



Visión de renta variable
Después de la tormenta
llega la calma

Enero 2023



Consideramos el año 2023 como el año de la normalización

- Tras la tormenta que esperábamos en 2022, vemos posible el retorno de la calma a los mercados en 2023.
- Los shocks creados por la pandemia en la cadena de producción y acrecentado y alargado por la invasión rusa de Ucrania, ha alargado sus efectos a todo el 2022, están aflojando actualmente.
- Tal y como esperábamos, la recuperación de los niveles pre-covid se va a alcanzar en 2023, a pesar de que la crisis energética y la inflación ha retrasado esta recuperación en Europa.
- En 2022 el desequilibrio entre evolución de resultados y de cotizaciones se ha agrandado, en nuestra opinión por el riesgo de la sobrerreacción de los bancos centrales.
- La situación geopolítica, la polarización política, la desigualdad y decisiones políticas erróneas, siguen siendo riesgos latentes, así como la del COVID en China.
- Vemos un potencial del 20% en la renta variable en 2023 desde los niveles de cierre de 2022.
- Con este entorno los sectores que más nos gustan en este inicio del ejercicio son las infraestructuras, los valores industriales, los bancos y de forma selectiva TMT, salud, transición energética y alimentación.

¿Que esperábamos hace un año para 2022?

Extracto de la presentación de enero de 2022

Estrategia renta variable 2022 Navegando a través de aguas turbulentas

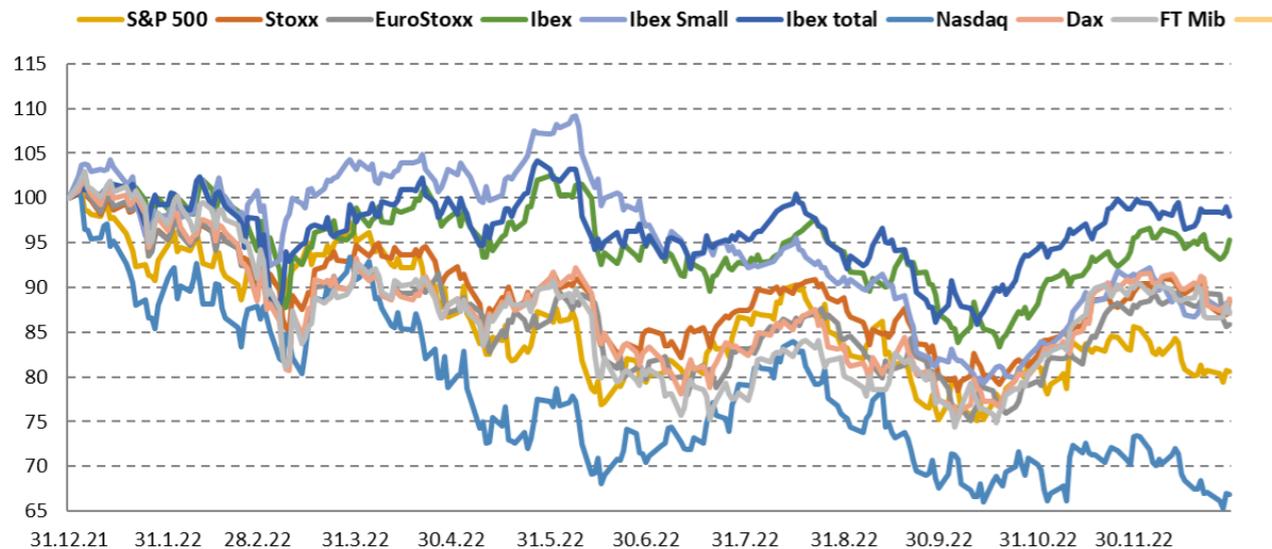


- Inflación proveniente de oferta y riesgos geopolíticos con efectos indeseados en la economía.
- Dudas sobre el impacto de la inflación en los consumidores cuando se agote el ahorro extra.
- Sobrerreacción de los bancos centrales.
- Medidas equivocadas de los legisladores respecto al COVID.
- Ganancias y retrocesos en ciertos sectores como el turismo y los bancos.
- Nuevas tensiones geopolíticas como Taiwán y Rusia.
- Poco potencial en la bolsa con multiplicadores cerca de los máximos

Nuestro escenario central preveía subida 0% para la bolsa europea y del -10-15% si se alargaba el conflicto en Ucrania

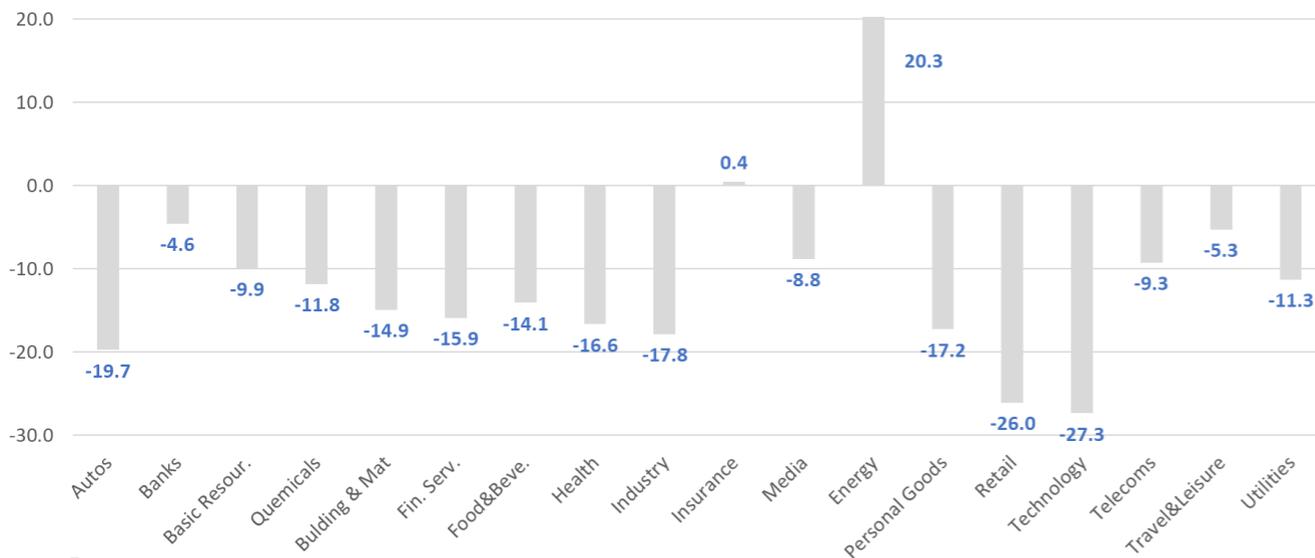
Dónde estamos: Partimos de niveles poco exigentes en 2023, con casi todos los sectores en pérdidas en 2022

Comportamiento en 2022



Todos los índices bursátiles de nuestro entorno han tenido pérdidas en 2022, del 5% en el Ibex, del 10% en Europa y del 20-30% en EEUU.

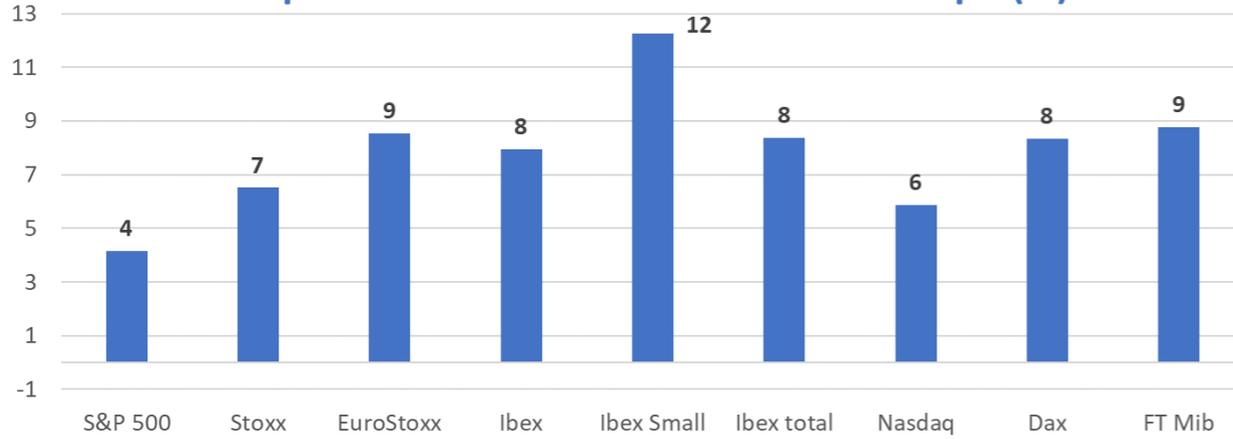
Comportamiento Sectores en 2022 en Europa (%)



Solo el sector de las petroleras presentó un resultado muy positivo en el conjunto del ejercicio, mientras sectores de consumo como Retail, Tecnología o automóviles, fueron los más penalizados.

