

An aerial photograph of a winding asphalt road with white lane markings, curving through a dense green forest. Several cars are visible on the road. A semi-transparent dark blue rectangular box is overlaid on the left side of the image, containing text.

Visión de renta variable 2024 Un año con idas y vueltas

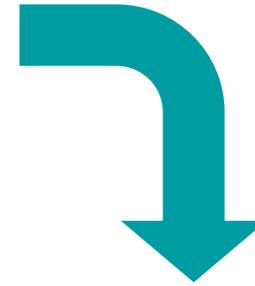
VÍCTOR PEIRO.

Director General de Análisis

22.01.2024



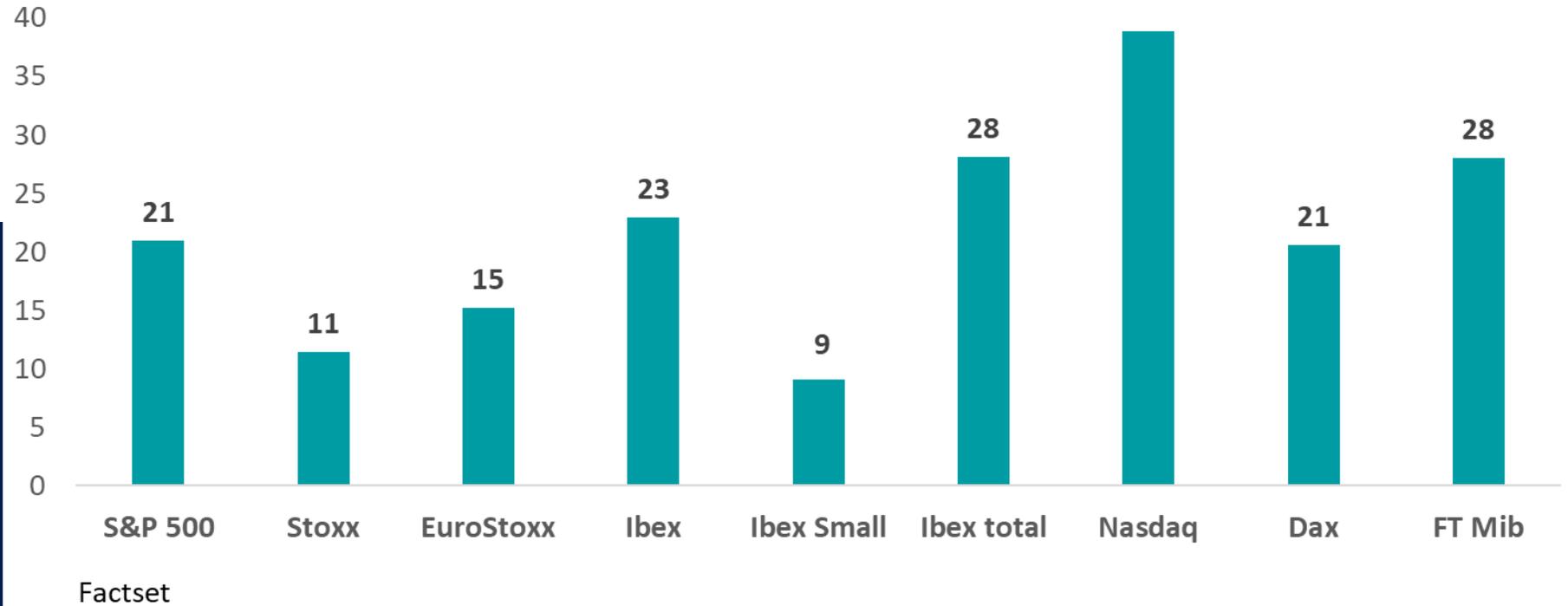
GVC Gaesco



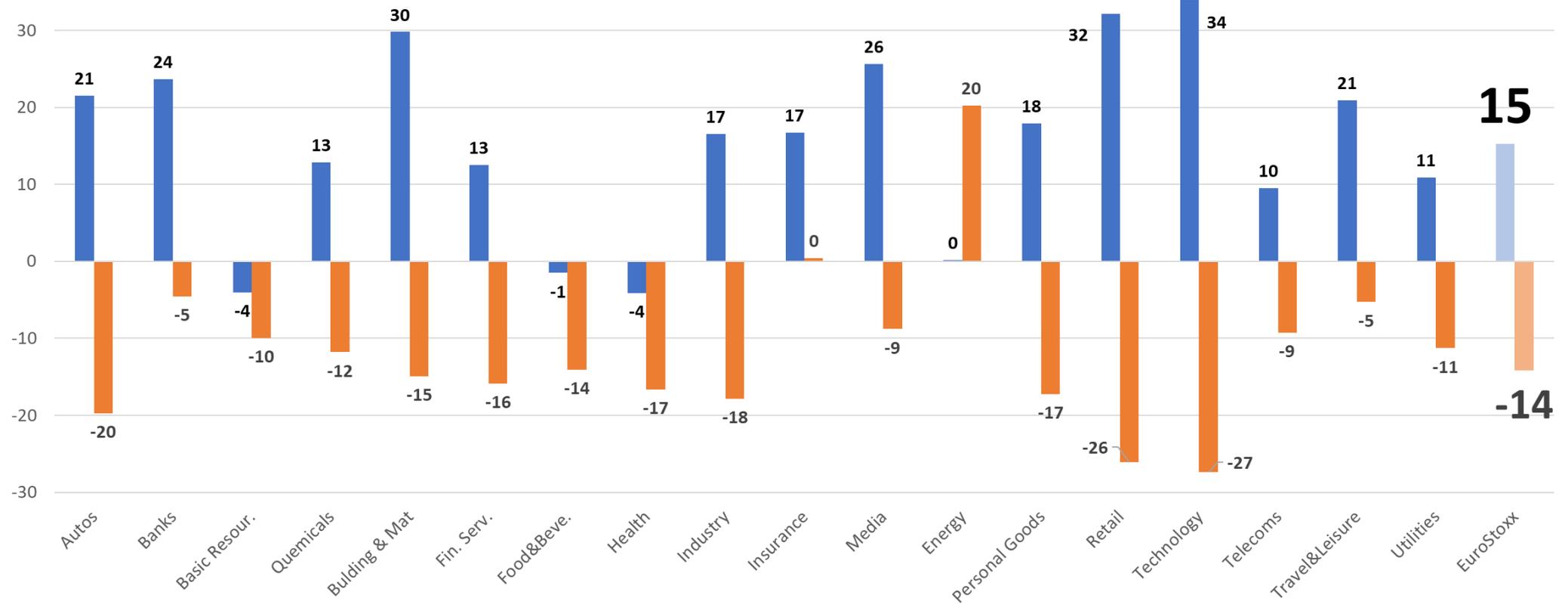
- Tras la tormenta que esperábamos en 2022, vemos posible el retorno de la calma a los mercados en 2023.
- Las consecuencias de la situación geopolítica y del COVID en China, siguen siendo impredecibles, pero si no empeoran, **vemos un potencial del 20% en la renta variable en 2023.**

A pesar de que la inflación global se situó en el 8,7% en 2022 y el 6,9% en 2023, la mayoría de los índices de renta variable han superado ese nivel.

Comportamiento de los principales índices en 2023



Comportamiento Sectores en 2023 y 2022 en Europa (%)



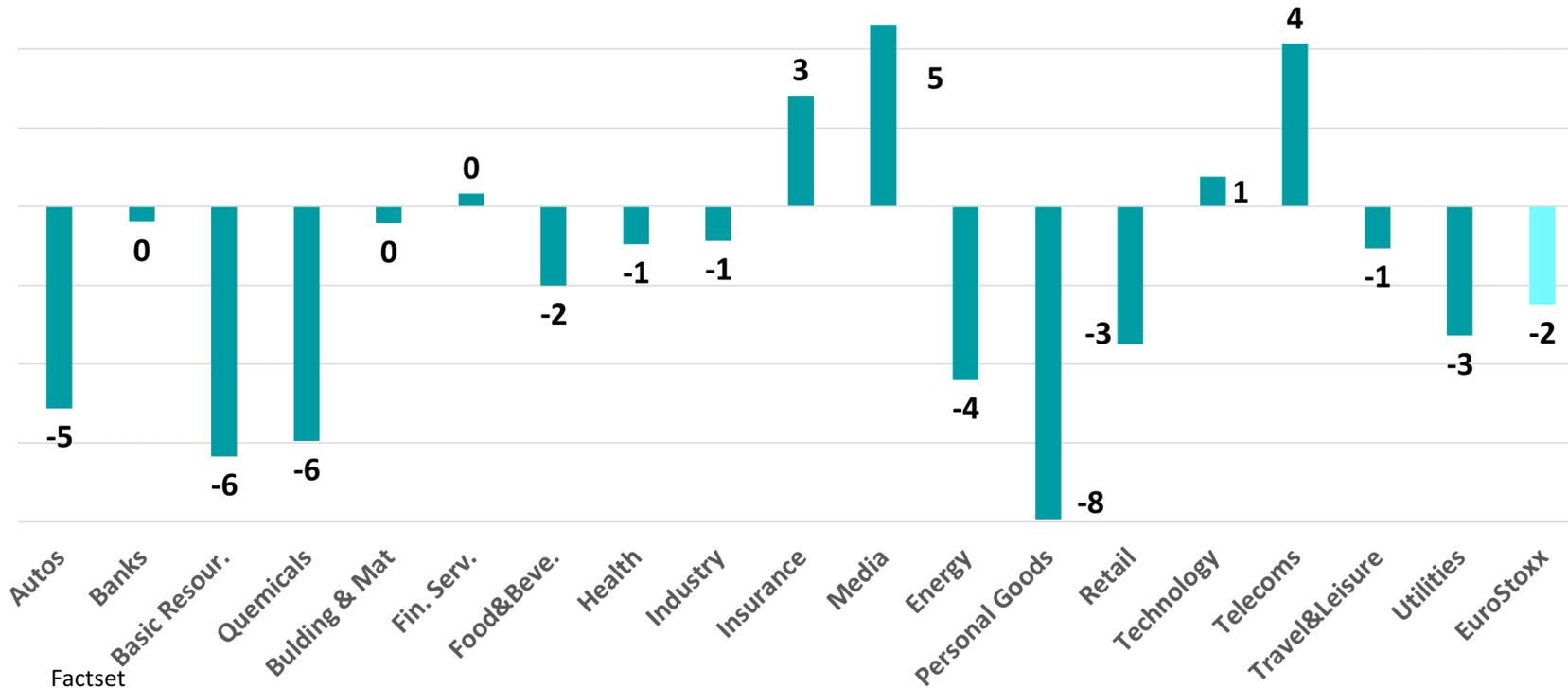
Factset

	S&P 500	Stoxx	EuroStoxx	Ibex	Ibex Small	Ibex total	Nasdaq	Dax	FT Mib
2024	0.8	-1.8	-2.5	-2.2	-0.4	-1.8	1.1	-1.1	0.0

Factset

BUEN COMPORTAMIENTO FINANCIERAS2, TMT, TECNOLOGÍA, CONSTRUCCIÓN MIEDO EN CONSUMO Y MEJORA EN SMALL CAPS

Comportamiento Sectores en 2024 en Europa (%)



Factset

Evolución de beneficios

Perspectivas positivas, pero riesgos a la baja

Entorno macro

Fragmentado por países y sectores (sólido empleo)



