbonización / Demografía China / Poder de negociación salarial / Impuestos

**EE.UU.**  
Esperamos **2 bajadas** en 2024  
hasta 4,75%-5,0%

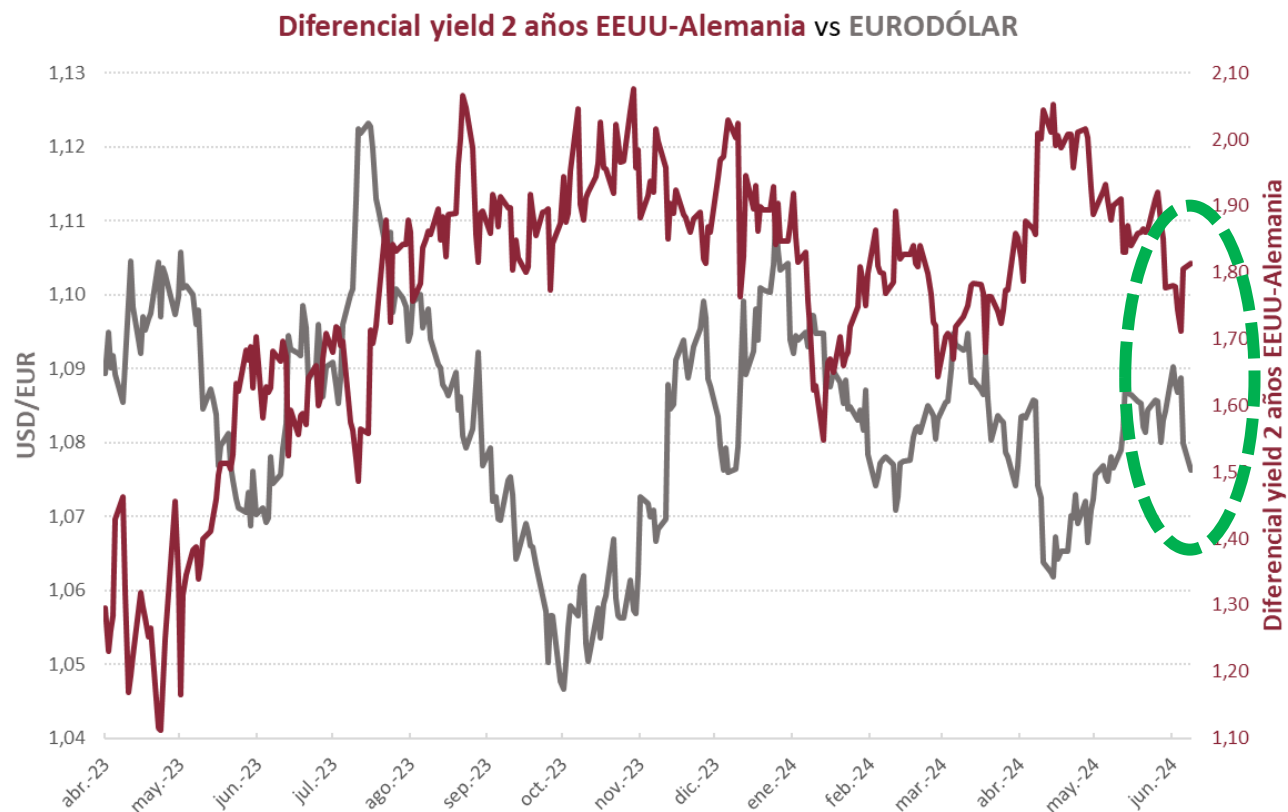
**Eurozona**  
Esperamos **3 bajadas** en 2024  
hasta 3,25% (tipo depósito)

## Bajada de tipos del BCE (R4e)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Dólar, apoyado en el corto plazo por la divergencia de tipos