Un comienzo del año que consume la mitad del potencial que vemos, por lo que toca gestión activa

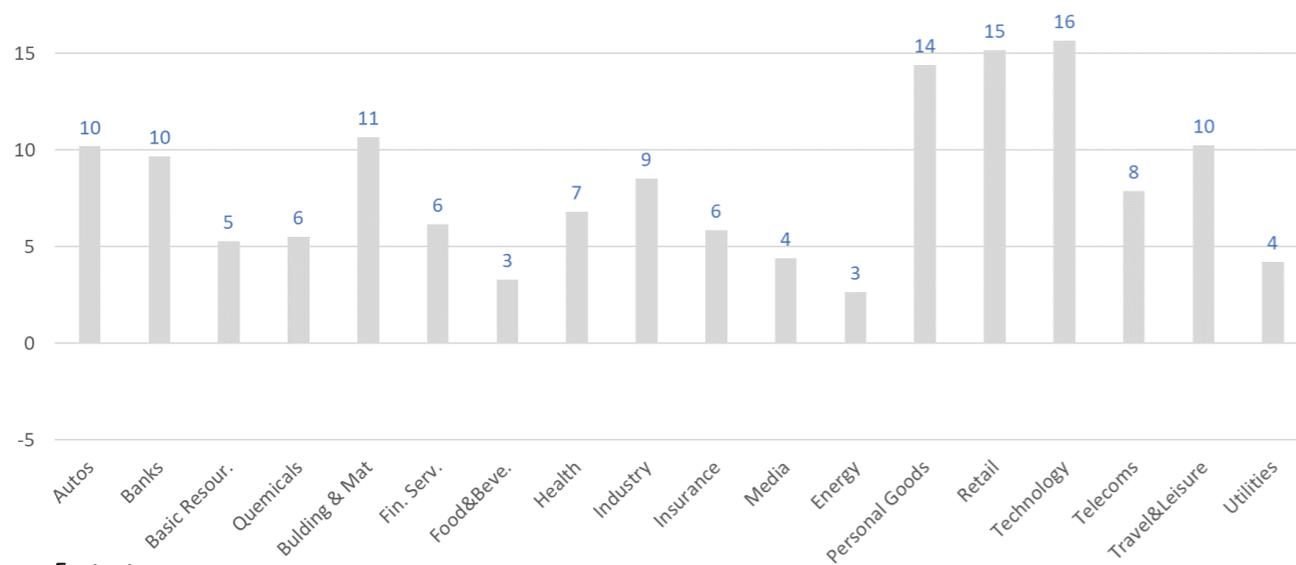
Comportamiento Índices en 2023 en Europa (%)



Factset

La reacción alcista que estamos viendo desde primeros de año está dentro del comportamiento positivo que esperamos para el año, pero como pasa en muchos ejercicios, puede ser demasiado concentrada en varios momentos temporales.

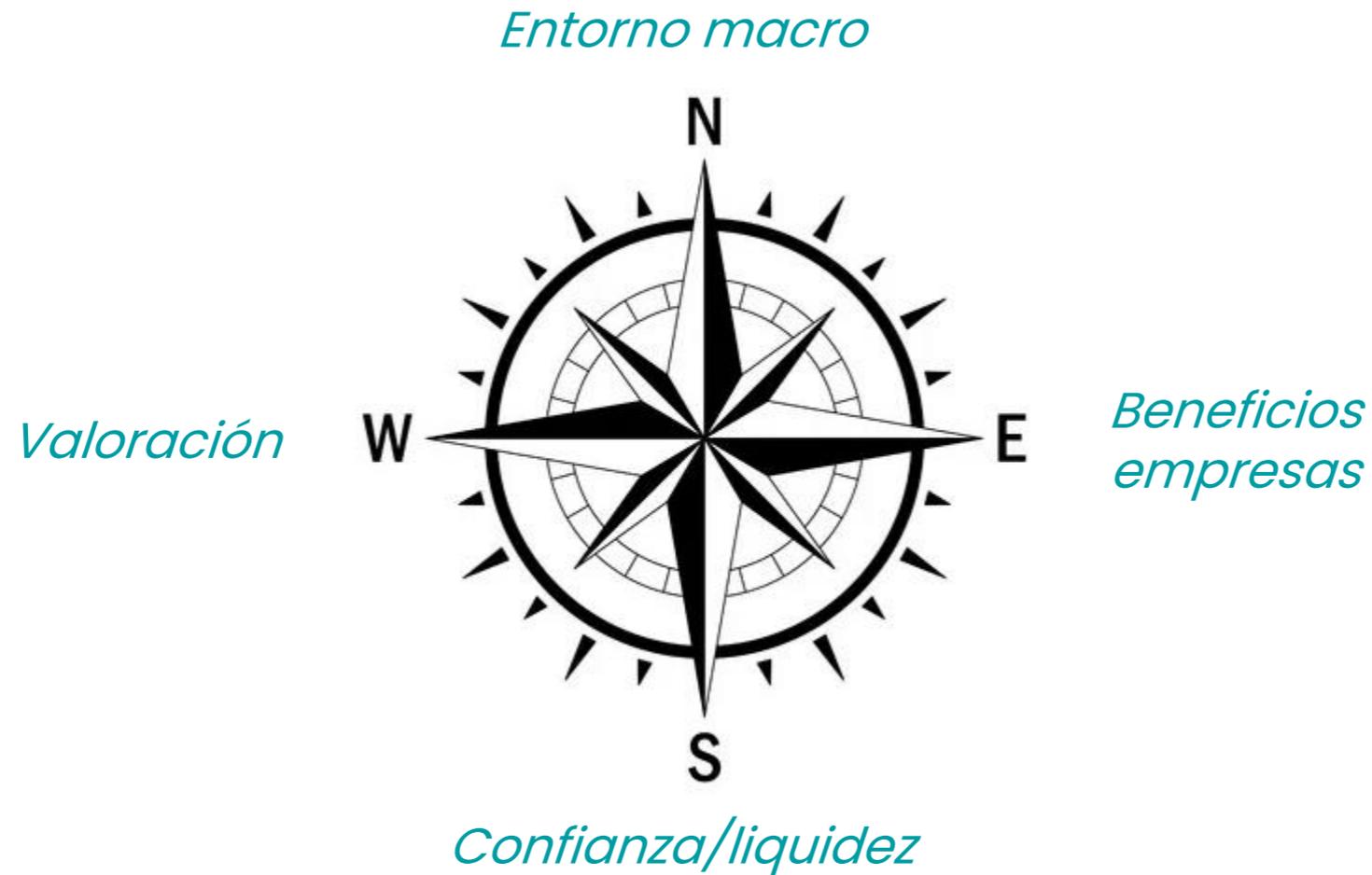
Comportamiento Sectores en 2023 en Europa (%)



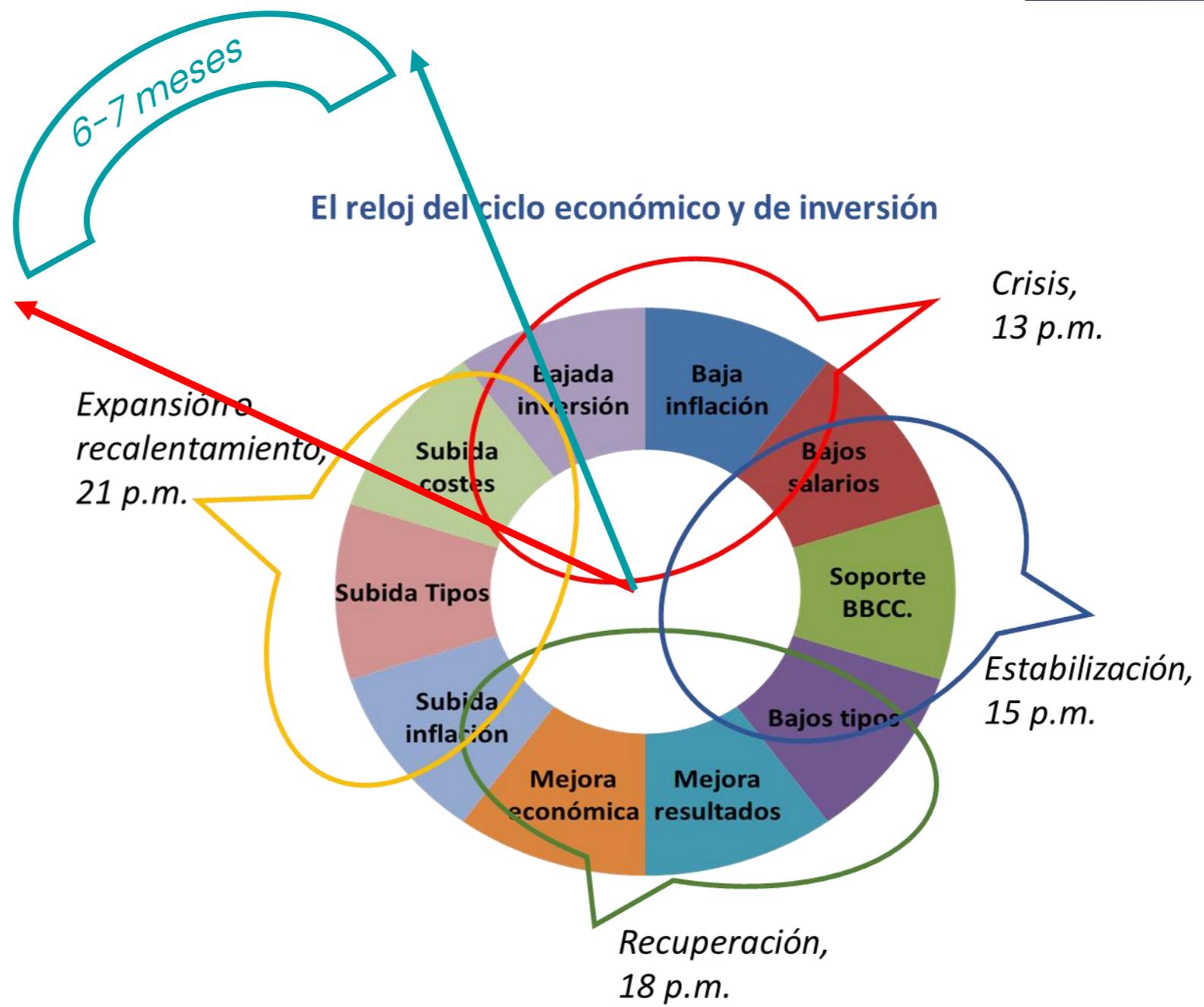
Factset

Grandes ganancias sectoriales en el comienzo del ejercicio, aunque con un patrón muy típico de rebote y una apuesta clásica en el año de incluir en las carteras a los activos más penalizados.