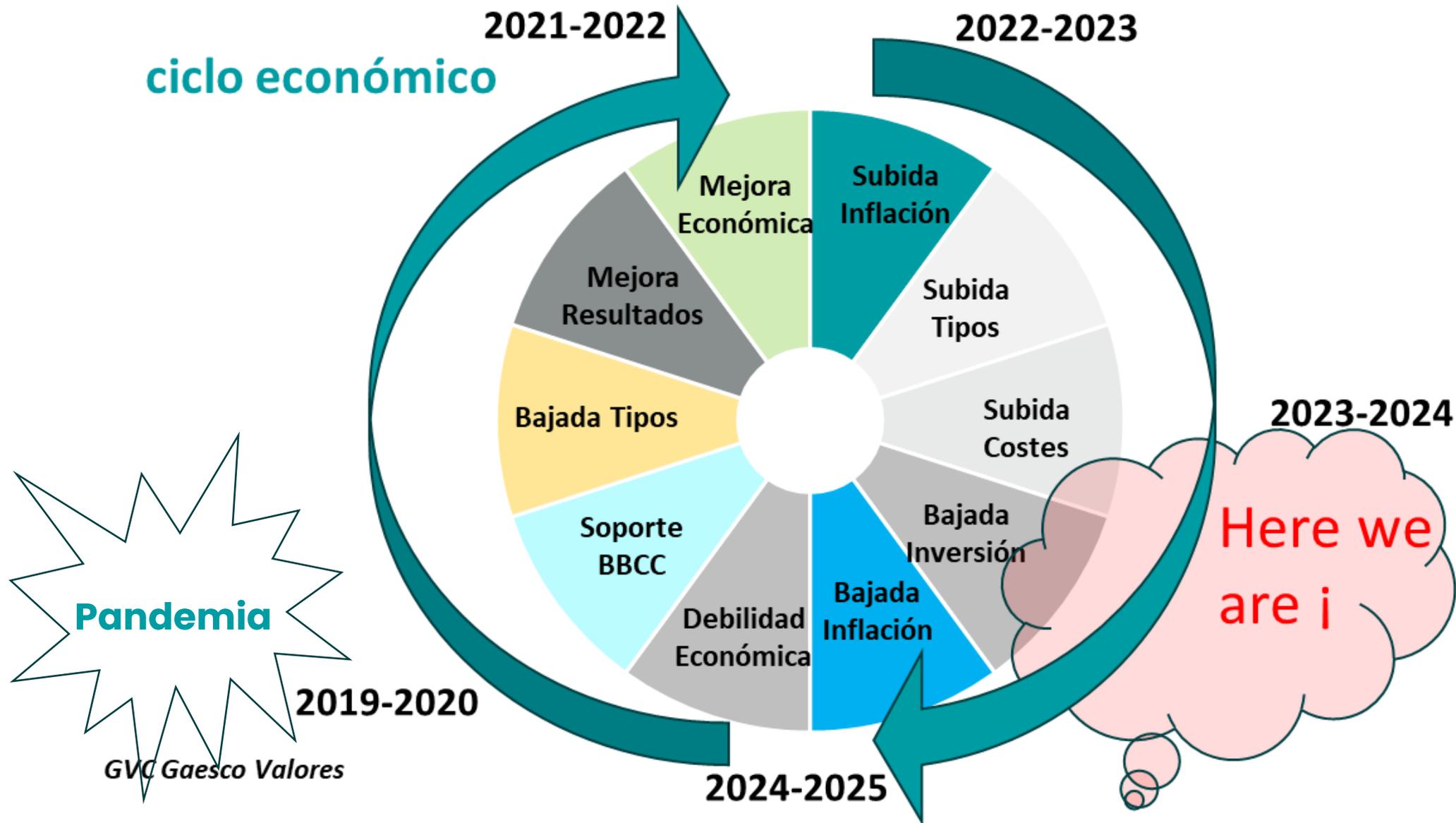
Flujos de inversión "Momentum"

Los tipos de interés reales siguen siendo bajos
El entorno político aporta riesgo (elecciones, guerras comerciales y reales)

Valoración de las bolsas

Valoración atractiva, pero dependiendo de la solidez de los resultados

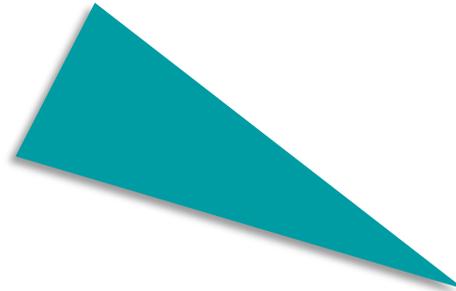




GVC Gaesco Valores

2023

- Inflación de costes
¿márgenes'
- Tipos de interés
- Cadena de suministro



2024

- Coste financiero
- Demanda (debilidad)
- Competencia China

Indice de tensiones en las cadenas de suministro*



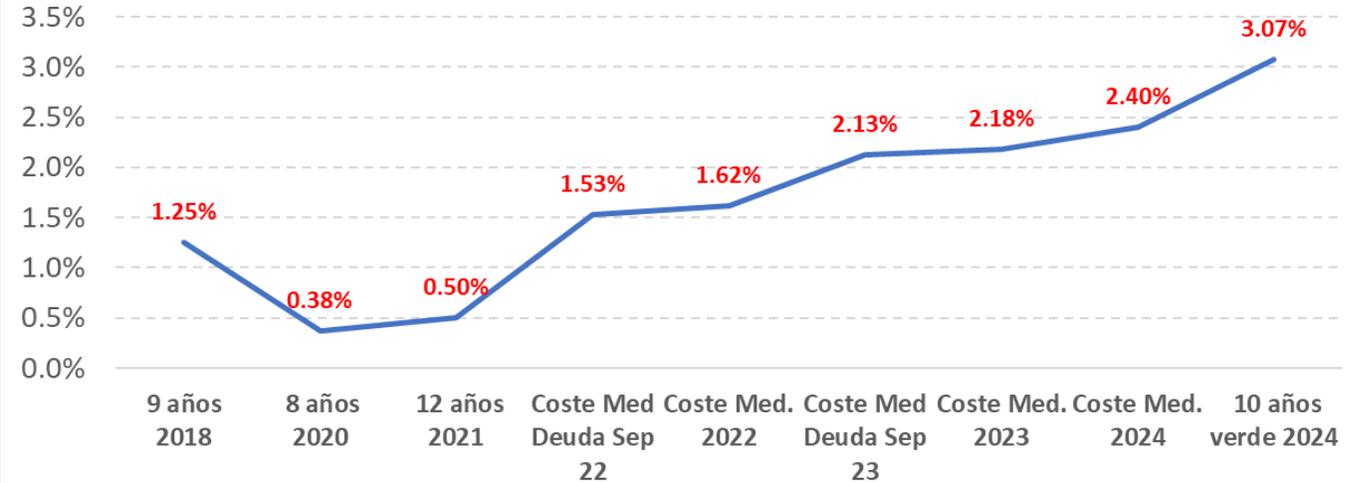
Normalización, pero con un ojo puesto en los problemas que pueda haber en el transporte por las tensiones geopolíticas y por la competencia occidente-China

Bloomberg * New York Federal Reserve

Si comparamos con hace tres años, el coste marginal de la deuda se ha duplicado, con lo que, dependiendo de la vida media de renovación de la deuda, el impacto en cuenta de resultados de este mayor coste aumentará más o menos progresivamente.

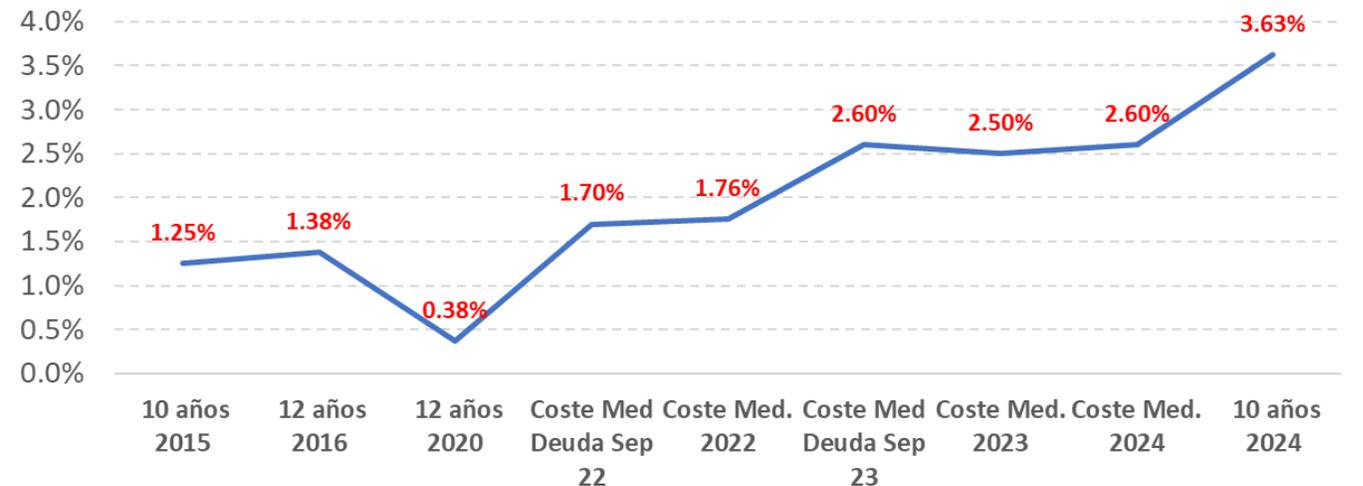
En estas compañías la deuda tiene una vida media de 4-5 años y la media del mercado es 6.

Evolución coste financiero Redeia



GVC Gaesco Valores, presentaciones compañías y Bloomberg

Evolución coste financiero Enagás



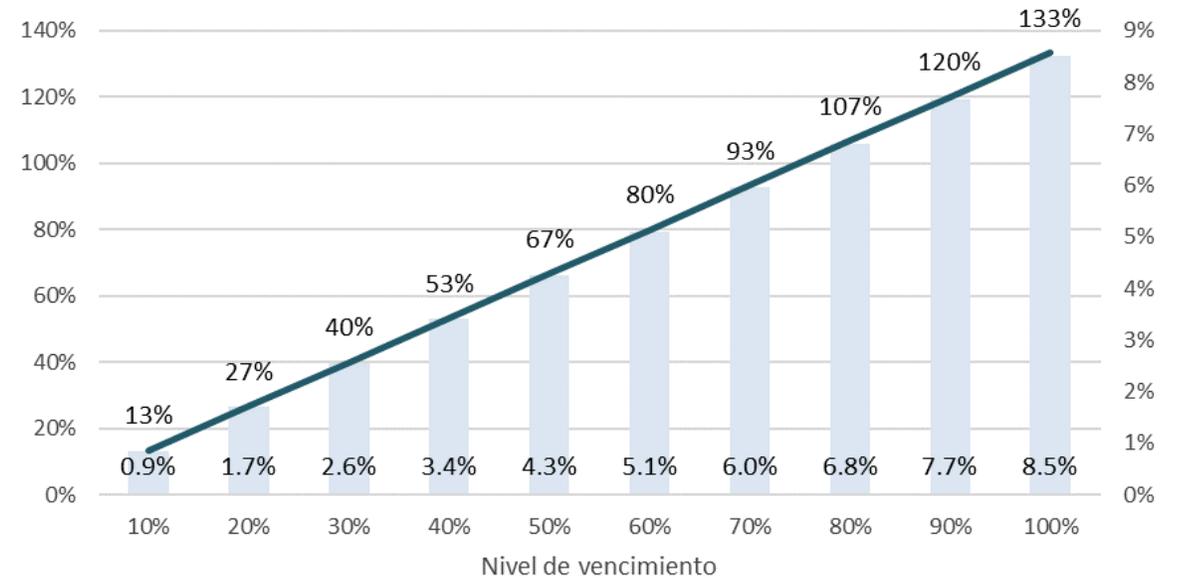
GVC Gaesco Valores, presentaciones compañías y Bloomberg