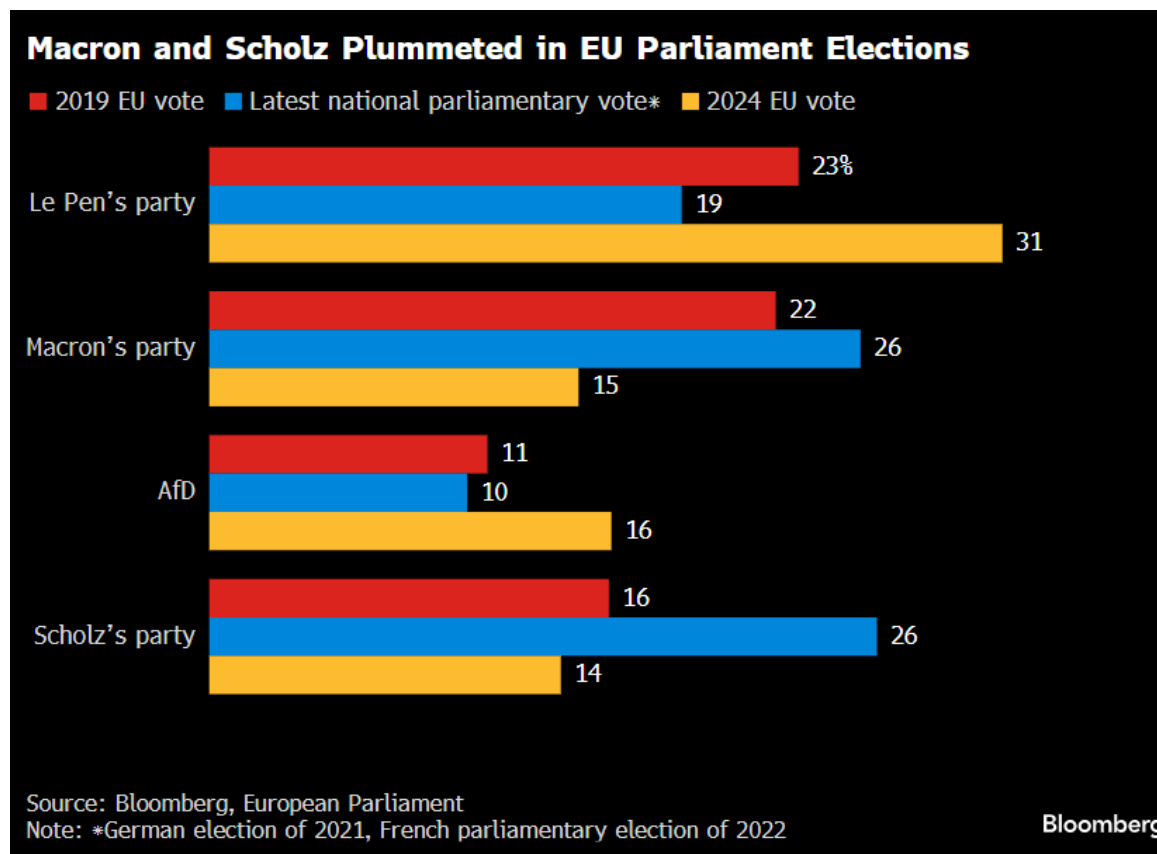
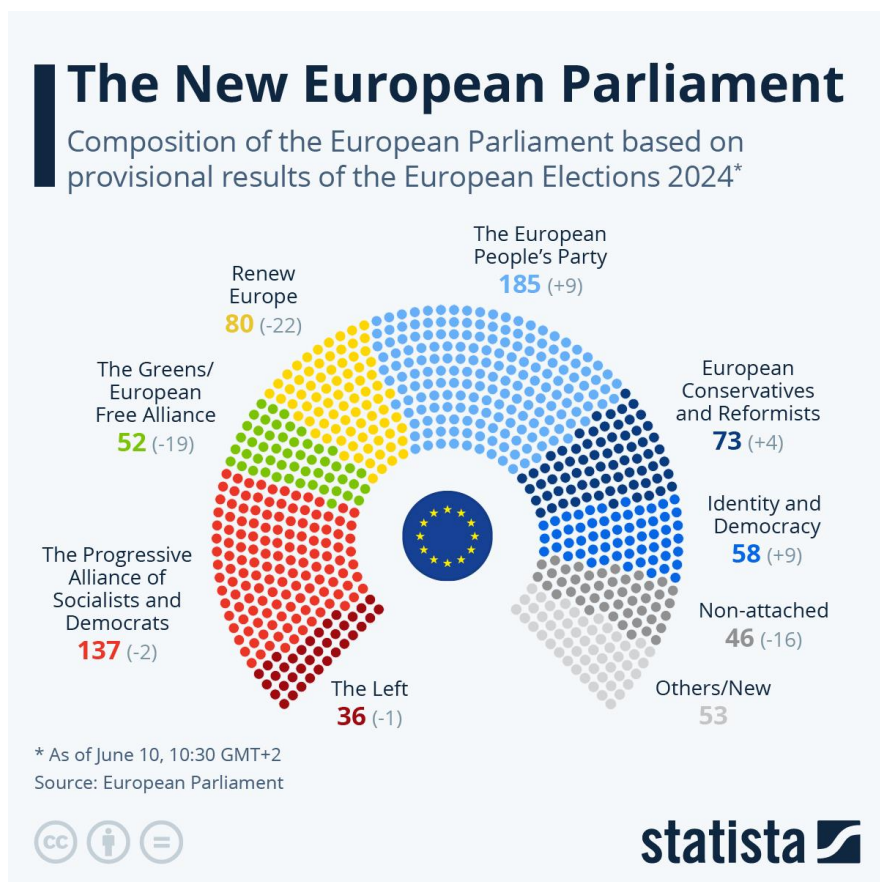