Revisitando las **principales coordenadas** que marcan el paso a la bolsa



El ciclo económico y de inversión se cumple aunque la duración de sus fases se altera por los shocks externos como la marcha de la guerra en Ucrania o las políticas Covid en China



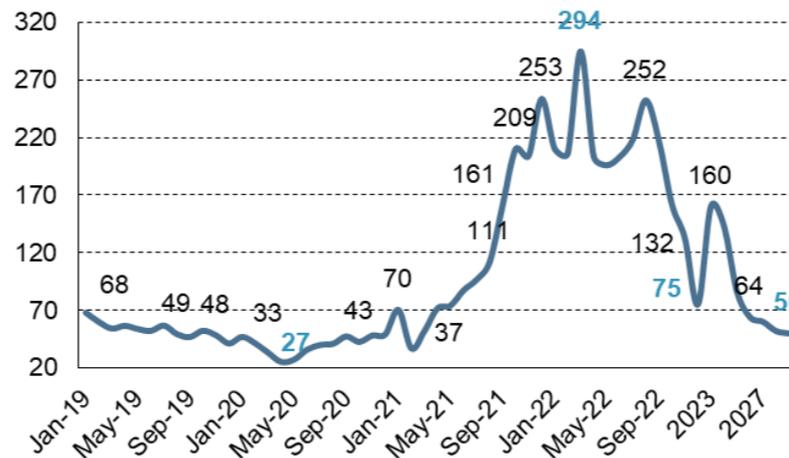
Consideramos el año 2023 como el año de la normalización

Indicador Margen Refino España



Repsol. Bloomberg. GVC Gaesco Valores. ESN

Precio electricidad España (EUR/MWh)



OMIE y OMIP. GVC Gaesco Valores

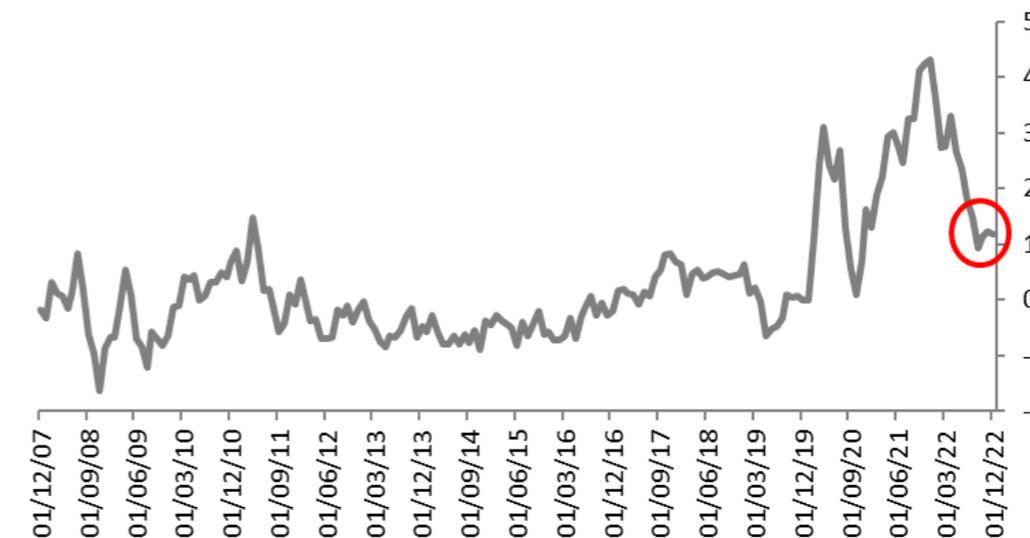
MATERIAS PRIMAS INCLUYENDO PETROLEO



Bloomberg

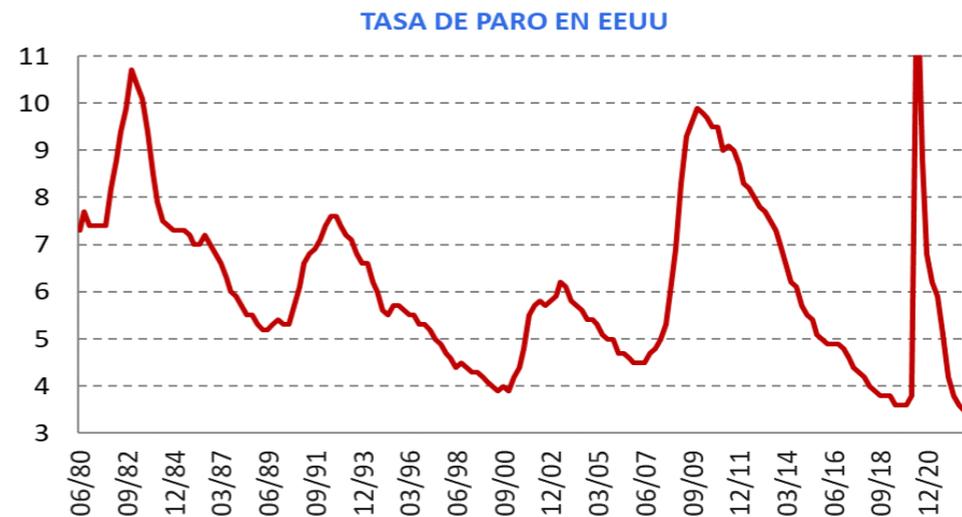
Observando multitud de índices de actividad y de materias primas, se ve que la situación creada por la pandemia no tuvo precedente en ninguna otra crisis y la reacción posterior tampoco. Lo normal es que la adaptación de las empresas y los consumidores al entorno cambiante de precios equilibre la situación progresivamente.

Indice de tensiones en las cadenas de suministro*

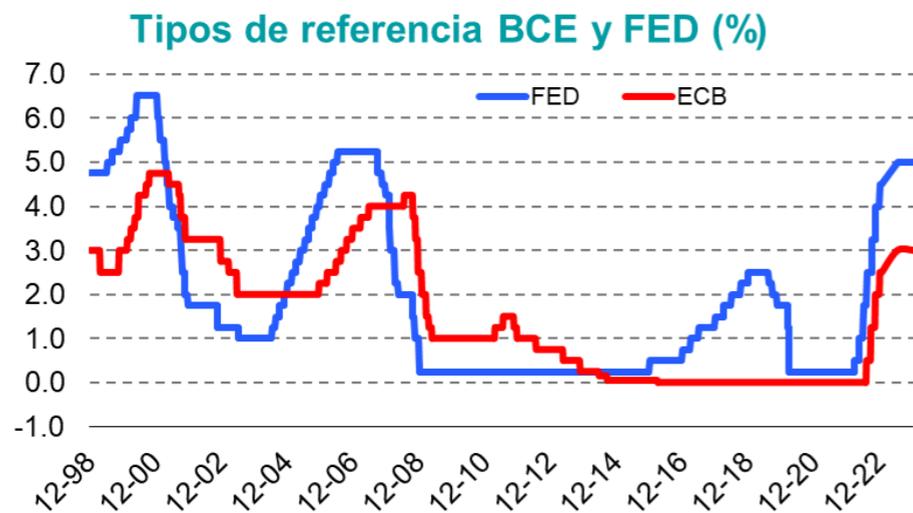


Bloomberg * New York Federal Reserve

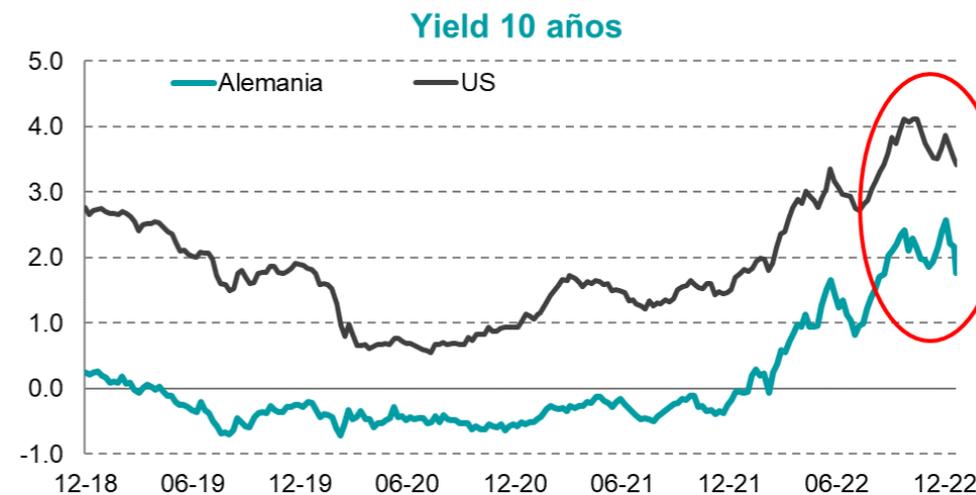
El año de los bancos centrales: la clave para los mercados está en cuándo se empezará a descontar el fin de la subida