Impacto en beneficio por subida de tipos

		Factor Deuda (Deuda Neta Ebitda)				
		1	2	3	4	5
Aumento Coste Fin (punto%)	1	2%	3%	5%	6%	8%
	2	3%	6%	9%	12%	15%
	3	5%	9%	14%	18%	23%
	4	6%	12%	18%	24%	30%
	5	8%	15%	23%	30%	38%
	6	9%	18%	27%	36%	45%

Fuente: Elaboración Propia GVC Gaesco Valores

Sensibilidad aumento de tipos



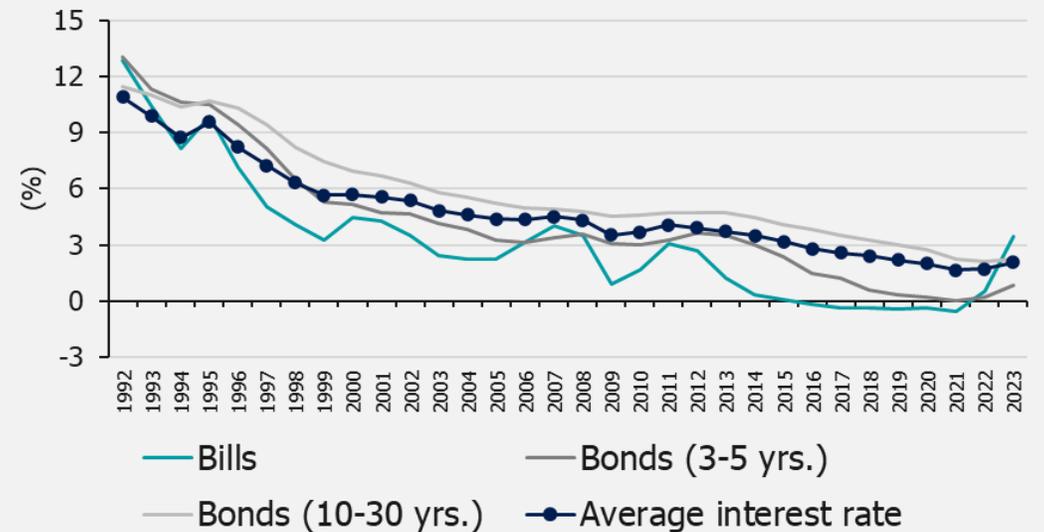
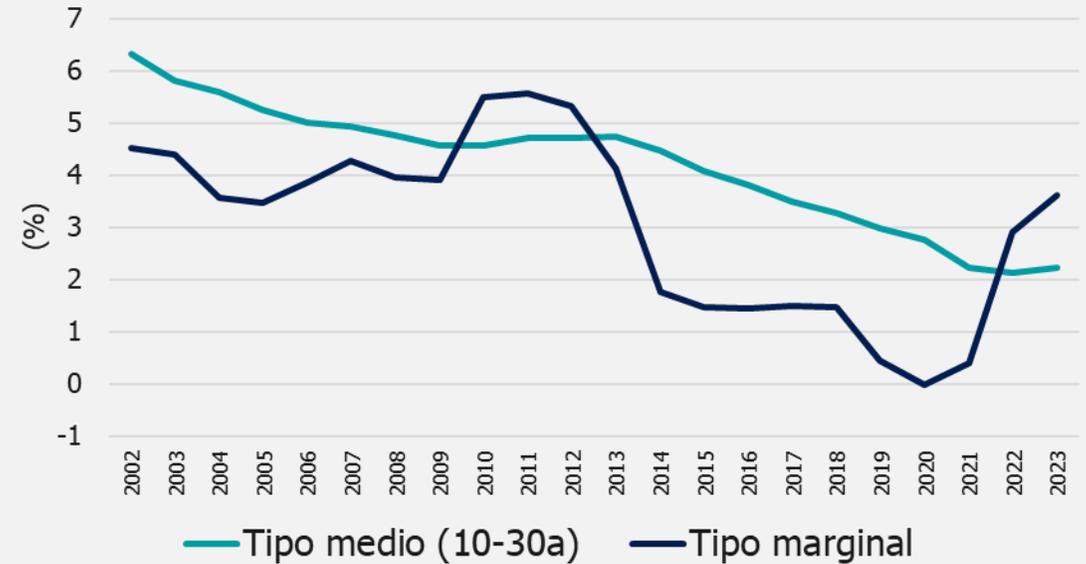
Impacto Caja Antes Impuestos (Ebitda menos g.financieros) (eje dcha) — Aumento gasto financiero (eje izq)

GVC Gaesco Valores. Cálculos para un endeudamiento de 2x Deuda Neta Ebitda, coste de deuda que pasa del 3% al 7% para el tramo renovado.

La duración media de la deuda de las empresas españolas cotizadas está alrededor de 6 años

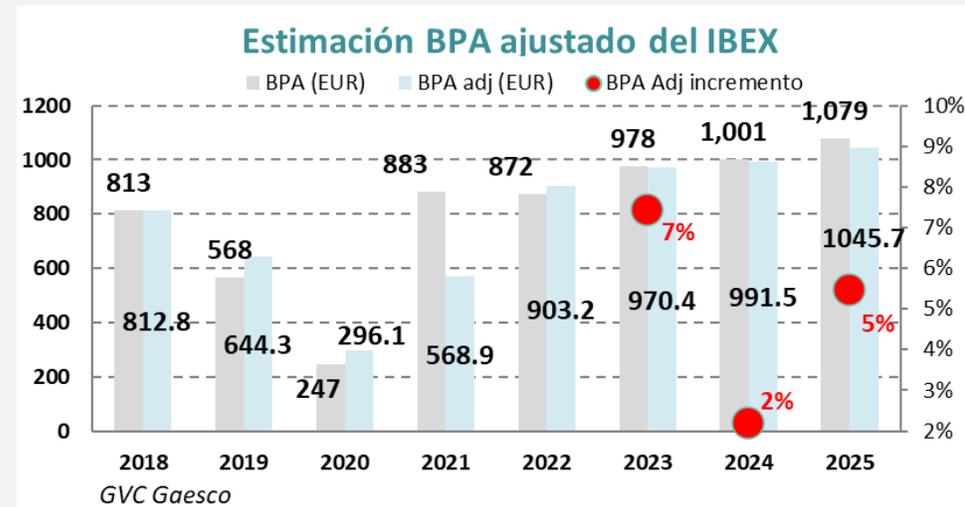
La deuda de los estados tiene una duración más larga, por lo que la traslación de los cambios en tipos de interés es más lenta, mientras el coste marginal de las emisiones a 10 años ha subido de 0% en 2020 a 3,6% en 2023, el coste medio ha seguido bajando desde 2,7% en 2020 a 2,2% en 2023 (2,1% en 2022)

La deuda española tiene una duración media de 7,85 años, lo que significa que cada año se renueva el 12,5% de la deuda y el saldo alcanza 1,6 billones. Por lo que cada 1% que se incrementa el coste financiero, supone un coste adicional del 1,1% sobre el PIB.

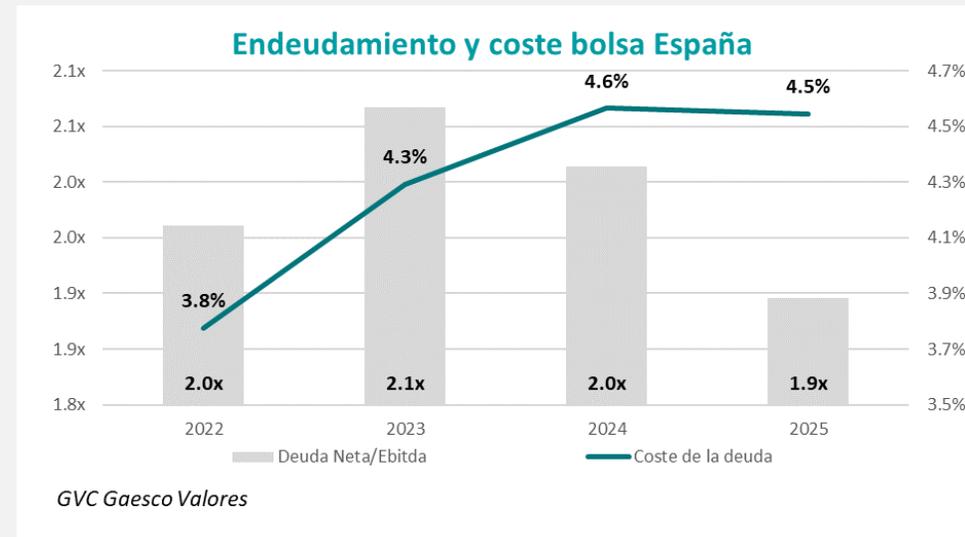


Las subidas de tipos que se han producido en un año y medio estarán impactando aún en resultados de empresas y familias durante 2024, por ello el crecimiento de beneficios en ese año es moderado.

En un análisis bottom up, la mayoría de las empresas compensan ese efecto con el crecimiento de las ventas y el ensanchamiento de los márgenes y la reducción de la deuda, con lo que el beneficio neto consigue crecer en 2024 y 2025.



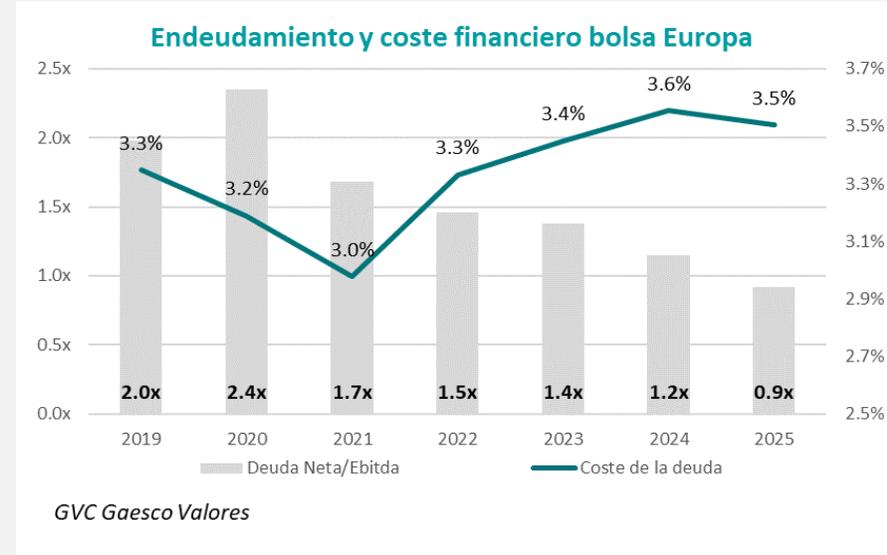
Sigue el crecimiento...