**Dólar, apoyado por la divergencia (temporal) de políticas monetarias EE.UU.-Eurozona.**

Fuente: Bloomberg

# Euro, lastrado por la inestabilidad política ante descalabro de Macron y Scholz...

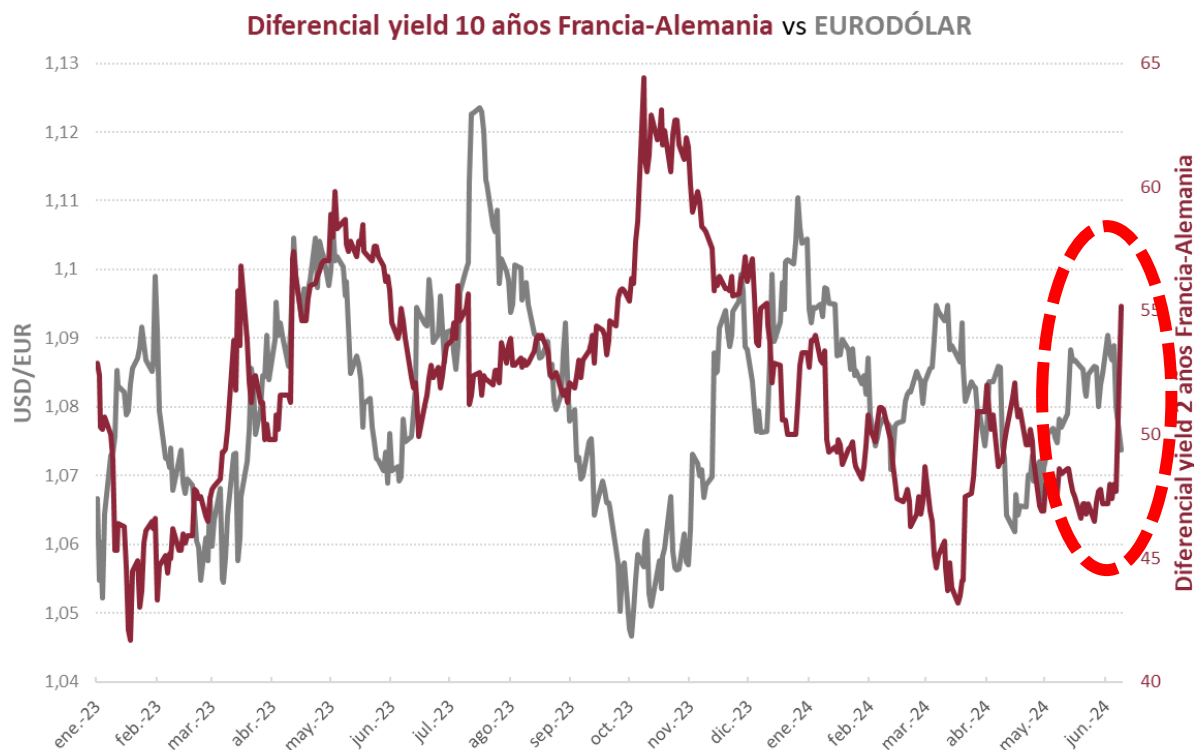
**Elecciones Europeas 9-junio:** mantenimiento de mayorías de centro derecha (185) y centro izquierda (137), pero con **avance importante de partidos a la derecha de la derecha** (Francia, Alemania, Italia, Bélgica).





## ...con convocatoria de elecciones anticipadas en Francia

La victoria de Marine Le Pen (31%) en **Francia** lleva a Macron (15%) a convocar **elecciones anticipadas (30-junio y 7-julio)** para intentar frenar su avance.



Fuente: Bloomberg

**Fuerte repunte de TIR francesa y del diferencial con Alemania.**

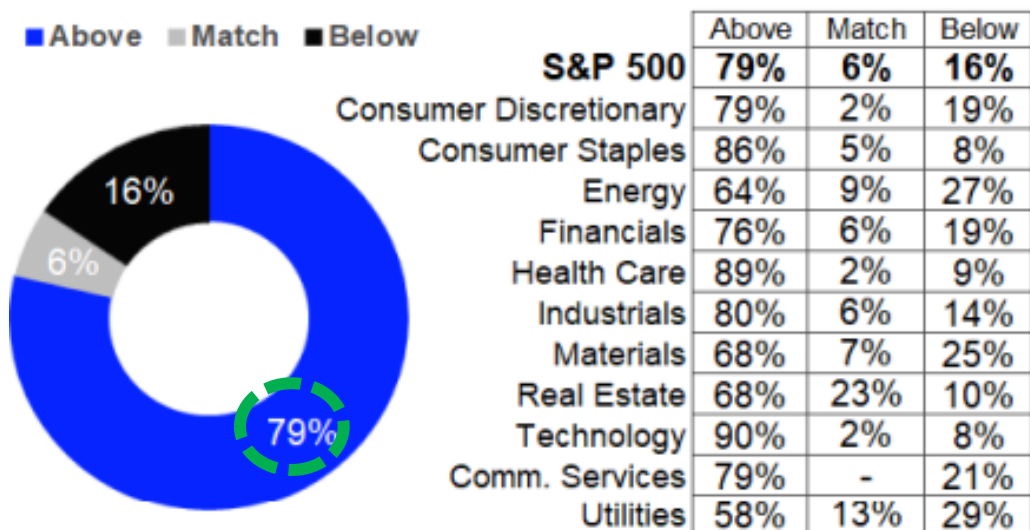
El contexto de crecimiento limitado en 2024 **complica la situación de las finanzas públicas francesas** (déficit público superior al 5%, con **riesgo de que la CE le abra el procedimiento de déficit excesivo**, especialmente tras rebaja reciente del rating Standard&Poors hasta AA-).

**Presión sobre el euro** (1,075 usd/eur), mínimo de un mes, ante la **mayor incertidumbre sobre el avance de la integración europea**.

# Resultados 1T24 superan las expectativas...

Resultados 1T24 superan expectativas, sobre todo en EE.UU. pero también en Europa.