Bloomberg. GVC Gaesco Valores

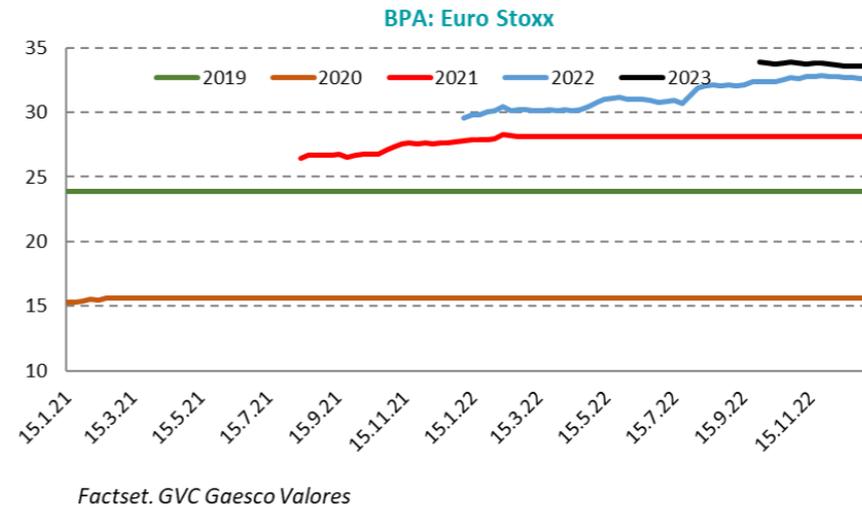
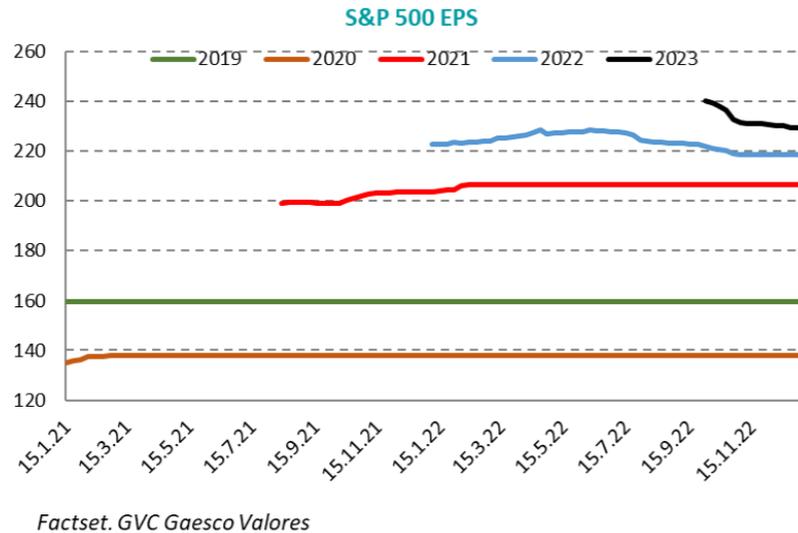
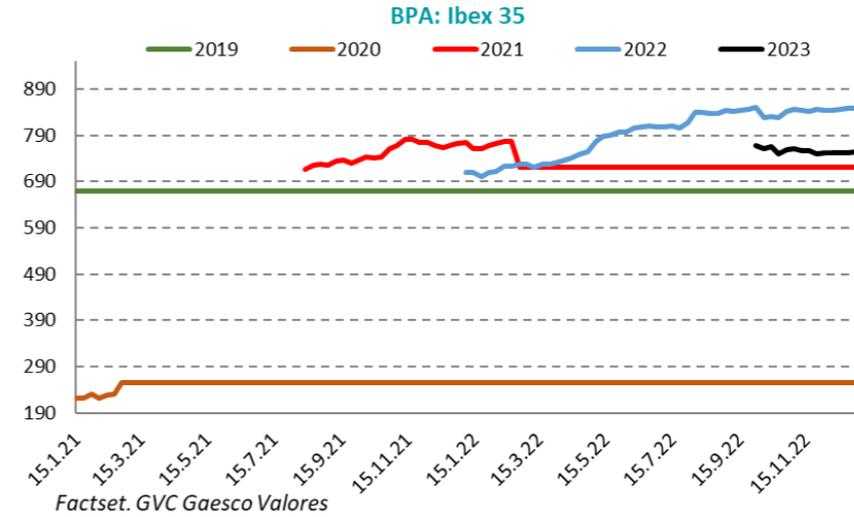
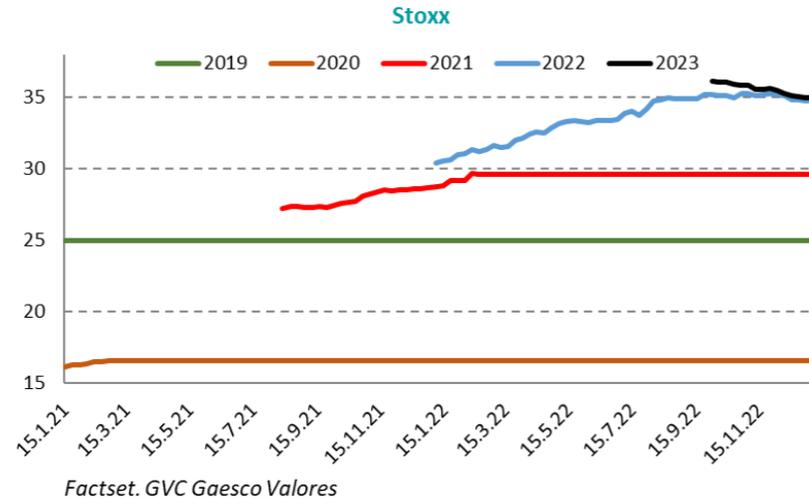


Bloomberg. ESN GVC Gaesco Valores



Bloomberg. GVC Gaesco Valores

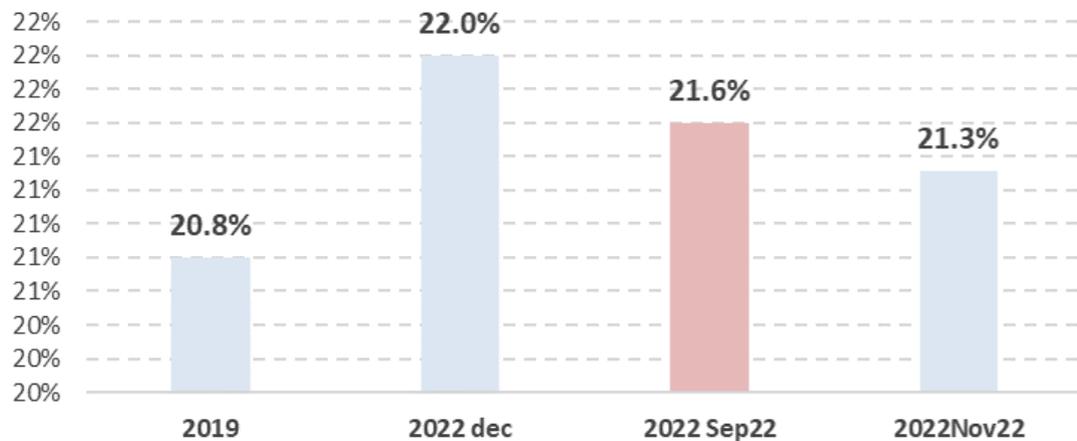
Aunque las estimaciones de beneficios después de la presentación de 9M22 se mantuvieron...empiezan a bajar en el comienzo de 2023



Lo cierto es que después de muchos años con muchos factores a favor, los beneficios empresariales están por encima de lo que sería el nivel tendencial a largo plazo y hay riesgo de que se produzca una reversión a esa referencia

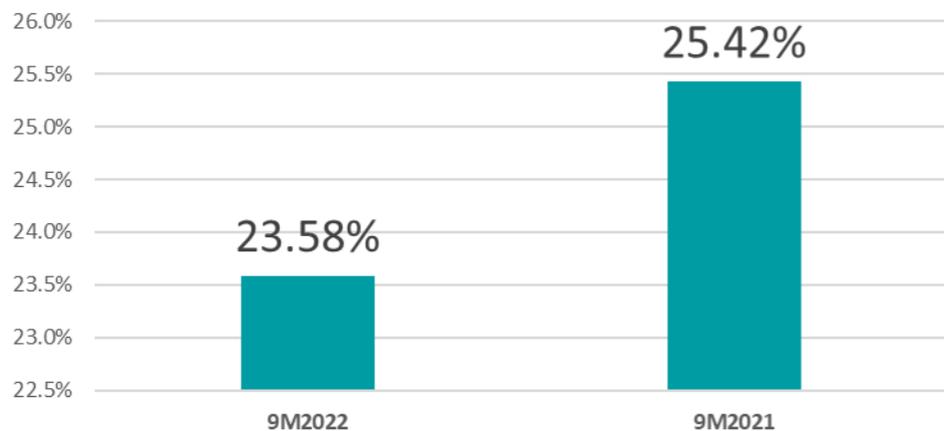
Márgenes se mantienen razonablemente fuertes, aunque afectados por la inflación de costes (traslación más lenta a precios)