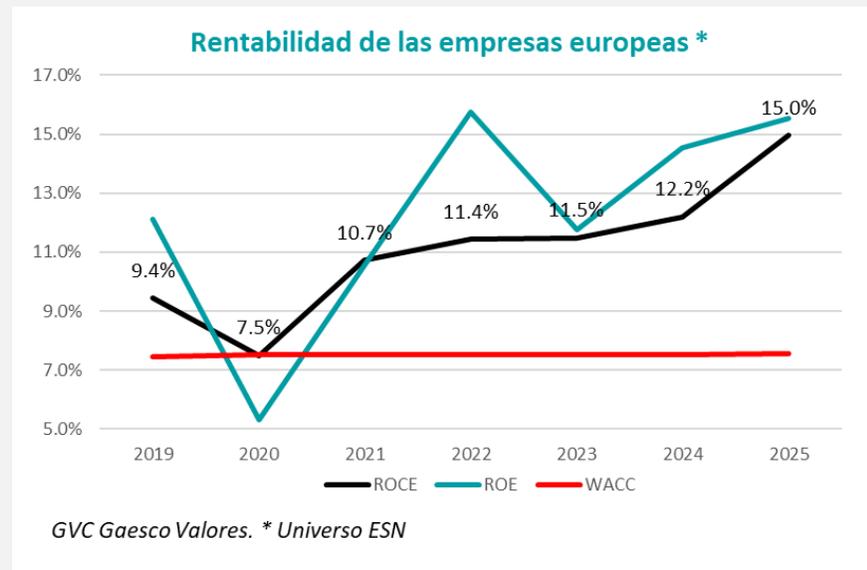
...a pesar del coste financiero

La reducción del endeudamiento de las empresas cotizadas europeas ha continuado después de la pandemia hasta situarse por debajo de Ebitda en 2025

La rentabilidad sobre activos media de las empresas europeas ha subido según nuestra muestra y nuestras estimaciones, desde el 9,4% en 2019 al 11,5% en 2023 y prevemos que continuará incrementándose hasta el 15% en 2025



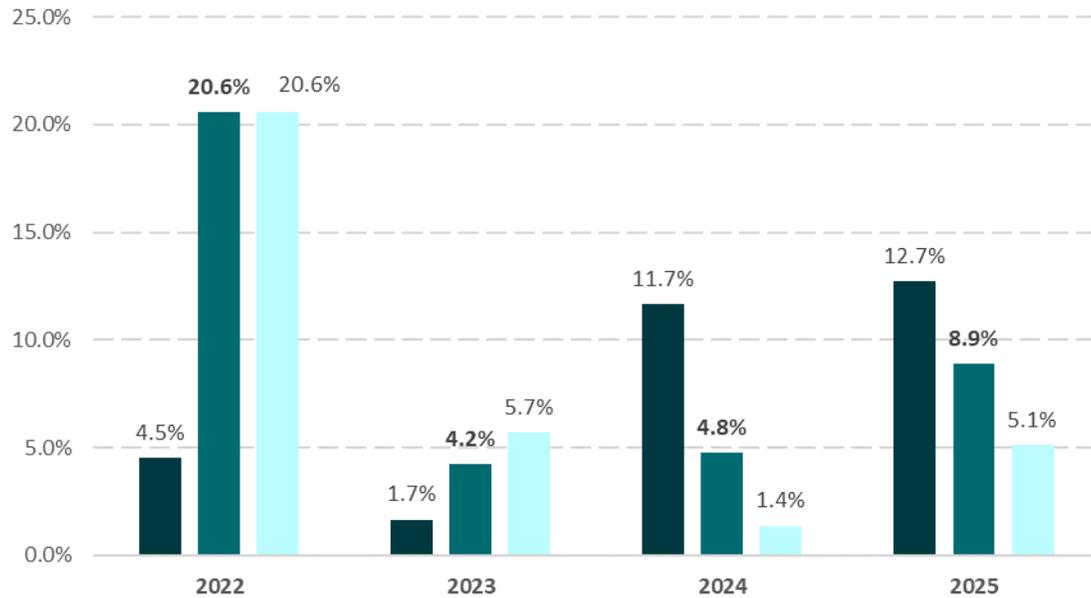
Menor deuda...



...y más rentabilidad

El consenso (Factset) espera un crecimiento del EPS para el Euro Stoxx en 2023 y 2024 del 4% y 5% respectivamente y en ESN somos un poco más prudentes con un 3,3% y un 2,3% respectivamente, que hemos reducido desde los niveles de mayo cuando se situaban en 7,5% y 3%.

Crecimiento de beneficios en mercados referencia

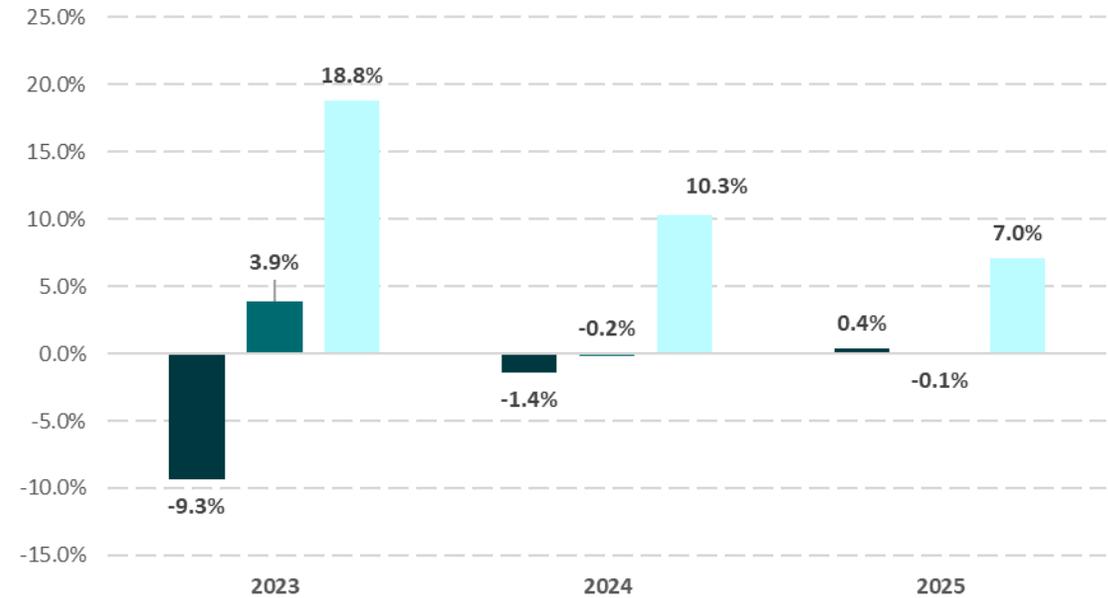


GVC Gaesco Valores

■ S&P 500 ■ Euro Stoxx ■ Ibex

En 2022 y 2023 Europa y España presentaron mejores tasas de crecimiento que EEUU, pero para 2024 y 2025 las estimaciones apuntan a lo contrario...

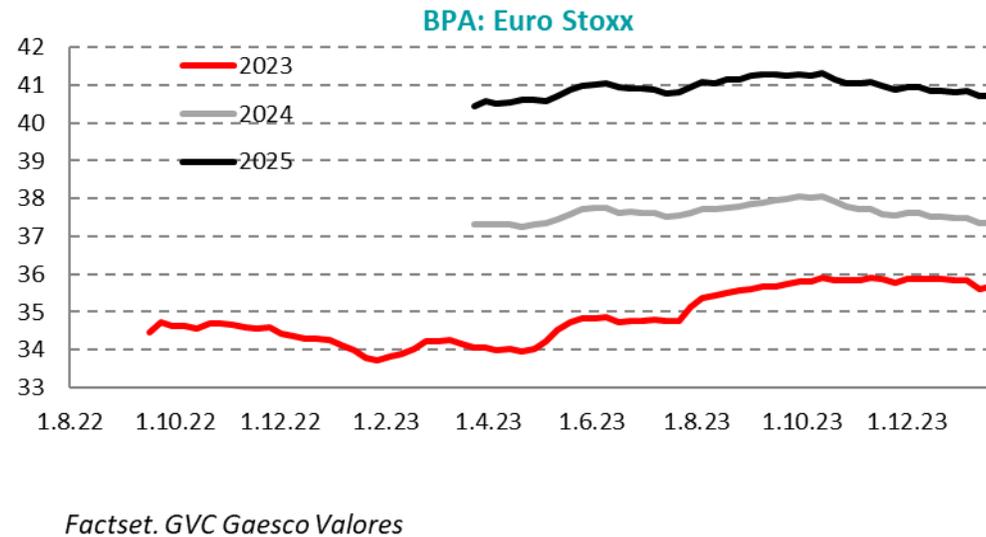
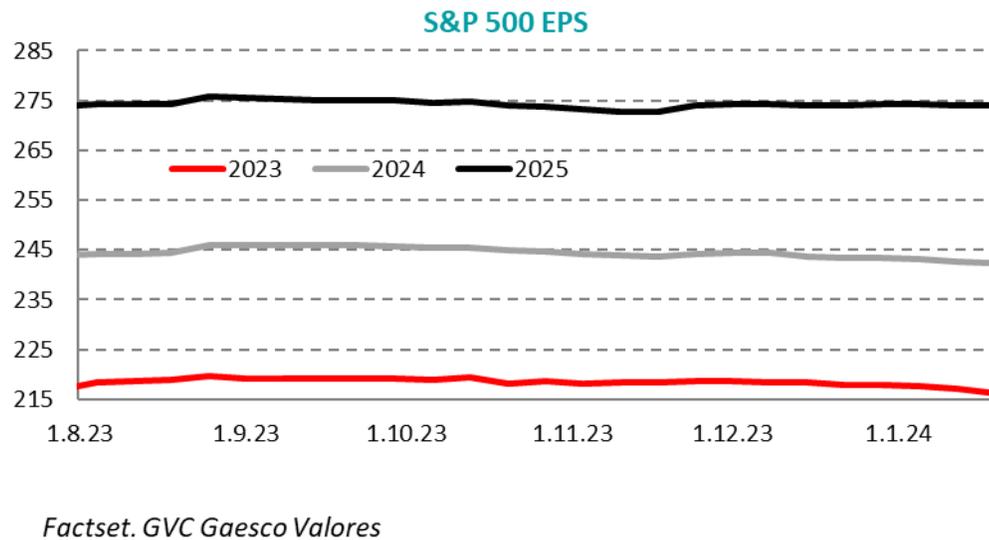
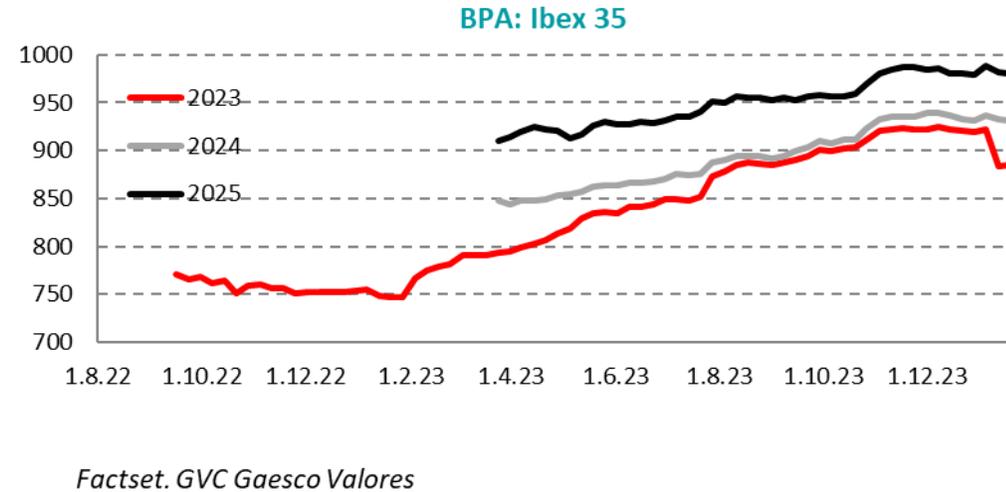
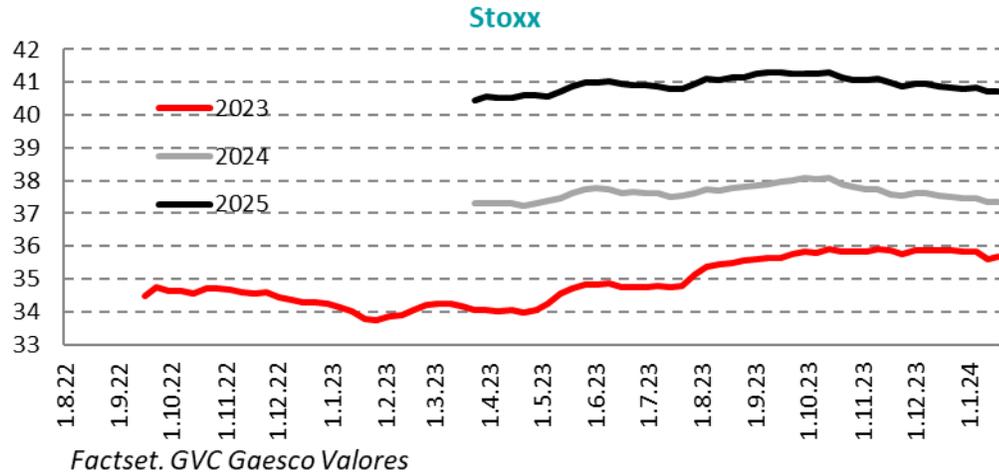
Revisión de los beneficios estimados