## BPAs EE.UU.



Fuente: I/B/E/S

## BPAs Europa



Fuente: I/B/E/S

## ...haciendo los crecimientos esperados de BPAs más factibles

Resiliencia del **ciclo** americano y mejora de las expectativas cíclicas en Europa **avalan las expectativas de crecimiento de beneficios empresariales del consenso de mercado.**

### Variación estimada BPAs

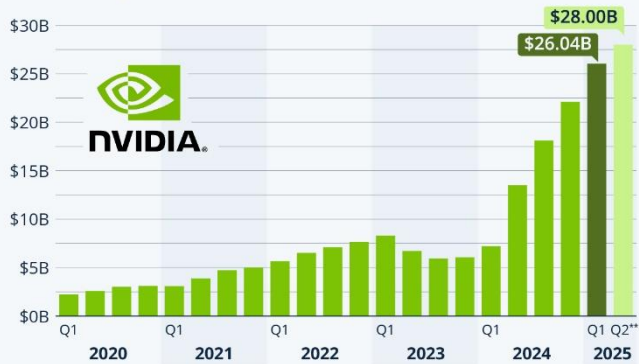
	Variación i.a. BPA							
	2019/18	2020/19	2021/20	2022/21	2023e/22	2024e/23	2025e/24	2026e/25
<b>S&amp;P 500</b>	0%	-13%	51%	4%	2%	12%	14%	12%
<b>Eurostoxx 50</b>	-1%	-32%	72%	21%	3%	4%	10%	9%
<b>Ibex 35</b>	4%	-64%	144%	32%	8%	15%	4%	5%

Fuente: Factset y elaboración propia

# Nvidia sigue superando expectativas y mantiene la excesiva concentración de las subidas

## Nvidia Lives Up to the Hype, Beats Expectations Yet Again

Quarterly revenue of Nvidia\*



\* Nvidia's fiscal year ends on the last Sunday of January  
 \*\* Outlook given on May 22, 2024, plus or minus 2%  
 Source: Nvidia

## Data Centers Almost Sole Driver of Nvidia's Revenue Boom

Nvidia quarterly revenue by segment (in million U.S. dollars)

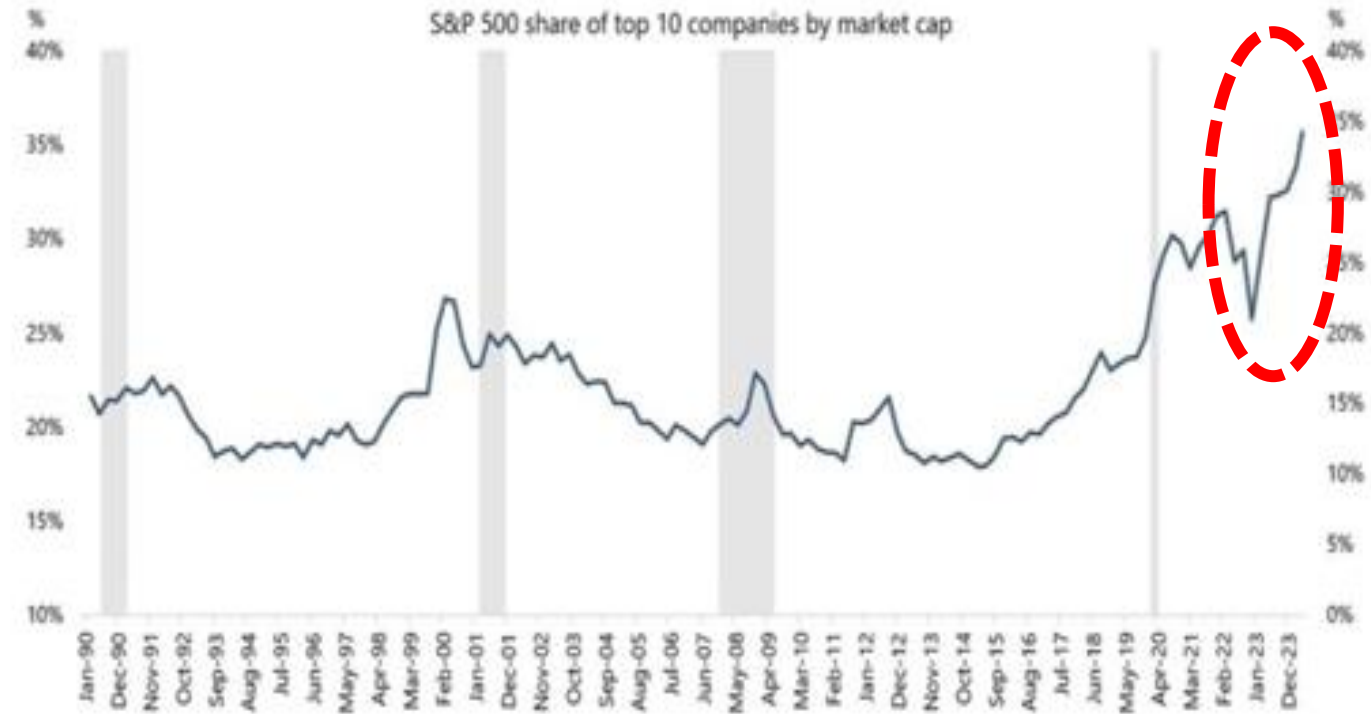


Source: Nvidia

Resultados 1T24 y guía 2T24 de Nvidia superan expectativas, principalmente impulsados por los data centers.

La concentración de las subidas no se suaviza.

Las 10 mayores compañías del S&P 500 suponen ya un 35% del índice (record histórico).