Europe Ebitda Margin



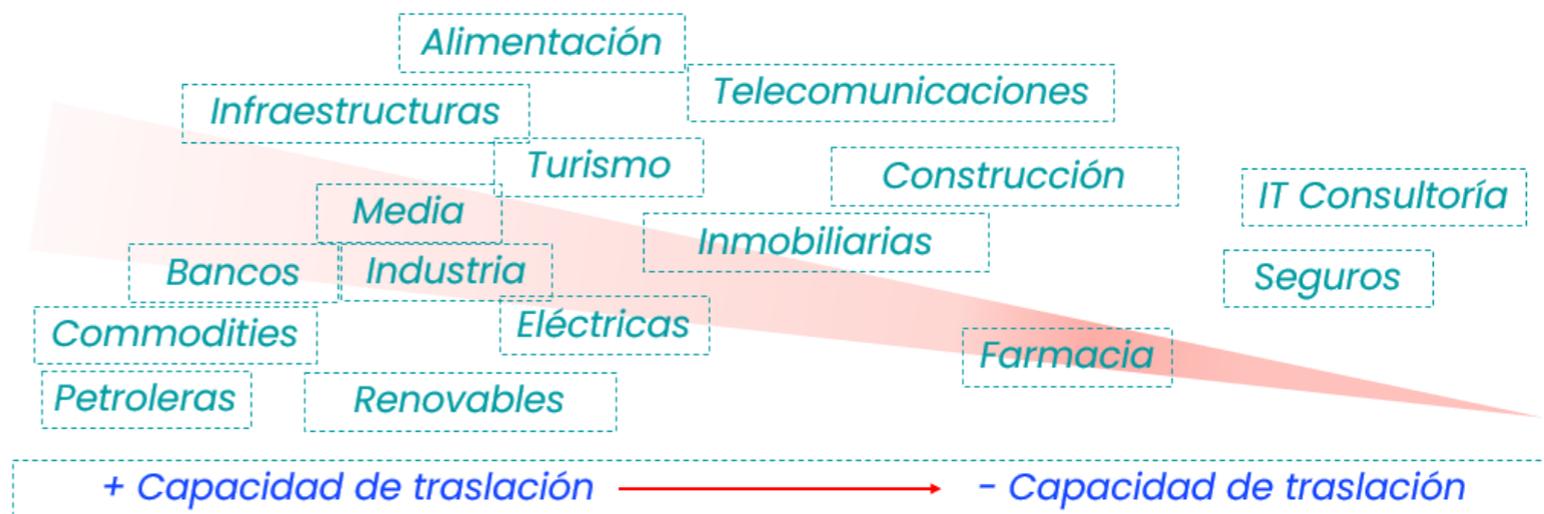
GVC Gaesco - ESN

Margen Ebitda empresas España



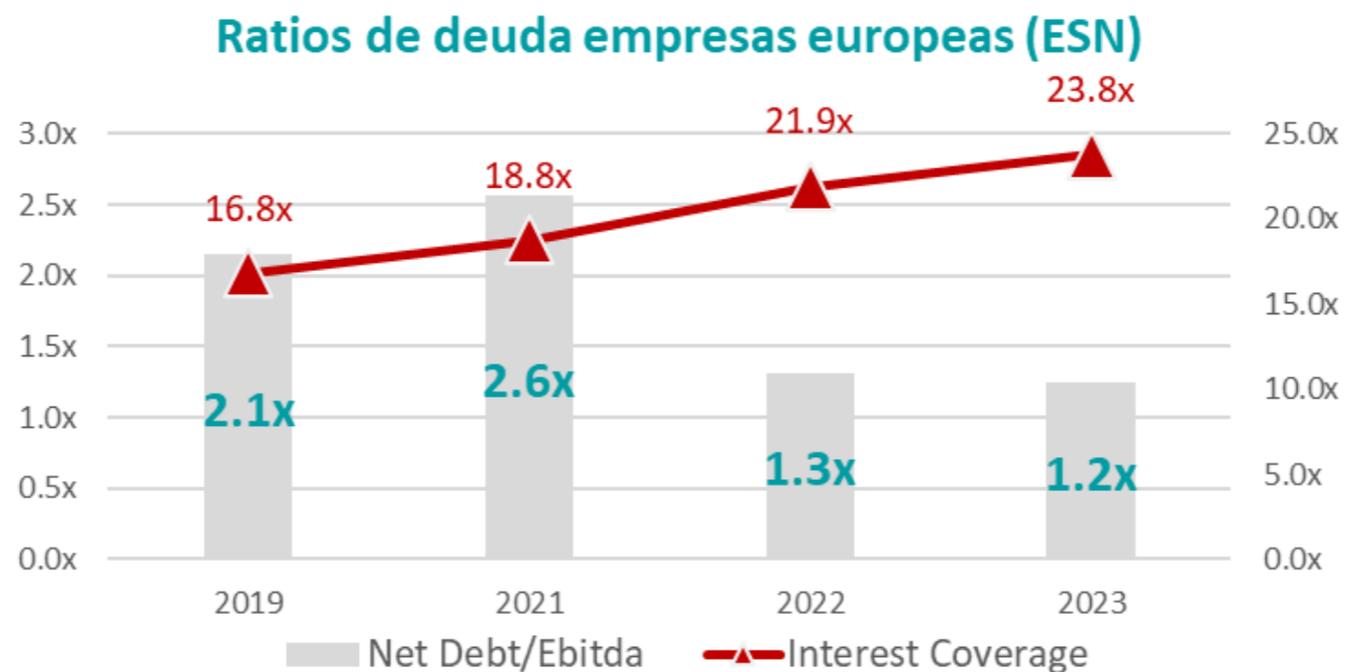
Estimaciones GVC con datos 92022

La capacidad de traslado de costes a precios cambia por sectores



- Pero dado que las ventas están creciendo fuertemente en 2022, los beneficios en nivel absoluto también crecen a pesar del efecto margen.
- Una vez se detenga la inflación, podemos ver ensanchamiento de márgenes, por mantenimiento de precios.
- La recuperación de los márgenes tiene un cierto retraso.

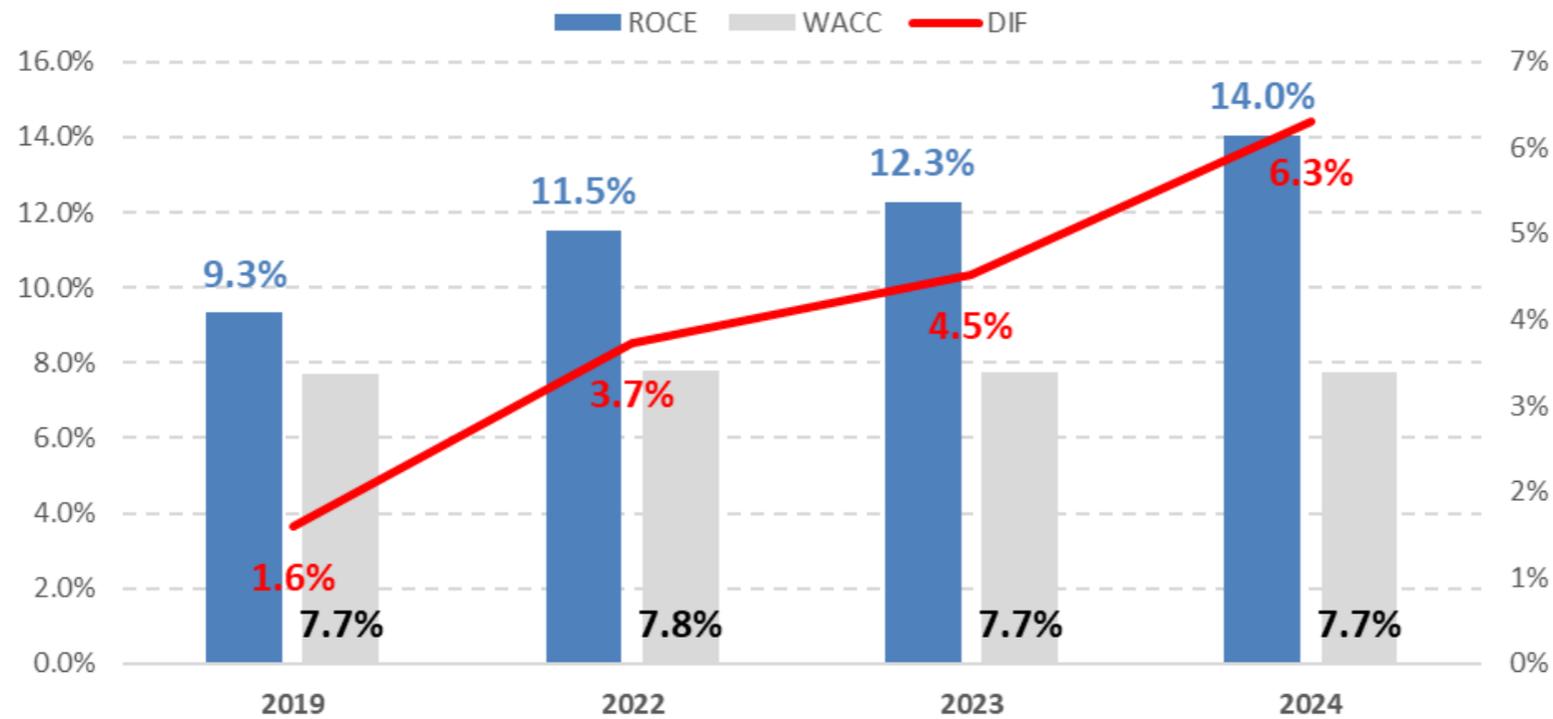
En general las empresas europeas han reducido el **apalancamiento** frente a los niveles pre-COVID por lo que la subida de tipos tendrá un impacto moderado en los beneficios



ESN y GVC Gaesco Valores

Con una rentabilidad creciente la creación de valor frente al coste de los recursos propios y ajenos seguirá siendo una realidad

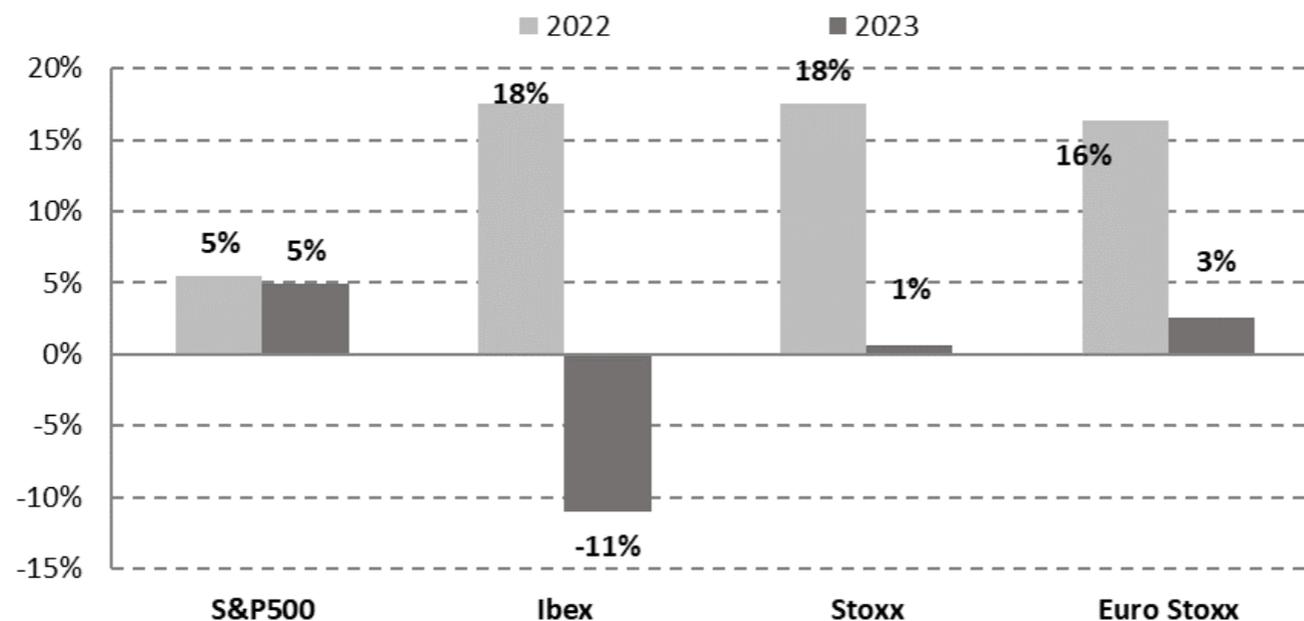
Creación de valor en las empresas europeas