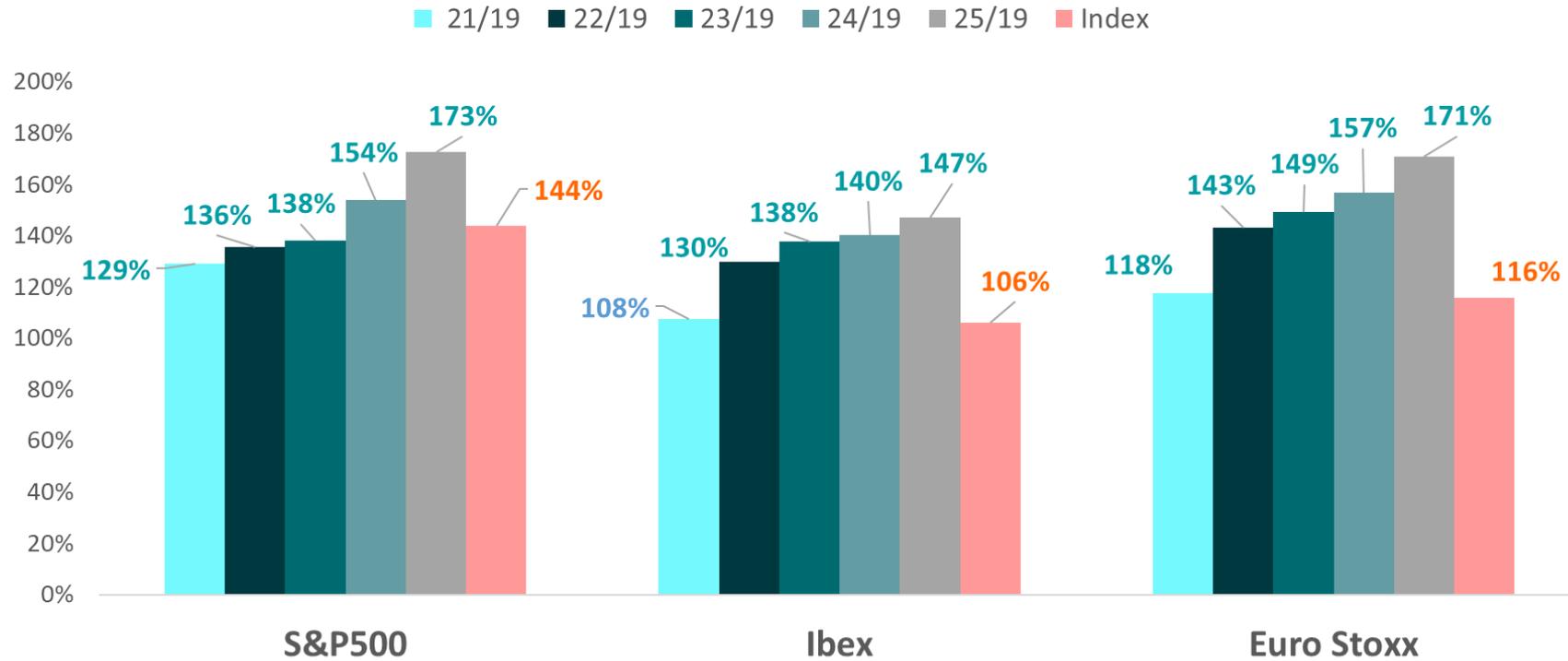
GVC Gaesco Valores

■ S&P 500 ■ Euro Stoxx ■ Ibex

...si bien es cierto que, en los últimos meses, las dudas en el consumo y en la industria, han llevado a revisiones a la baja en Europa, mientras que han sido al alza en España

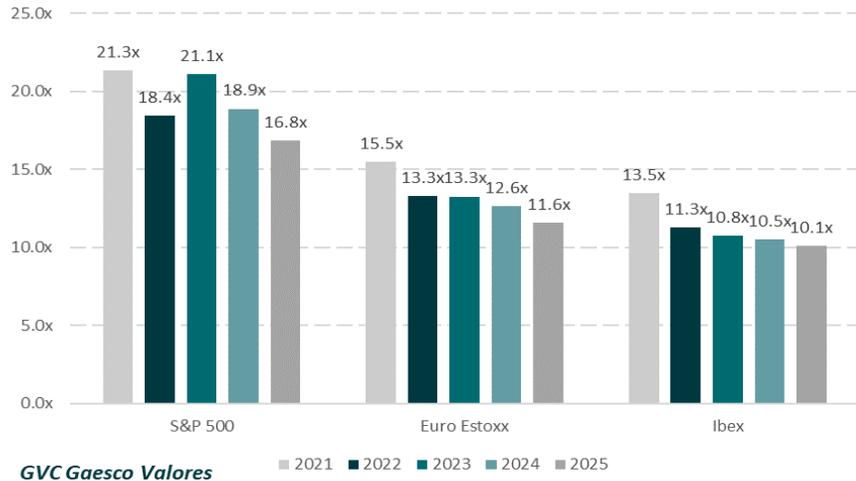


Beneficios de 2021-22-23-24 vs 2019 e Índices



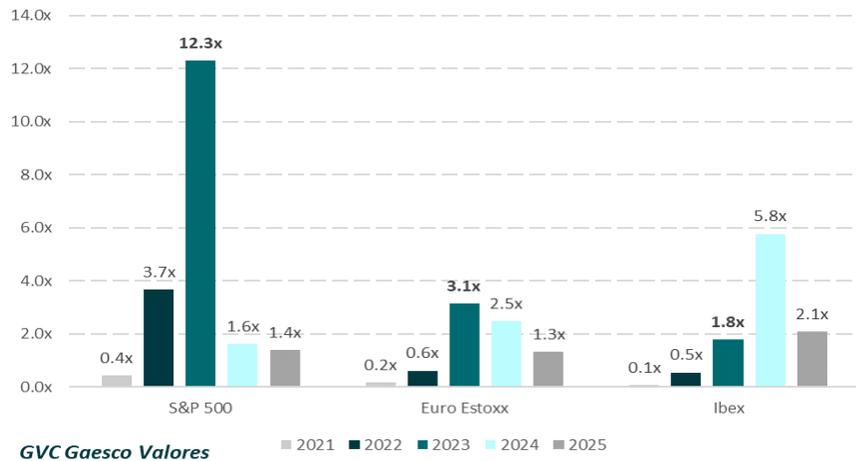
Factset (diciembre 2023)

Evolución P/E mercados referencia



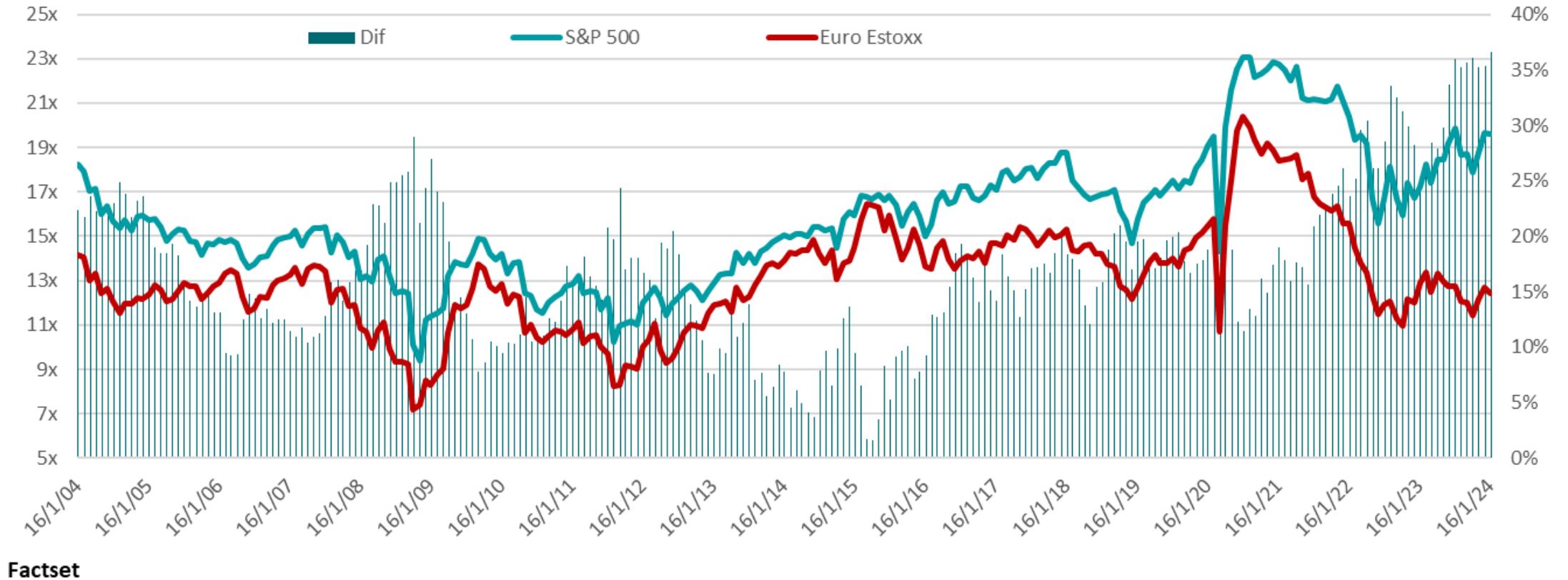
- Más barata Europa que EEUU...como siempre, con PE bajando y por debajo de la media histórica
- Si bajan los tipos de interés habrá un re-rating

Evolución PEG mercados referencia



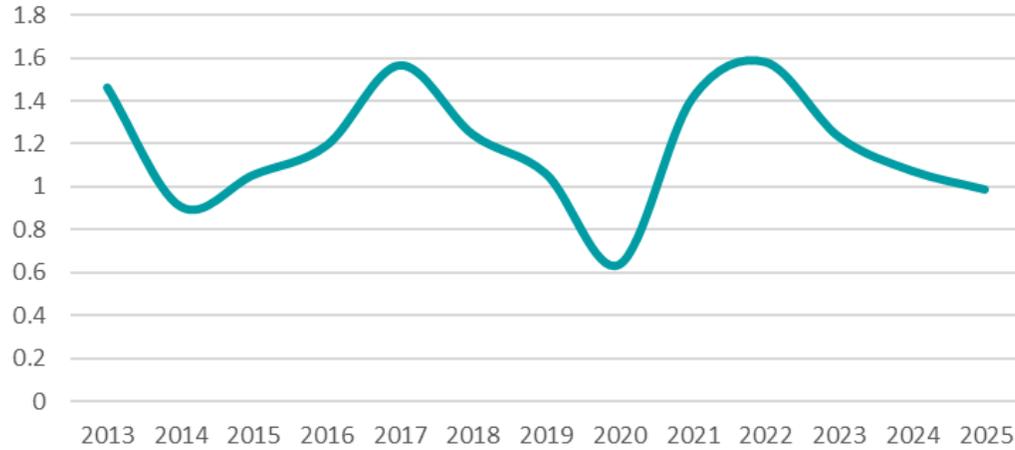
Multiplicadores no tan baratos como a principios de 2023