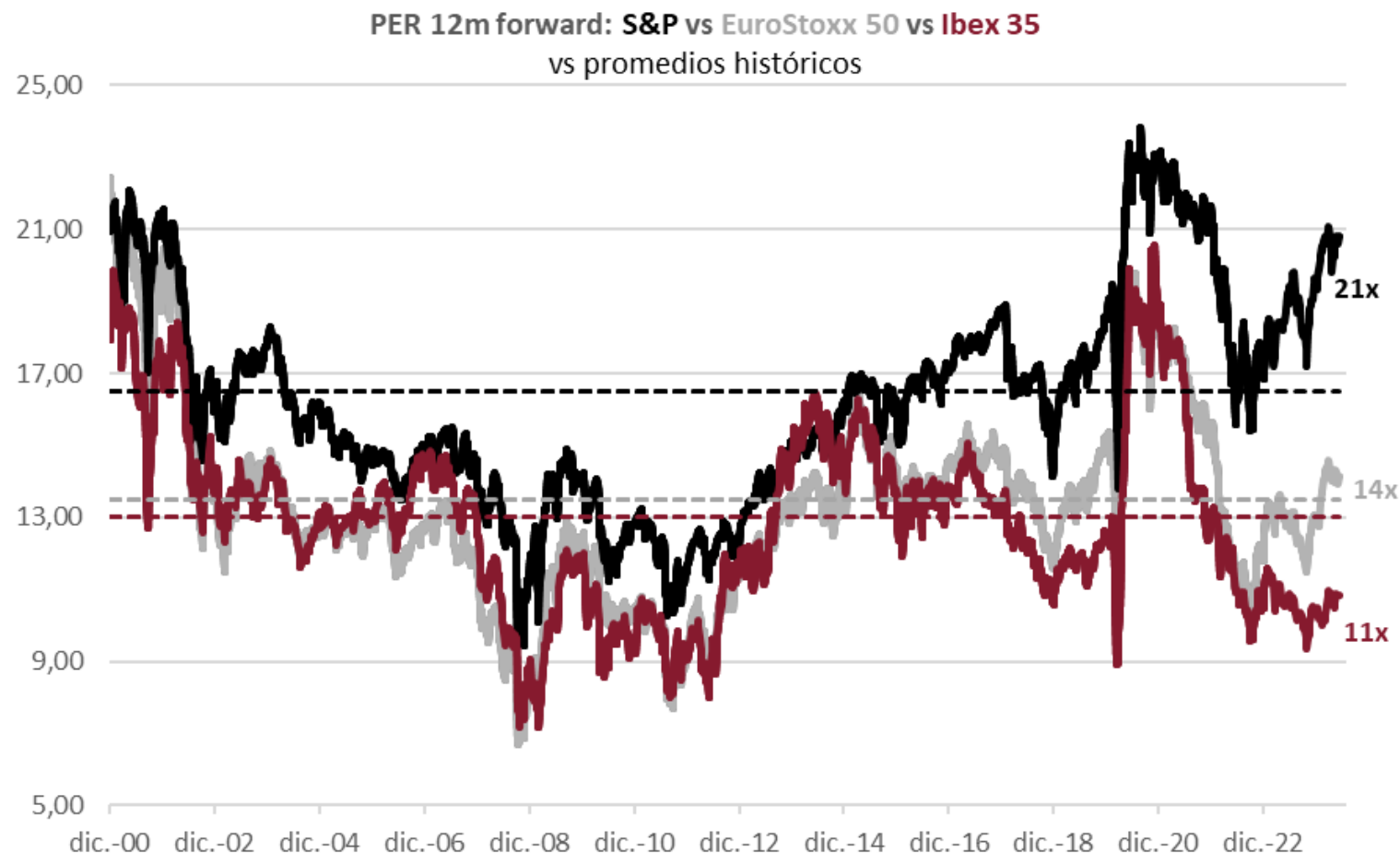
Fuente: Apollo



# Valoraciones razonables en términos históricos (Europa y España, EEUU ex-7 Magníficos)...

## Múltiplos razonables teniendo en cuenta:

- 1) Inicio de **bajadas de tipos de interés**
- 2) **Mejora de expectativas cíclicas**



Fuente: Factset y elaboración propia

### Valoraciones vs media histórica

EE.UU. PER 21x

Prima 25% vs media 2000-hoy (16,5x)

**EE.UU. ex 7 magníficos PER 17,7x**

Prima 5% vs media 16,5x

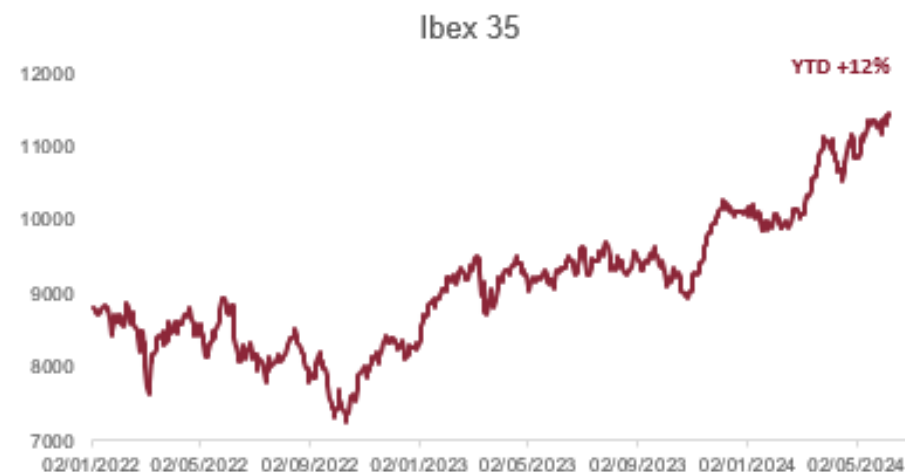
Europa PER 14x

En línea vs media 2000-hoy (13,5x)