Estimaciones GVC Gaesco Valores y ESN con datos 92022

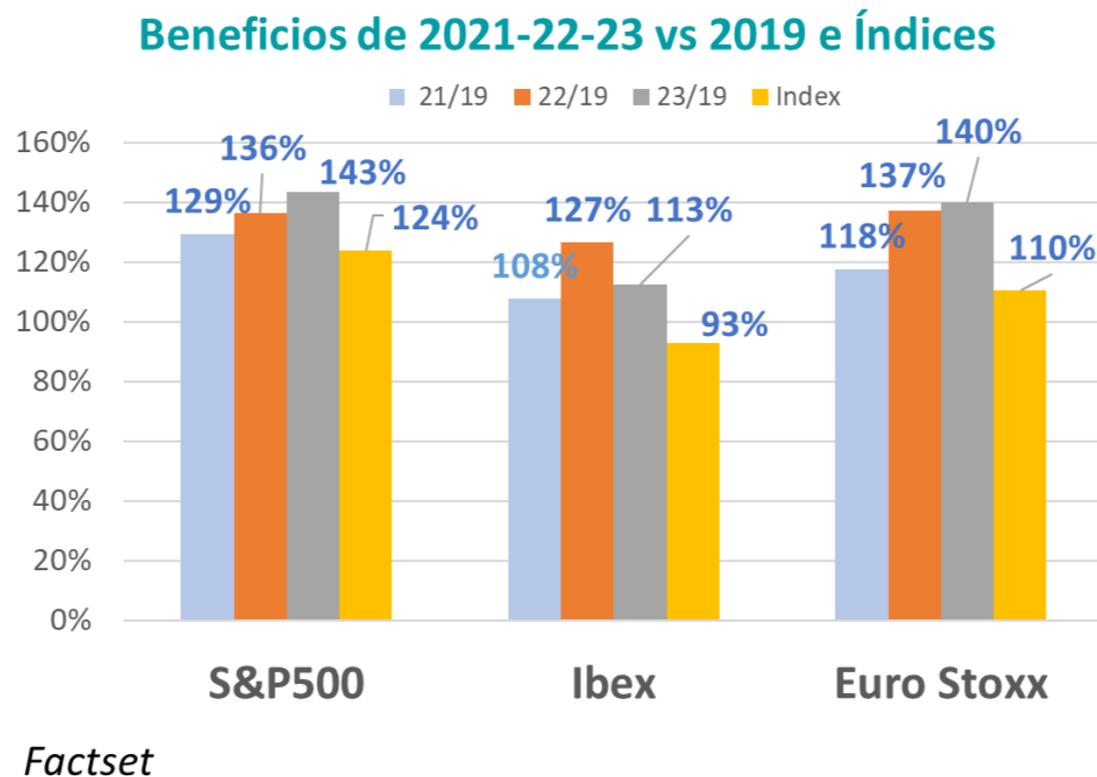
Como parte de la normalización esperada después del aumento de los beneficios de 2021 y 2022, el año 2023 se presenta con estabilidad en los beneficios

Estimaciones de crecimiento de BPA por mercados



Estimaciones Factset, ESN y GVC Gaesco

Hay una discrepancia entre el punto en el que se encuentran los índices bursátiles y los beneficios empresariales

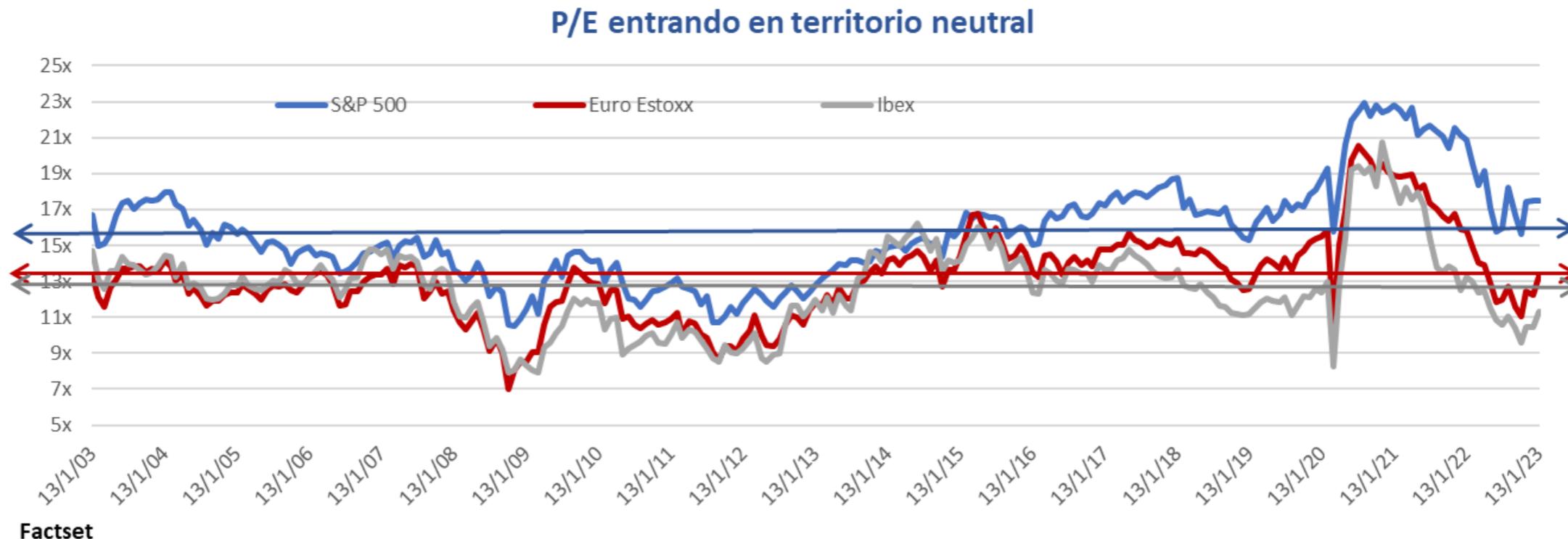


Los beneficios empresariales en 2021 y 2022 se han situado muy por encima de los reportados en 2019.

Se estima que en 2023 también los superen claramente.

Los índices bursátiles no han reflejado esta evolución de los beneficios.

Multiplicadores moviéndose entre la zona de descuento y neutral



Aunque en términos de la media a largo plazo los multiplicadores están alineados, considerando solo los tres últimos años, aún hay una infravaloración de alrededor del 15%

Esta situación ha producido una incongruencia en el mercado

*Beneficios
empresariales
un 30%/40% por
encima del
nivel
pre-COVID*

¿?

*Índices
bursátiles
entre un -10%
y un +10%
sobre los
niveles
pre-COVID*

El gap de valoración por la brecha entre cotizaciones y beneficios **se cerrará por los dos lados**