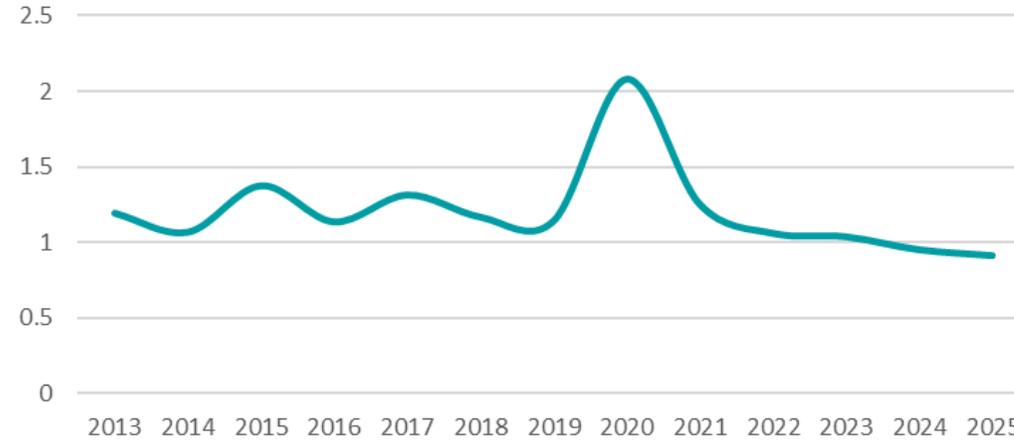


Factset

PER Small / PER índice principal España

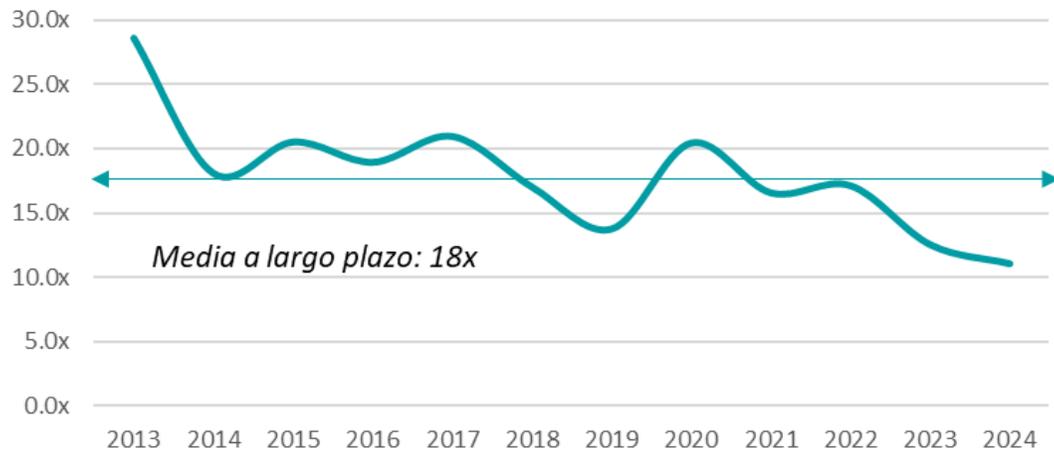


PER Small / PER índice principal Europa



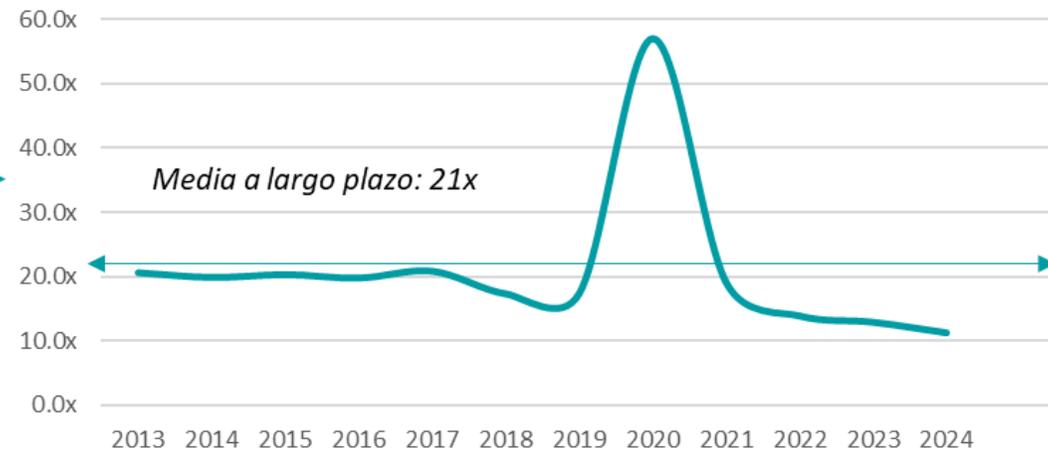
Factset, GVC Gaesco Valores

PER S&M España



Factset, GVC Gaesco Valores

PER S&M Europa



Factset, GVC Gaesco Valores

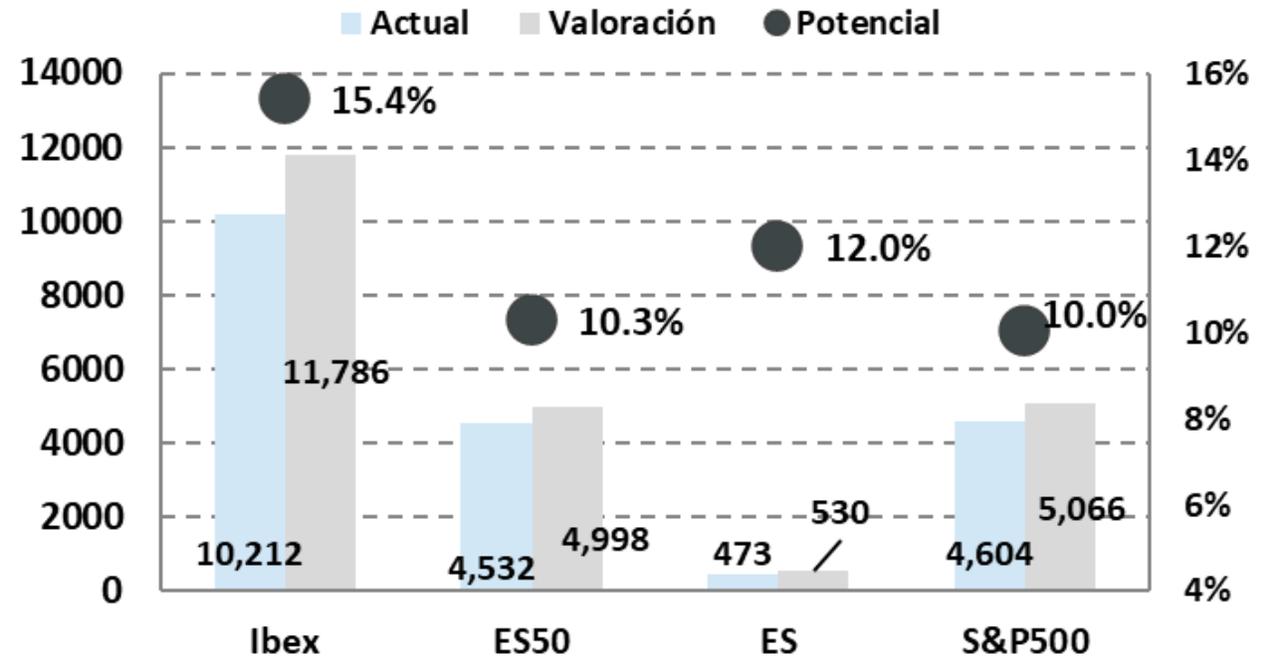
Para 2024 nuestras estimaciones bottom-up de valoración y las de consenso, siguen implicando un potencial de doble dígito para 2024.

Hace un año este potencial era de entre el 20% y el 30%, y además el potencial derivado de bottom up era similar al apuntado por Top Down.

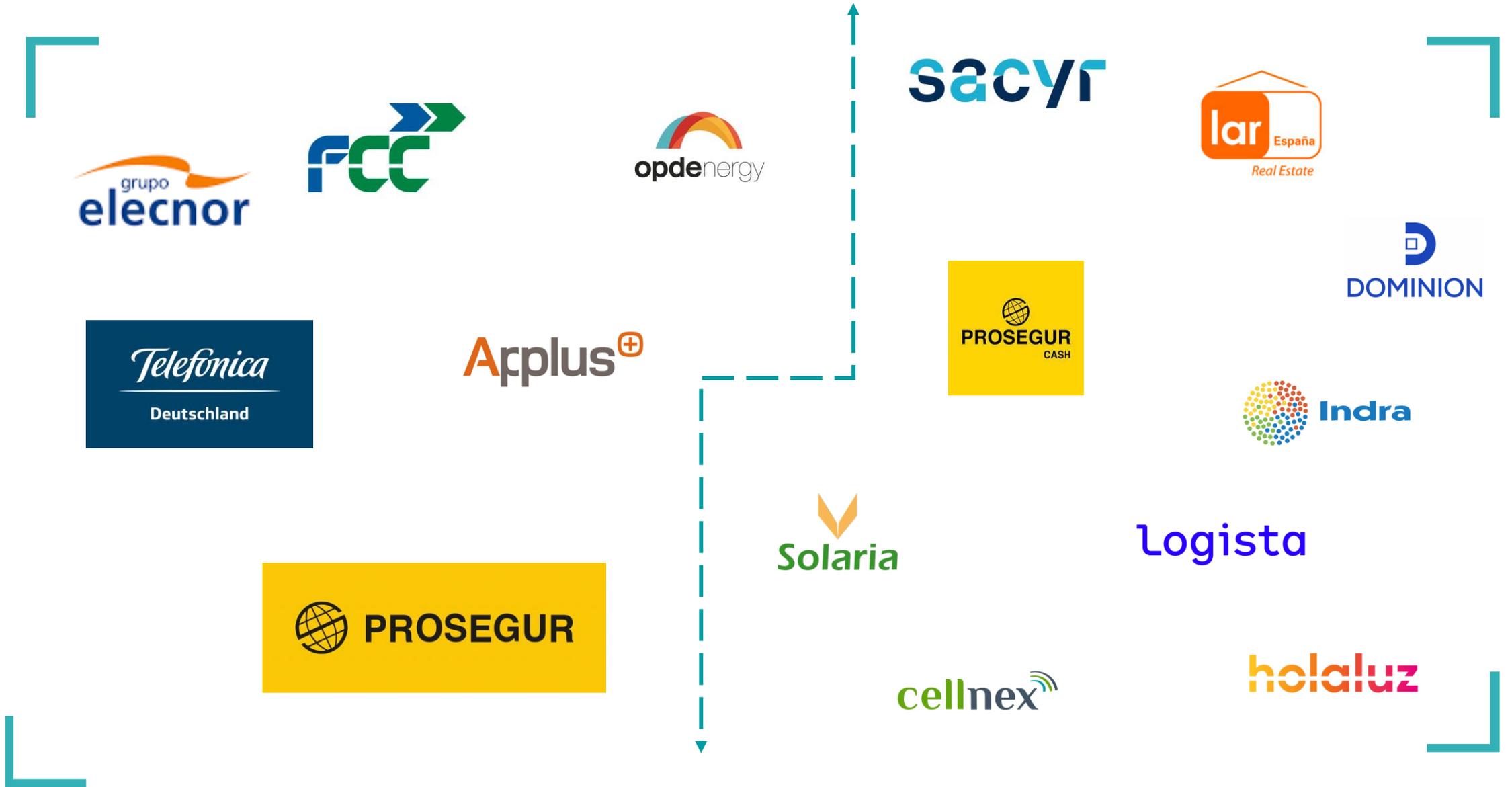
Para el Ibex vemos un potencial superior al de los otros mercados europeos y americanos.