**España PER 11x**

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

...aunque los avances del 25%/40% en los últimos 7 meses,  
y del 10/12% en 2024 (YTD)...

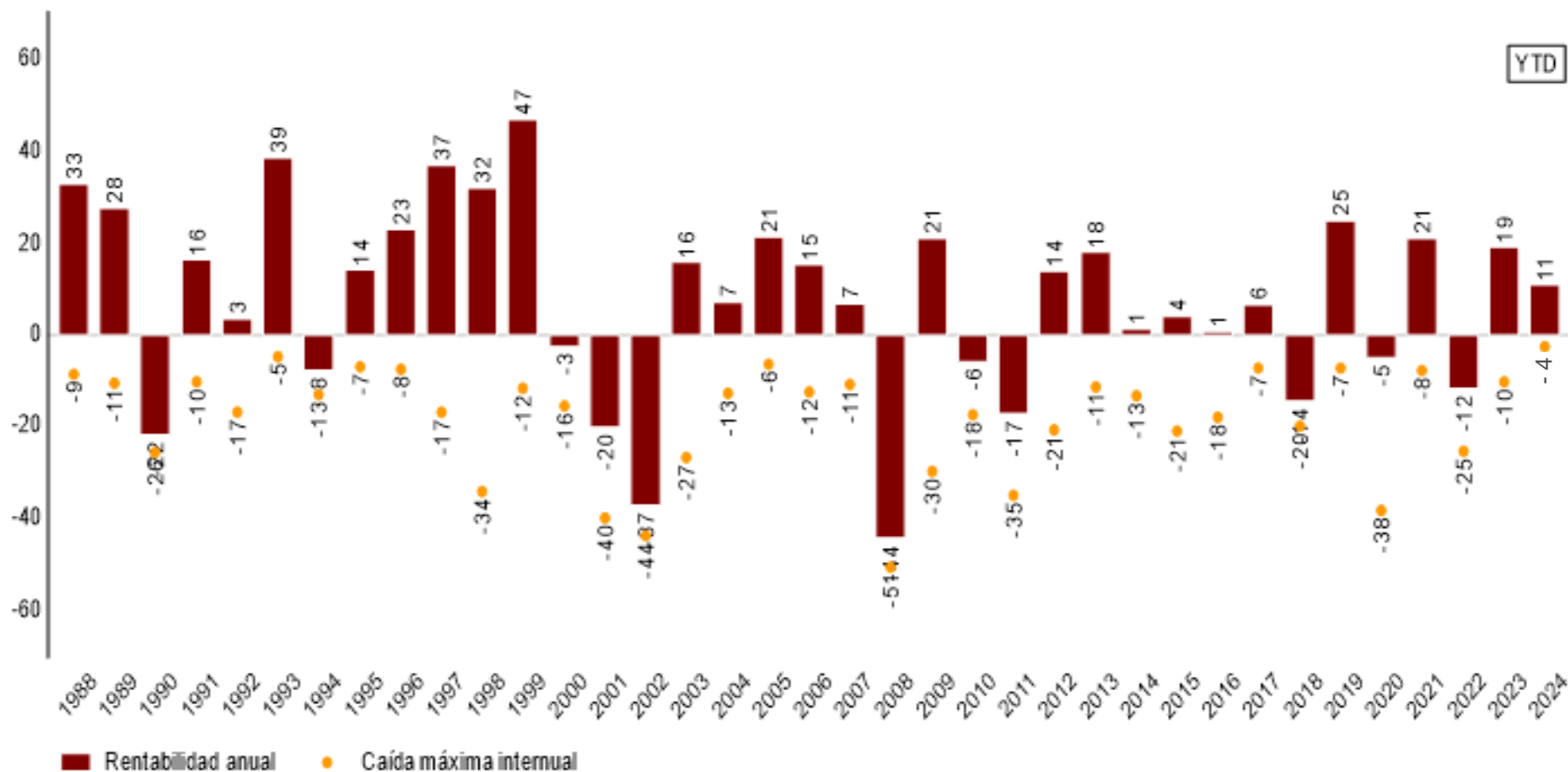


Fuente: Bloomberg

## ...hacen aconsejable cierto respiro para tomar nuevo impulso (el mercado siempre da oportunidades)

### Rentabilidad anual vs Caída máxima intra-anual (%)

Euro Stoxx 50



Fuente: Thomson Reuters y elaboración propia

# ¿Qué necesitan las bolsas para seguir subiendo?

## Apoyos para las bolsas:

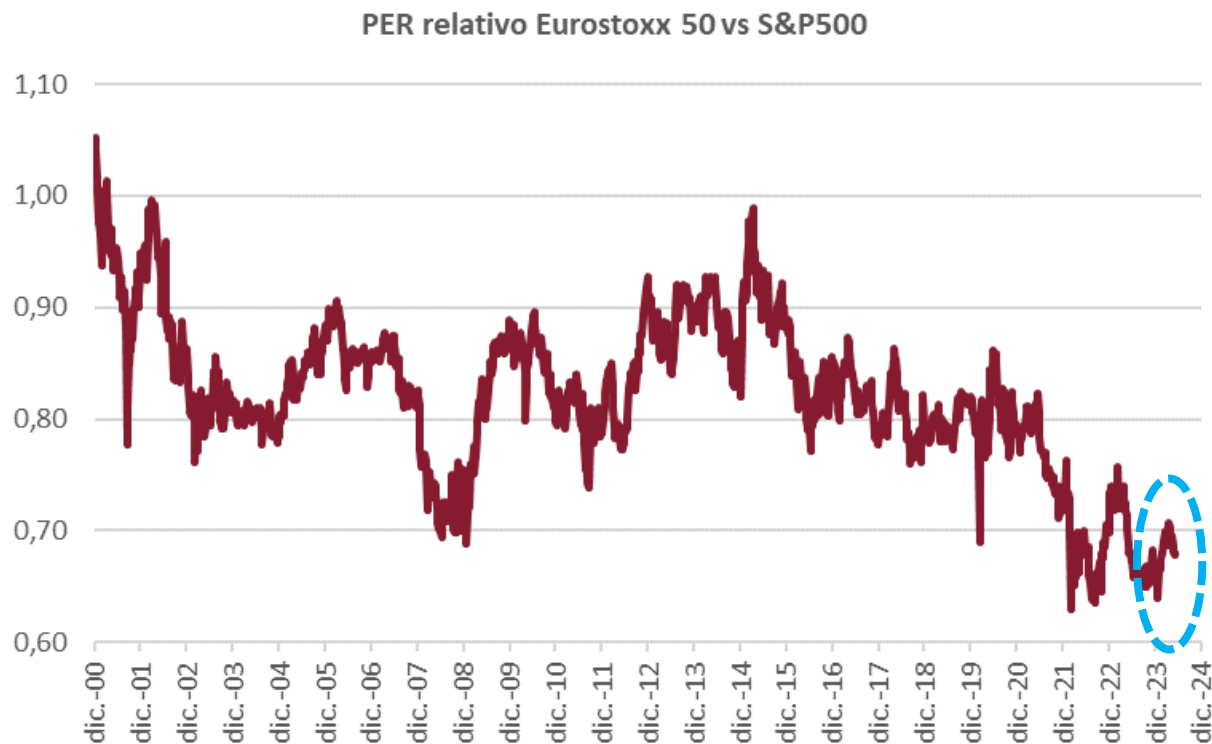
- 1) Que la **inflación siga moderándose**, para favorecer **nuevos recortes de tipos en Europa y permitir el inicio de bajadas de tipos por parte de la Fed.**
- 2) Que el **ciclo económico siga mejorando en Europa** (confirmando el punto de inflexión al alza) **y resistiendo en EE.UU.** (hacia una suave desaceleración), lo que a su vez se traducirá en una **positiva evolución de los resultados empresariales.**
- 3) Que **disminuya la concentración de subidas en unos pocos valores/sectores.** Para dar sostenibilidad a las subidas y propiciar nuevos avances, es **necesaria una rotación** desde sectores con muy buen comportamiento relativo acumulado (como el bancario) hacia otros sectores que se puedan ver **beneficiados del inicio de bajadas de tipos (utilities, inmobiliarias).**
- 4) El **inicio de bajada de tipos del BCE**, tomando la delantera a la Fed, **podría apoyar:**