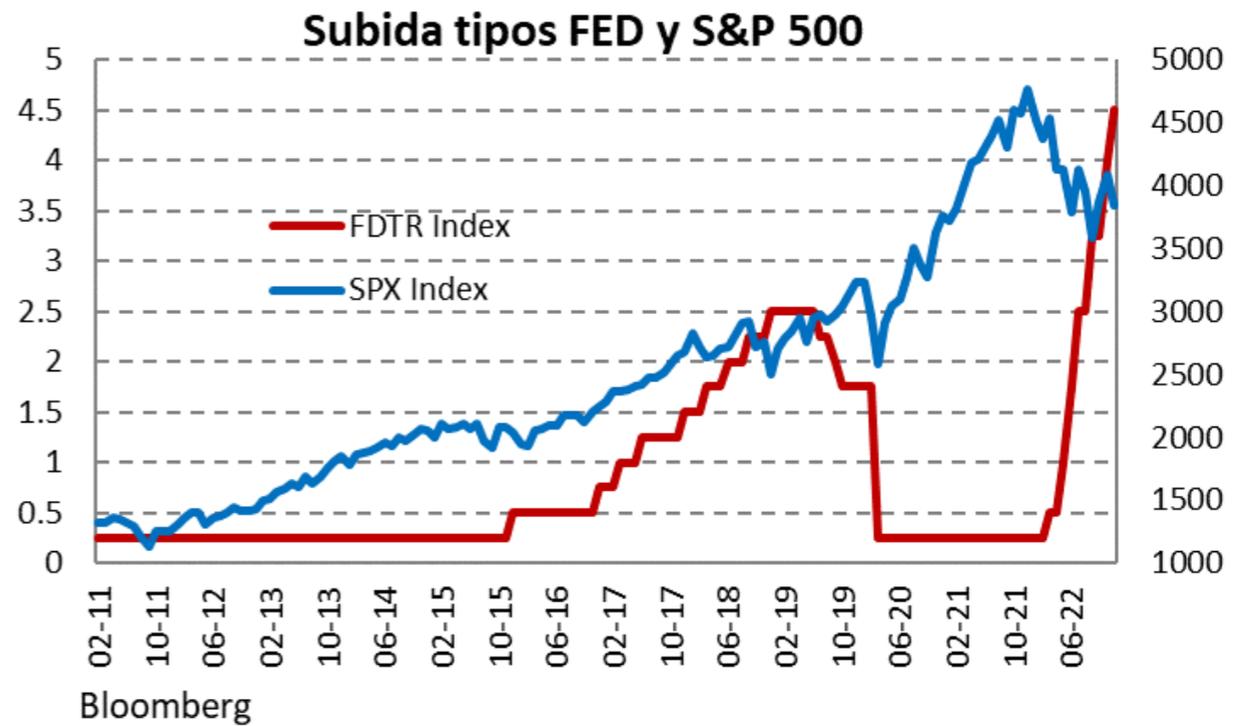
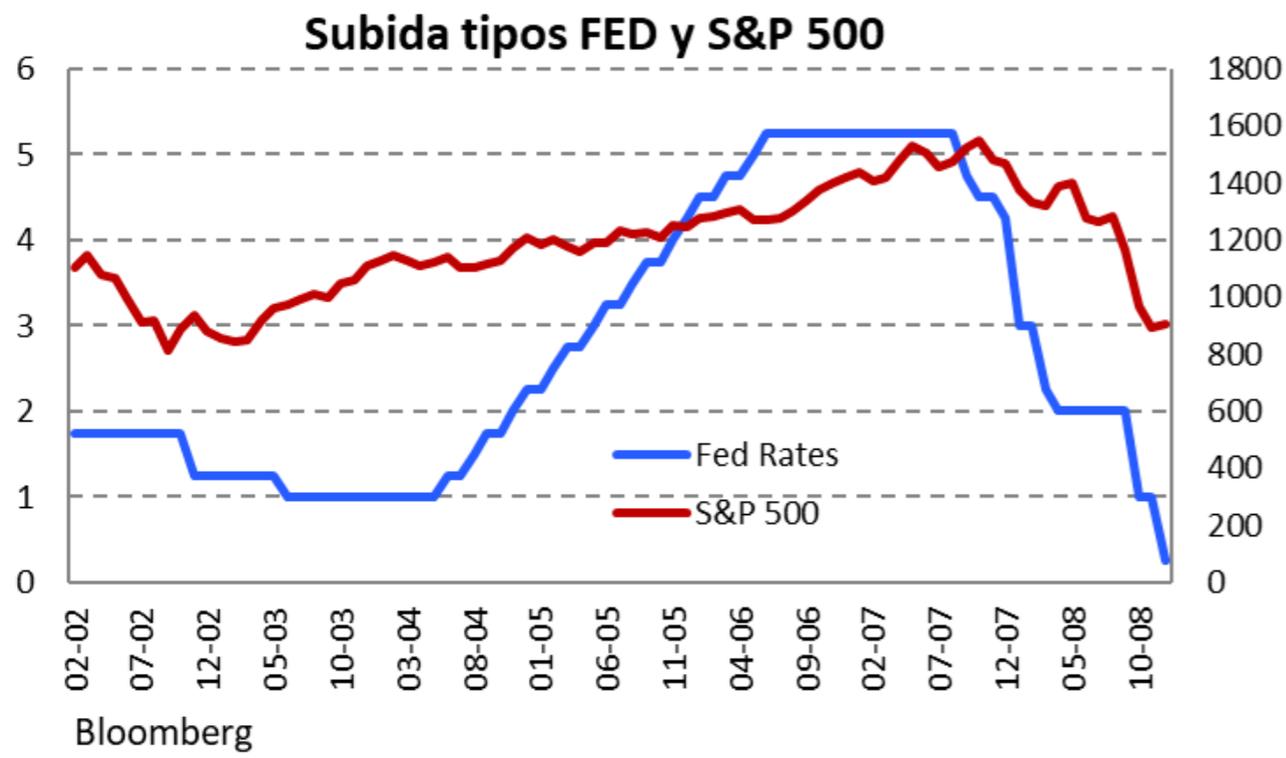
Apoyando los beneficios

- Capacidad de fijación de precios
 - Control de los salarios
- Gestión correcta de existencias.
 - Consumo resistente
- Comienzo de la bajada de precio de las materias primas
 - Bajada costes de transporte
 - Medidas de eficiencia

En contra de los beneficios

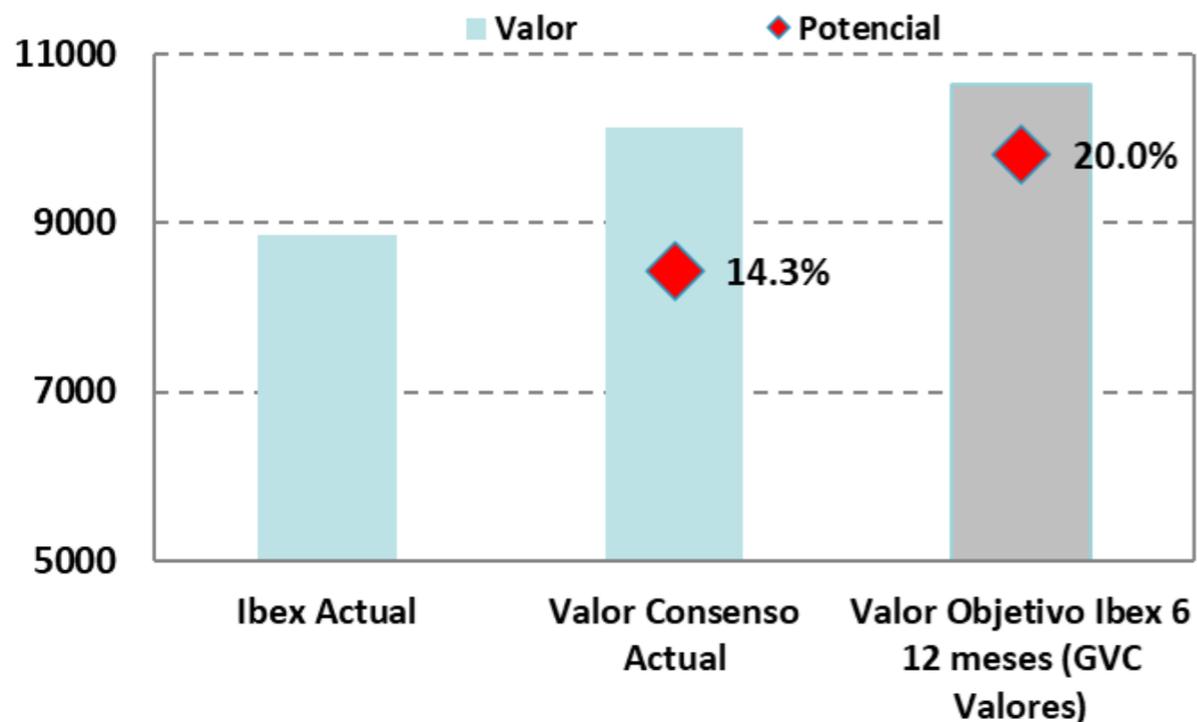
- Revisiones a la baja del crecimiento del PIB
- Prolongación de los factores coyunturales como Ucrania, sequía o China
 - Subidas de tipos de interés
- Agotamiento del ahorro embalsado
- Intervención pública con impuestos
 - Reversión a la media cíclica

Impacto de las subidas de tipos en la bolsa: la rapidez de la subida ha impactado en este ciclo más que lo habitual



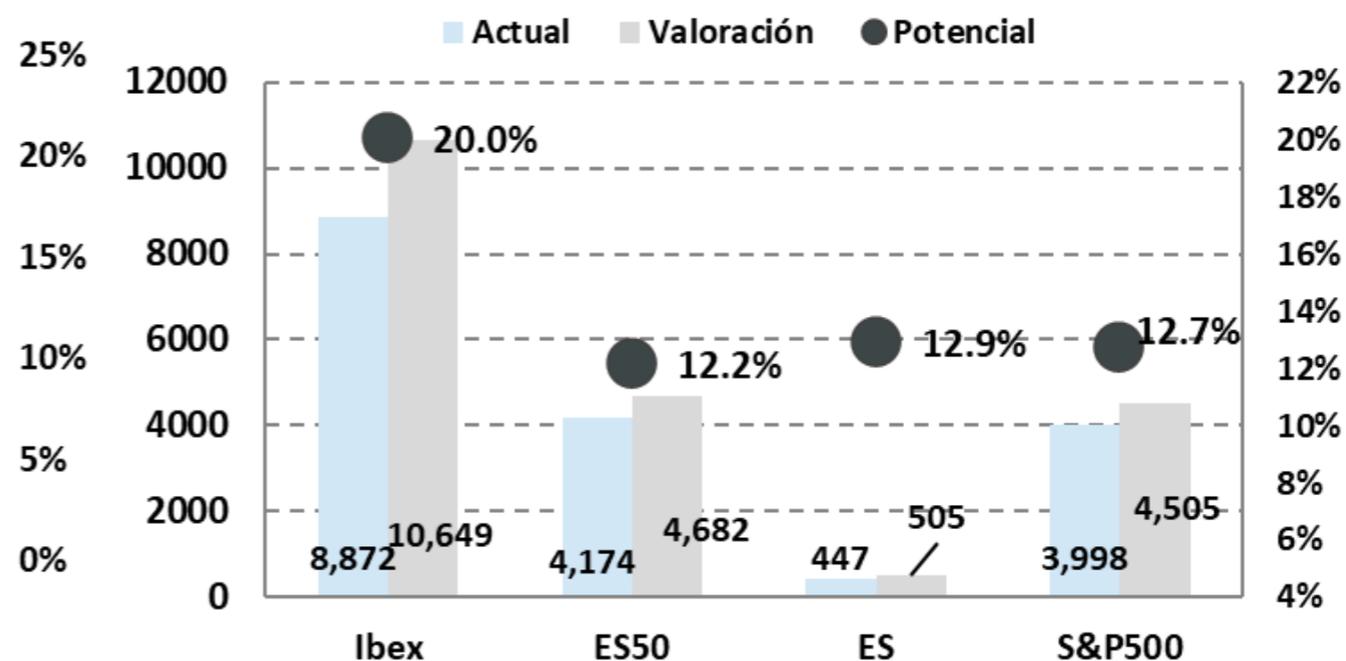
Nuestras valoraciones de empresas, conducen a un potencial del 20% en el Ibex