Estos potenciales se suelen materializar en un periodo de entre 6 y 18 meses.

Índices principales: valoraciones teóricas (bottom-up)



Source: Factset, ESN- GVC Gaesco Valores, Bloomberg for EEUU





- Estimamos un escenario macro económico de desaceleración, pero sin entrar en recesión.
- Consideramos que hemos visto los picos en los tipos de interés, pero las primeras bajadas no las esperamos antes del verano de 2024.
- Vemos cierto ajuste a la baja en los beneficios estimados, pero en todo caso con crecimiento en 2024 frente a 2023. La mejora de márgenes y el avance de la digitalización compensan la subida de costes financieros.
- Las valoraciones de los mercados están más ajustadas que en el inicio de 2023, pero aún tienen potencial. Si el año pasado el potencial al valor teórico era del 30% de media en los índices europeos, este año es del 15%.
- Pensamos que en 2024 la renta variable podrá ofrecer un rendimiento de entre el 5 y el 10%, en todo caso por encima de la inflación de ese año.
- Elegimos una estrategia multisectorial para 2024, dado que por una rentabilidad escasa de los índices se tendrán que hacer una gestión oportunista para incrementar la rentabilidad de las carteras.
- Dicho esto, a día de hoy los sectores en los que vemos más empresas con potencial para 2023 son el industrial (acero, movilidad), inmobiliario, concesiones, redes y generación eléctrica, servicios industriales y telecomunicaciones.

SELECCIÓN DE VALORES



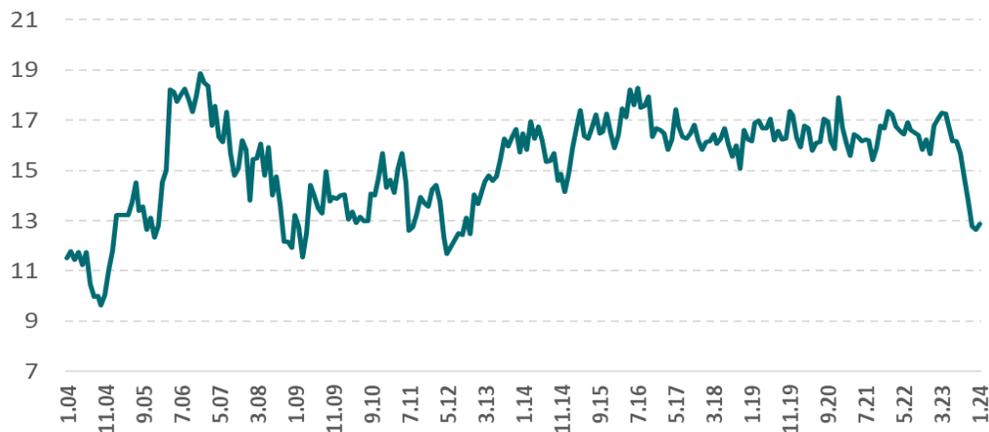
Mantenemos carteras muy diversificadas, sin un peso preponderante en ningún sector concreto, ya que aún existen dudas sobre la resistencia del escenario de crecimiento económico o sobre el calendario de movimientos de tipos de interés

Evolución del PE de Iberdrola



GVC Gaesco Valores, Factset

Evolución del PE de Ebro Foods



GVC Gaesco Valores,

Destacamos la capacidad de crecimiento en resultados gracias a la presencia renovables y redes globales, Combina elevada visibilidad y un dividendo atractivo y sostenible.

Como líder mundial de arroz, su presencia internacional rebaja el impacto de factores negativos en alguno de sus mercados. El progresivo aumento del valor añadido de sus productos le permite aumentar sus márgenes.

Evolución del PE de Acciona Energía



GVC Gaesco Valores, Factset

Evolución del PE de Solaria



GVC Gaesco Valores, Factset

Integración vertical, geográfica y de tecnologías, apoyan un crecimiento sostenido a largo plazo. La empresa es pionera en estrategias de integración solar y eólica y de fabricación de hidrógeno verde.

La total focalización en un producto, el solar y un mercado, el español, hacen diferenciarse a la empresa por su elevada rentabilidad. Esperamos diversificación selectiva en otros mercados y la introducción progresiva de tecnología de almacenamiento que mitigue la "curva de pato"

Evolución del PE de Cash



GVC Gaesco Valores, Factset

Evolución del PE de Logista



GVC Gaesco Valores,

El mercado solo está pagando el beneficio de 5 años por las dudas sobre la “desaparición” del efectivo y por el elevado peso de su presencia en Argentina. Los nuevos productos, la optimización del portfolio de mercados y las eficiencias ligadas a la recuperación de volúmenes.

La transformación desde una empresa 100% ligada al transporte y gestión del tabaco a una con creciente presencia en la logística de productos farmacéuticos y de alimentación, no ha sido aún reflejada en la cotización. Posibilidad de nuevas adquisiciones para mejorar la estructura de ingresos.

Evolución del PE de CIE



GVC Gaesco Valores, Factset

Evolución del PE de CAF



GVC Gaesco Valores, Factset

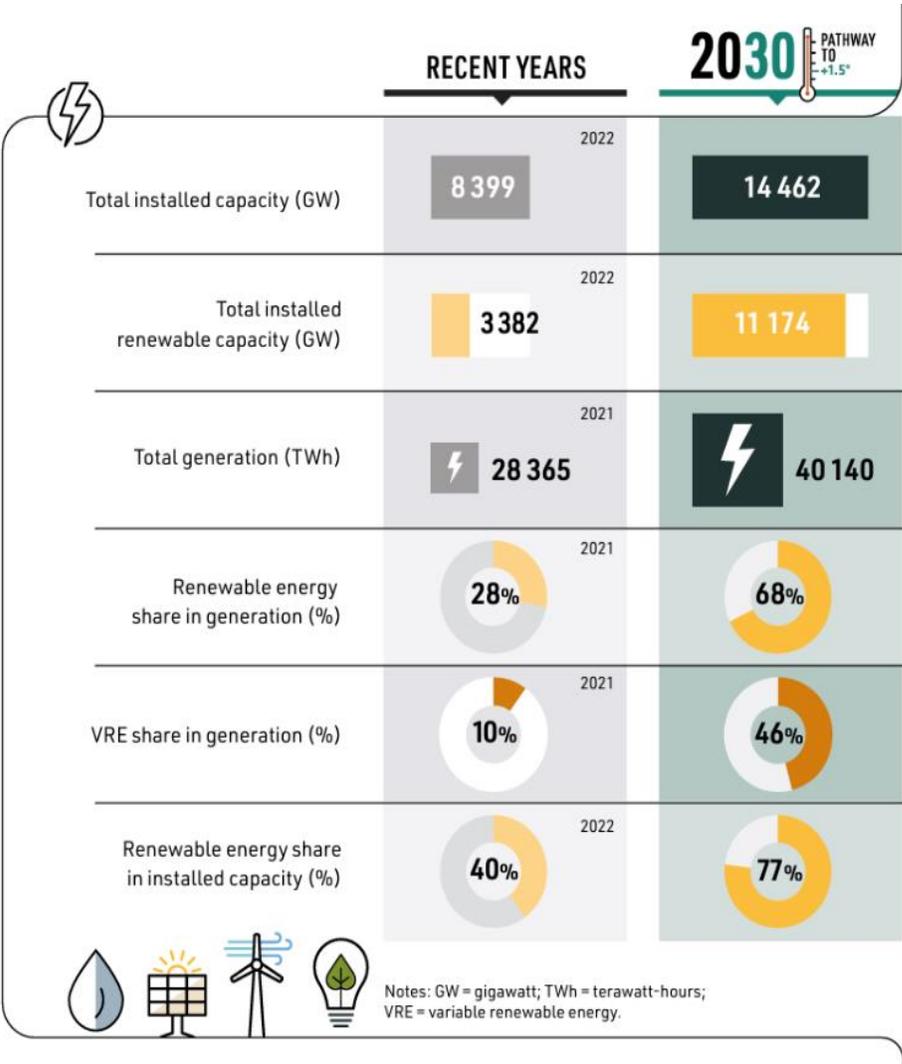
A pesar de un freno en las ventas de coches en Europa en 2024, esperamos crecimientos razonables en CIE.

Gracias a la generación de caja podrían invertir hasta 1.500 m EUR sin exceder las 2x DN/EBITDA al final del periodo del Plan con hueco para nuevas operaciones de M&A.

Perspectivas de contratación positivas en 2024, con backlog 2023e > 13 bn EUR, con un crecimiento de sector trenes del 3-4% a nivel occidental.

Solaris: expansión en segmento interurbano de cero emisiones en Europa y entrar en Norteamérica en autobuses urbanos cero emisiones

Mejorando márgenes y estabilidad en DN



Con fuertes crecimientos y ...

... y bajada de tipos, el viento está a favor del sector

Durante 2023 se han solucionado o puesto en marcha soluciones para acabar con los cuellos de botella que frenaron el desarrollo de renovables en 2021 y 22 como son el encarecimiento del transporte, la subida del coste de algunos componentes, el retraso en los permisos y la lentitud en las inversiones de redes.

Costes de inversión

Los precios de los módulos solares acumulan una importante caída en 2023, debido a excesos de producción en China y un menor ritmo de instalaciones en algunos mercados. El peso del coste de los módulos en la inversión unitaria de un parque solar oscila tradicionalmente entre el 40 y el 50%.

En eólico se espera estabilidad de precios.

Financiación

El nuevo entorno de posibles bajadas de tipos de interés a finales de 2024, está volviendo a mejorar el atractivo de financiar renovables. Los movimientos de tipos afectan sobre todo a los proyectos nuevos. Sin modificar otras hipótesis, estimamos que cada punto de aumento del coste financiero, reduce entre un punto y dos la rentabilidad apalancada del proyecto (con menor o mayor proporción de deuda).

Precios: riesgo de mismatching

El fuerte crecimiento en la puesta en marcha de nueva potencia solar, puede llevar a que durante las horas solares se hunda el precio de mercado y a que la tendencia de los precios medios de venta sea a la baja.

Para luchar contra esta posible volatilidad, todos los agentes del mercado (productores, los consumidores y los reguladores) están promoviendo el uso de contratos a plazo y PPAs.

La velocidad de la electrificación de la economía será clave.

TOP PICKS





¿Se logrará mantener la rentabilidad?

Dependerá de la política monetaria y del crecimiento económico

Los bancos españoles han vuelto a presentar ROTES superiores al coste de los recursos propios tras más una década de rentabilidades insuficientes. En 2024, el previsible incremento de la remuneración del pasivo junto con el aumento esperado del coste del riesgo se compensará con la reducción de las contribuciones al FUR y al FGD resultando en un beneficio agregado plano. La debilidad esperada de la demanda crediticia permitirá seguir generando capital de forma orgánica una vez cubiertos dividendos por lo que no son descartables nuevas recompras de acciones.

TIPOS DE INTERÉS

El margen de intereses tocará techo en 1T ó 2T, dependiendo de la evolución de la beta de los depósitos. La política monetaria del ECB y los tipos de interés de equilibrio a medio plazo son determinantes de la rentabilidad recurrente de los bancos.