  - a. un mejor comportamiento de la **bolsa europea, con el permiso de la incertidumbre política.**
  - b. una mejora relativa de los **small caps.**

## Riesgos para las bolsas:

- 1) **Ajuste adicional de expectativas de recortes de tipos** por parte del mercado ante una **inflación que no ceda.**
- 2) **Riesgos geopolíticos** con implicaciones alcistas en **inflación.** Oriente Medio, Mar Rojo, "economía de guerra", aranceles China, **elecciones.**
- 3) **No recuperación de la economía europea / desaceleración excesiva de EE.UU.**
- 4) **Elecciones EE.UU.** (5-noviembre).



## Europa podría ir cerrando su descuento vs EEUU... ...si la incertidumbre política lo permite



Fuente: Factset y elaboración propia

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

Eurostoxx cotiza **actualmente con un descuento en PER del 32% vs S&P**, lo que compara con una **media histórica del 18%**

La **mejora de las expectativas cíclicas y el inicio de bajadas de tipos del BCE en junio** podrían contribuir a **moderar este descuento...**

**...si el incremento de incertidumbre política no lo impide.**

## La reversión del PMI manufacturero, ¿potencial alcista para Europa?

Existe una **elevada correlación** entre el **PMI manufacturero** y las **bolsas europeas**.

Desde **octubre 2023**, el **PMI manufacturero** viene **recuperando terreno** desde niveles históricamente bajos, **a la vez que el EUROSTOXX50** viene **ganando altura**.