DESACELERACIÓN ECONÓMICA

El menor crecimiento económico impactará la demanda de crédito y el coste del riesgo. Esperamos una nueva caída del crédito doméstico (-2%/-5%) en 2024e. Partiendo de unos niveles relativamente bajos de COR, esperamos un aumento del mismo.

IMPUESTOS Y OTROS

El impuesto a la banca (1.120mnEUR en 2023) podría ser prorrogado más allá del 2024. Recordemos que inicialmente era por dos años. Para alivio de las cuentas de resultados, el FUR ya está completado (unos 700mnEUR anuales para los bancos cotizados) y la contribución al FGD (1.500mn EUR) posiblemente se reduzca.

TOP PICKS





La recuperación se plasma en 2023

... y en 2024 el escenario sigue siendo positivo

El tráfico ya se ha recuperado, y en algunos casos ha excedido, el nivel del 2019. Continúa el dinamismo en el pipeline de futuro proyectos, eso sí, con una creciente competencia. En construcción los márgenes permanecen elevados y no hay un deterioro relevante del circulante. La evolución de las carteras de construcción está siendo positiva al calor de los planes de estímulo.

En 2024 vemos factible que este escenario se mantenga.

Nuestro top pick entre las concesionarias es Sacyr en donde vemos cierta prima especulativa a la espera de que se celebre su capital market day. Con Elecnor tomamos partido por la electrificación de la economía.

CONCESIONES

Seguiremos viendo rotación de activos a la búsqueda de mayor valor añadido. Un ejemplo, la venta de Heathrow. Se abre por tanto un período de fuertes inversiones con el foco en EEUU. El uso del modelo concesional continúa extendiéndose por el mundo y ya casi cualquier activo es concesionable, los últimos en llegar los de las infraestructuras digitales o de transición energética.

CONSTRUCCIÓN

El foco está centrado en la reducción de riesgo de las carteras mediante el uso de contratos colaborativos. La búsqueda de mayores márgenes conduce a ciertos nichos de mercado como el de la construcción de data centers, plantas de baterías, instalaciones de producción de hidrógeno, o almacenamiento de energía.

BAJO RIESGO FINANCIERO

La venta de activos ha permitido que el sector goce de buena salud financiera ante un nuevo ciclo inversor. Deberíamos ver dividendos extraordinarios asociados a la venta de activos. Sacyr es la única compañía en donde vemos un claro interés especulativo.



Un 2023 lastrado por las yields ... y para el 2024 toca anticiparse

De cara a final de año veremos una nueva subida de yields que ensombrece un año en el que las rentas crecen de manera relevante, gracias a la alta inflación, los mayores release spread y a una ocupación que no se ha deteriorado.

Toca anticiparse a un previsible descenso de los bonos y con ello de las yields en 2024. Con este escenario de menor inflación, y de cierto deterioro de la ocupación, el crecimiento será inferior al registrado en 2023.

Nos gusta Merlin en donde buscamos la creación de valor de su cartera de proyectos (data centers, logístico). Aunque también valoramos la calidad de los activos de Colonial y el buen comportamiento operativo de Lar .

OFICINAS, C. COMERCIALES

Lo ocurrido en EEUU/UK nada tiene que ver con la realidad en España. El teletrabajo ha quedado en algo residual y en España las empresas tecnológicas no abundan. Con ello la ocupación no se ha deteriorado y los alquileres de mercado no han cedido.

Las ventas y afluencia en los cc están por encima del 2019, la ocupación se mantiene muy elevada y el release spread es positivo. Ha sido la sorpresa del año.

LOGISTICA, DATA CENTERS

A pesar de la subida de yields, la logística continúa siendo un producto con gran potencial asociado al desarrollo del comercio electrónico.

La demanda de data centers es ingente y la clave está en contar con un especialista tecnológico en el que apoyarse para construir y gestionar los activos. Merlin lo tiene.

MINIMO RIESGO FINANCIERO.

El sector cuenta con LTV por debajo del 40%, una deuda a tipo fijo cercana al 100% y con vencimientos cuya renovación no supondrá un impacto significativo.

La rotación de activos continuará y los fondos se reinvertirán (Lar, Merlin) y Colonial lo destinará a reducir el LTV.

En Merlin y Lar vemos cierto interés especulativo.

¿POR QUÉ INVERTIR
CON **GVC GAESCO**?

+50
AÑOS DE HISTORIA

+300
PROFESIONALES

+30.000
CLIENTES

+4.500
MILLONES DE EUROS
ADMINISTRADOS Y GESTIONADOS



¿YA ERES PARTE DE
GVC GAESCO?

Ponte en contacto con tu asesor
patrimonial o escríbenos a

atencioncliente@gvcgaesco.es

También puedes llamarnos al

932712000 | 911988500 | 900909065.

Estaremos encantados
de atenderte

ACCESO CLIENTE



¿AÚN NO ERES
CLIENTE?

Hazte **Cliente de GVC Gaesco** en
pocos minutos, de forma segura
y completamente online.

**Abrir una cuenta no tiene
asociado ningún coste.**

HAZTE CLIENTE

| DISCLAIMER, CONSIDERACIONES LEGALES Y DEFINICIONES

La presente información tiene carácter publicitario de GVC Gaesco Valores, S.V. SA. y fin meramente informativo a los destinatarios, cumpliendo con las normas de conducta aplicadas a todos los servicios de inversión. Por ello, se ha intentado que la información sea suficiente y comprensible para cualquier receptor probable de la misma. GVC Gaesco Valores, S.V., S.A., con CIF A-62132352 y domicilio social en C/Fortuny 17 - 28010 MADRID (ESPAÑA). GVC Gaesco Valores pertenece al Grupo GVC Gaesco, siendo una empresa de servicios de inversión registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 182.

GVC Gaesco Valores es miembro de los mercados de valores nacionales (Bolsa de Barcelona, Madrid, Valencia) y miembro liquidador custodio de MEFF.

Todos los productos y servicios prestados por GVC Gaesco Valores se encuentran sometidos a la legislación vigente y bajo la supervisión de CNMV, Banco de España y demás órganos reguladores. Para más información pueden dirigirse a:

- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Oficina Atención Inversor – Edison 4, 28006 Madrid; Tfno. 91 585 15 00
- Banco de España, Alcalá, 48, 28014 Madrid; Tfno. 91 338 50 00

GVC Gaesco Valores está adherido al Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN) de acuerdo con lo previsto en la normativa vigente. El Fondo de Garantía de Inversiones tiene por objeto garantizar a los Clientes la recuperación de sus inversiones hasta el límite señalado en los supuestos legal y reglamentariamente previstos. GVC Gaesco Valores tiene a disposición de los clientes información detallada sobre el referido Fondo, su funcionamiento, los supuestos y forma de reclamación, la garantía, su alcance y regulación, entre otros, en el Tablón de Anuncios disponible en la página Web de GVC Gaesco, www.gvcgaesco.es, así como en cualquiera de sus oficinas.

El Cliente o potencial Cliente podrá comunicarse con GVC Gaesco Valores en castellano y catalán. GVC Gaesco Valores pone a disposición del Cliente los siguientes medios de comunicación:

- Presencialmente a través de la propia red de oficinas y agentes de GVC Gaesco Valores
- A través del Servicio de Atención Telefónica – Tfno. (34) 932 712 000 – (34) 911 988 500 – (34) 900 909 065 – Fax (34) 935 504 775
- A través de Internet y aplicaciones móvil en el caso de aquellos clientes que hayan contratado estos servicios electrónicos
- A través de correo postal dirigiéndose a GVC Gaesco Valores S.V. S.A.U, C/ Doctor Ferrán 3-5, 08034 Barcelona
- A través de la zona de solicitud de información a través de la web www.gvcgaesco.es

La información de carácter general de GVC Gaesco Valores, así como la relativa a sus agentes, se recoge en su página web www.gvcgaesco.es. El Cliente podrá comunicarse con GVC Gaesco Valores en castellano y catalán. El Grupo GVC Gaesco mantiene registrado en la CNMV un Reglamento Interno de Conducta, cuyo objetivo principal es determinar los criterios de comportamiento y actuación que deberán observar las personas competentes de acuerdo con lo que se establece en su articulado, en relación con las operaciones con valores y con la Información Privilegiada, así como con el tratamiento, utilización y divulgación de la Información Relevante en orden a favorecer la transparencia en el desarrollo de las actividades del Grupo GVC Gaesco y la adecuada información y protección de los inversores y de aquellas otras personas o instituciones que tuvieran relación con el Grupo GVC Gaesco.

El Reglamento Interno de Conducta tiene carácter complementario de los Códigos de Conducta o normas de carácter análogo que puedan haberse establecido con carácter general por la legislación vigente o las autoridades competentes, en especial, el Código General de Conducta de los Mercados de Valores y las normas que, en su caso, lo desarrollen o modifiquen, que serán de estricto cumplimiento por parte del Grupo GVC Gaesco.

La información contenida en el presente documento hace o puede hacer referencia a rendimientos pasados o a datos sobre rendimientos pasados de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión, en consecuencia, el cliente es advertido de manera general de que dichas referencias a rendimientos pasados no son, ni pueden servir, como indicador fiable de posibles resultados futuros, ni como garantía de alcanzar tales resultados.

Es posible que entre la información contenida en el presente documento existan datos o referencias basadas o que puedan basarse en cifras expresadas en una divisa distinta de la utilizada en el Estado Miembro de residencia de los destinatarios o receptores posibles del presente documento. En tales casos, es necesario advertir de forma general que cualquier posible cambio al alza o a la baja en el valor de la divisa utilizada como base de dichas cifras puede provocar directa o indirectamente alteraciones (incrementos o disminuciones) de los resultados de los instrumentos financieros y/o servicios de inversión a los que hace referencia la información contenida en el presente documento.

| DISCLAIMER, CONSIDERACIONES LEGALES Y DEFINICIONES

Información relativa a Abuso de Mercado y Conflictos de Interés e histórico de recomendaciones disponibles en www.gvcgaesco.es y en nuestras oficinas.

Toda la información contenida en este informe ha sido recopilada y elaborada de buena fe por GVC Gaesco Valores S.V., S.A., de fuentes que consideramos fiables (incluyendo las cuentas y auditorías públicas). Las opiniones expresadas en el mismo son exclusivas de nuestro departamento de análisis. Este documento no constituye una invitación a comprar o vender títulos. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., no acepta ninguna responsabilidad del uso de este informe. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., puede tener puntualmente ciertas posiciones en algunos de los valores mencionados en este informe, a través de su cartera de trading o negociación. Adicionalmente puede existir alguna relación de tipo comercial entre GVC Gaesco Valores S.V., S.A., y dichas sociedades. Este y otros documentos sólo son una fuente de información, entre otras, que no pretende constituir en sí mismo una herramienta de decisión de inversión. En ningún modo este u otros documentos de análisis realizado por nosotros, puede ser utilizado para la toma de decisiones de inversión. Cada inversor es responsable de sus propias decisiones y este documento u otros sólo constituyen una fuente de información complementaria.

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests are available in our web page www.gvcgaesco.es and our offices.

The information and opinions contained in this document have been compiled by GVC Gaesco Valores S.V., S.A., from sources believed to be reliable (including accounts audited and published). This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, GVC Gaesco Valores S.V., S.A., can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the mentioned companies. This document and others compiled by GVC Gaesco Valores and ESN members is only one source of information, among others, and is not intended to be an investment decision tool in itself. In no way may this or any other research documents produced by us be used for investment decisions. Each investor is responsible for his or her own decisions and this document or others are only a source of supplementary information.



www.gvcgaesco.es

atencioncliente@gvcgaesco.es | 93 271 20 00 - 91 198 85 00 - 900 909 065