Salvo en la crisis del Covid, las reversiones del indicador tras fuertes caídas han venido recuperando hasta niveles de 55-60 puntos, lo que sugiere que **la recuperación actual es incipiente, con adicional terreno al alza**, lo que probablemente se correlacionaría con una **continuidad alcista en las plazas europeas**.



Fuente: Renta 4, Dpto Análisis Técnico

## ¿Inicio de recuperación en small and medium caps?



Fuente: Renta 4, Dpto Análisis Técnico

En mayo, el índice **IBEX MEDIUM CAP** rompió la **tendencia bajista que había mantenido desde 2015**, superando la barrera de los 14.300 puntos y **señalando un cambio de tendencia positivo**.

### Apoyos:

- **Inicio de bajada de tipos del BCE.**
- **Aceleración del ciclo europeo**, con punto de inflexión en **manufacturas**.
- **Atractivas valoraciones** vs grandes compañías.
- **Infrponderado en carteras.**

## Renta Fija, buena alternativa en términos relativos a Renta Variable en EE.UU., no tanto en Europa

<b>Rentabilidades Renta Fija vs Renta Variable</b>			
	<b>Renta Fija Corto Plazo</b>	<b>Renta Fija Largo Plazo</b>	<b>Renta Variable</b>
<b>EE.UU.</b>	4,9%	4,5%	4,5%
<b>Europa</b>	3,0%	2,6%	6,9%
<b>España</b>	3,3%	3,4%	9,3%

Fuente: Bloomberg, Factset y elaboración propia

### Rentabilidades medidas como:

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

### En valoraciones relativas a la Renta Fija:

**Bolsas Europa y España atractivas**

**Bolsas EE.UU. neutrales**

# Oro mantiene su atractivo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

## Apoyos:

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

# Asset Allocation

## Renta fija. Una buena fuente de rentabilidad.

- **Deuda Pública:** duraciones cortas atractivas (3% en Europa, 5% en EE.UU.). Sin prisa por alargar duraciones.
- **Crédito:** spreads en niveles muy bajos, enfocarse en *Investment Grade*, más protegida que el *High Yield*. La calidad crediticia es clave.

## Renta Variable.

- **El mercado podría ofrecer mejores puntos de entrada ante la materialización de algunos riesgos. Riesgos:** 1) Ajuste adicional en descuento de bajada de tipos en caso de que la inflación no ceda, 2) Riesgos geopolíticos con implicaciones alcistas en inflación (Oriente Medio, Mar Rojo, "economía de guerra", aranceles China), elecciones, 3) No recuperación de la economía europea / desaceleración excesiva de EE.UU., 4) Excesiva concentración de las subidas en bolsas: es necesario que los avances se amplíen a un mayor número de valores (elevada concentración de las subidas 2023 y YTD) para dar sostenibilidad.
- **Aprovechar caídas para comprar, buen fondo de mercado. Apoyos:** 1) Valoraciones razonables (España, Europa y S&P 493, ex "7 magníficos"), 2) Mejora de perspectivas cíclicas; 3) Bajadas de tipos de intervención, 4) Elevada rentabilidad por dividendo.

**Divisas.** Esperamos progresiva depreciación del USD hacia la zona de 1,10-1,15 vs euro a medio plazo, aunque en el corto plazo se mantendría fuerte (economía americana mantiene su solidez, el riesgo político aumenta en Europa).

**Materias primas.** El oro sigue beneficiándose del entorno actual.

## DISCLAIMER

## 1. Información objetiva

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

## 2. Certificación de analistas

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

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

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

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

## 3. Información importante

El presente Informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente Informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente Informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por el departamento de Análisis de Renta 4 Banco con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del Informe y está sujeto a cambios sin previo aviso.

Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por ninguna de las personas del Grupo por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

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

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores.

De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Los empleados del Grupo pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

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

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

No aplicable: El analista que firma el presente Informe de análisis mantiene posiciones en la compañía analizada.

Las entidades del Grupo cuentan con barreras de información, conforme a la normativa vigente.

El Grupo dispone de medidas organizativas y técnicas para evitar y gestionar los conflictos de intereses. Entre otras, cuenta con un Reglamento Interno de Conducta <https://www.r4.com/normativa>, así como con una Política de Conflictos de Interés [https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid\\_conflictos.pdf](https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_conflictos.pdf), ambos de obligado cumplimiento para todos los empleados. En estos documentos se recogen, entre otros, los procedimientos de control aplicables al departamento de Análisis (normas para evitar el uso de información privilegiada, la independencia en la elaboración de los informes o el régimen de incentivos, de operaciones personales o de remuneraciones).

Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5% del capital social total emitido por el emisor: Making Science

No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5% de su capital social total emitido.

No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.

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

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con atSistemas (asesor registrado), Clínica Baviera, Grupo Ecoener, Castellana Properties (asesor registrado), Izertis (asesor registrado), Llorente y Cuenca (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Making Science (asesor registrado), Revenga Smart Solutions, Unicaja e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contrato como asesor registrado con Gigas y de análisis patrocinado con Amper, Azkoyen, Clerhp Estructuras, DIA, Inmobiliaria del Sur, Nextll, Revenga Smart Solutions y Tubos Reunidos, servicios por los que cobra honorarios. Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENER S.A. y de IZERTIS S.A.

## 5. Sistemas de recomendaciones

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

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

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

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

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

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este Informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

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