Ibex: valoración bottom-up



Fuente: Factset, GVC Gaesco Valores, Mercado

Índices principales: valoraciones teóricas (bottom-up)



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

Iberdrola: Enero 2023

1. Venta de un 49% de una cartera de renovables de 1265 MW por 600 mEUR equivalente a 15 EV/Ebitda run-rate
2. Comprador Norges Bank
3. La operación se valoró a 1mEUR/MW para activos que entrarán en funcionamiento entre 2023 y 2025. Iberdrola cotiza a 10x EV/Ebitda

Repsol: 10 de junio de 2022

1. *Venta de un 25% de la filial de renovables por 905 mEUR equivalente a 2,1 mEUR/MW op&cons. 25x EV/Ebitda22 y 13x EV/Ebitda25*
2. *Comprador Energy Infrastructure Partners y Credit Agricole*
3. *La operación valoró dicha filial en 4.400 mEUR frente a nuestra valoración de 4.000 mEUR y un valor actual implícito de unos 2.500 mEUR. Repsol cotiza a 5x EV/Ebitda.*

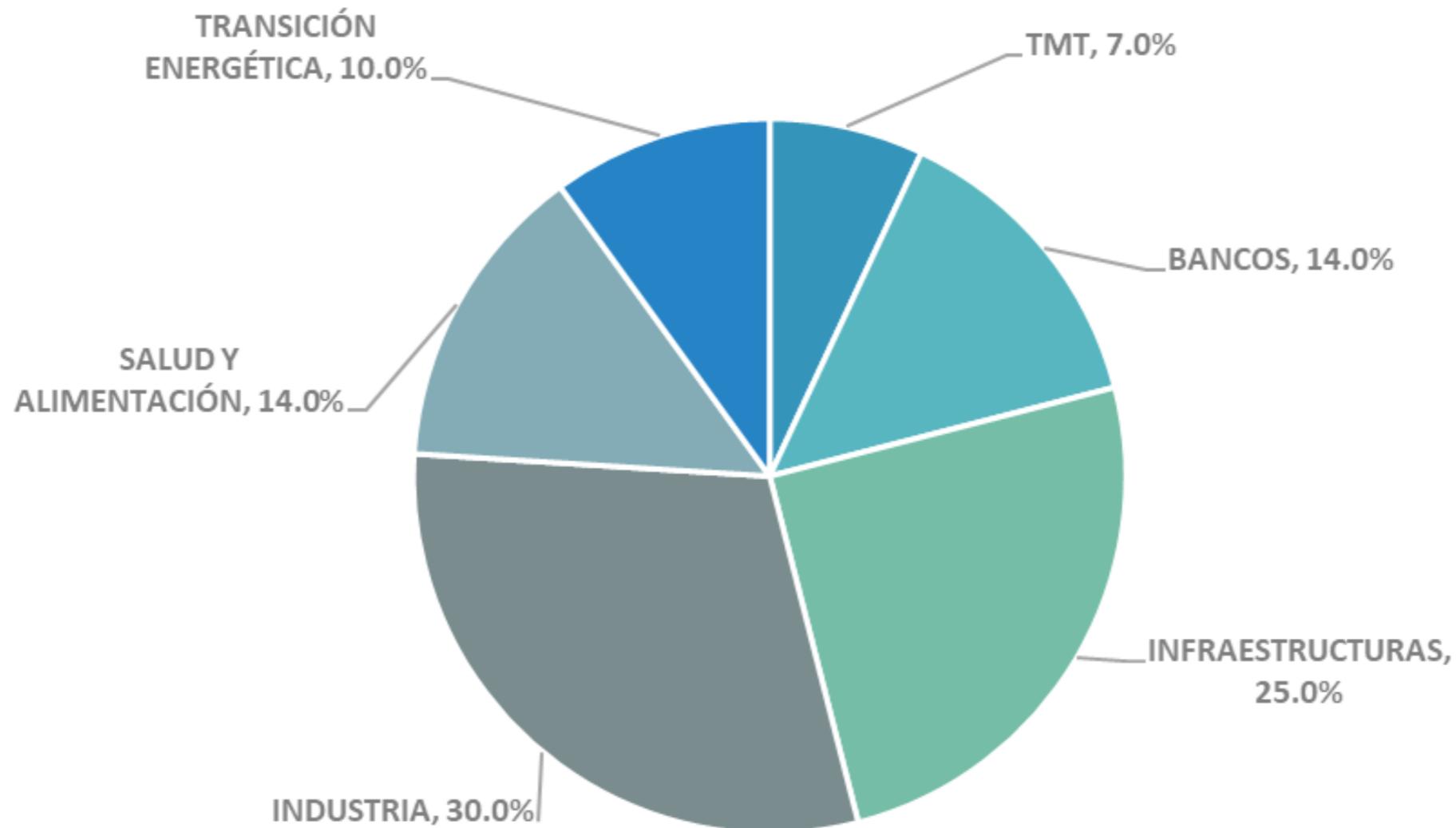
Redeia: Diciembre 2021

1. Venta de un 49% de la filial de comunicaciones por 970 mEUR equivalente a 22 EV/Ebitda 21
2. Comprador KKR
3. La operación se valoró al doble que lo esperado, aflorando 1.000 mEUR de valor adicional a REC, o un 10% de la capitalización. Redeia cotiza a 10x EV/Ebitda

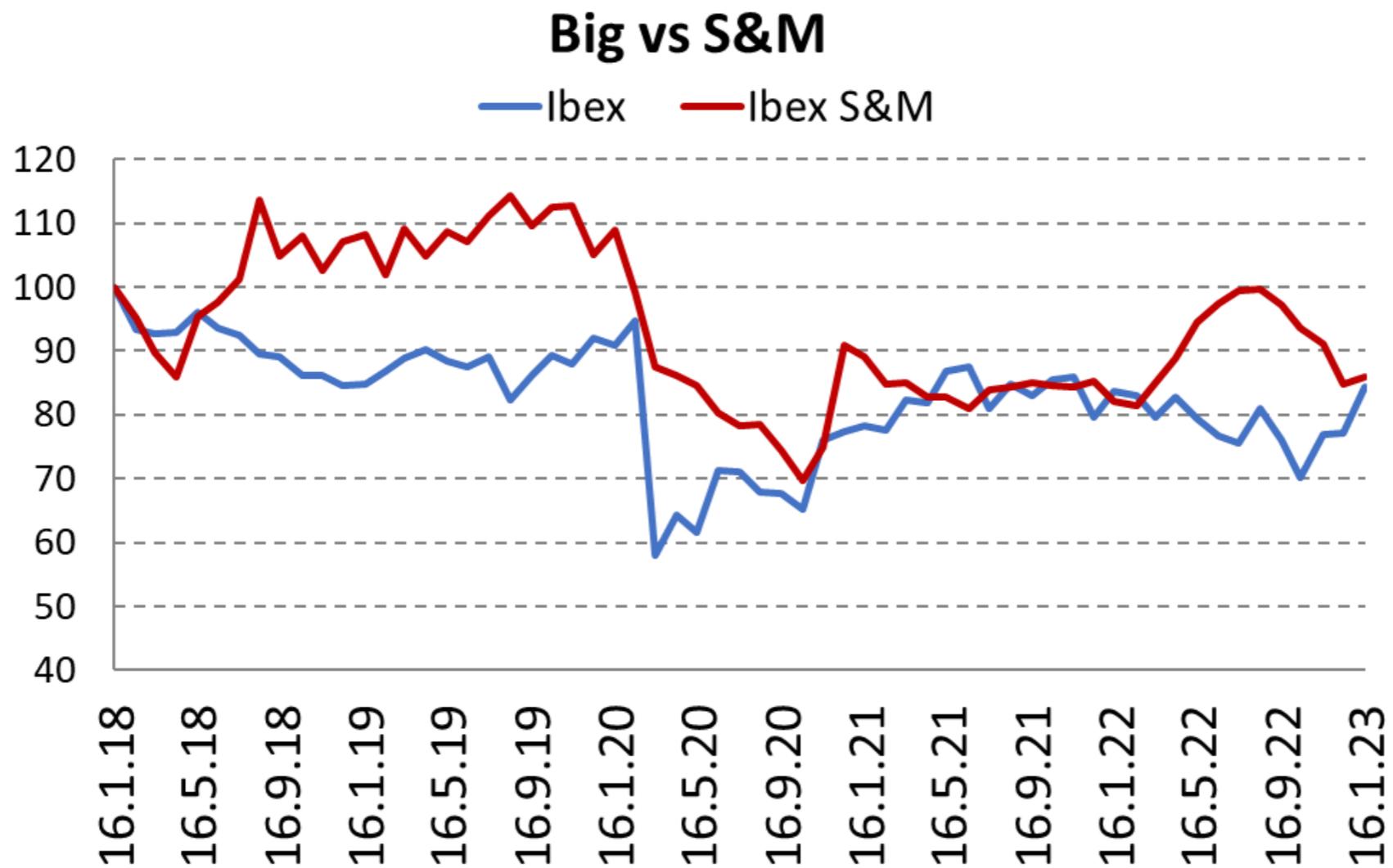
Nuestros sectores preferidos en España y Europa para 2023

- Sector Industrial, incluyendo automoción: retraso en el traspaso de coste y nuevo modelo de negocio
- Sector de infraestructuras: siguen siendo muy valoradas por los inversores a largo plazo
- Sector Financiero: la subida de márgenes y el recorte de gastos seguirán impulsando valoraciones
- Sector Salud: más las empresas de servicios que las farmacéuticas. Tendencias demográficas y sociales claras
- Sector TMT: media más que telecomunicaciones y tecnología de forma selectiva
- Sector Alimentación: Otros activo de futuro y las ganancias por repreciaación
- Sector Transición energética: renovables, infraestructuras, hidrógeno, claves para la estabilidad y crecimiento económico

Principales pesos sectoriales en nuestras listas de valores preferidos

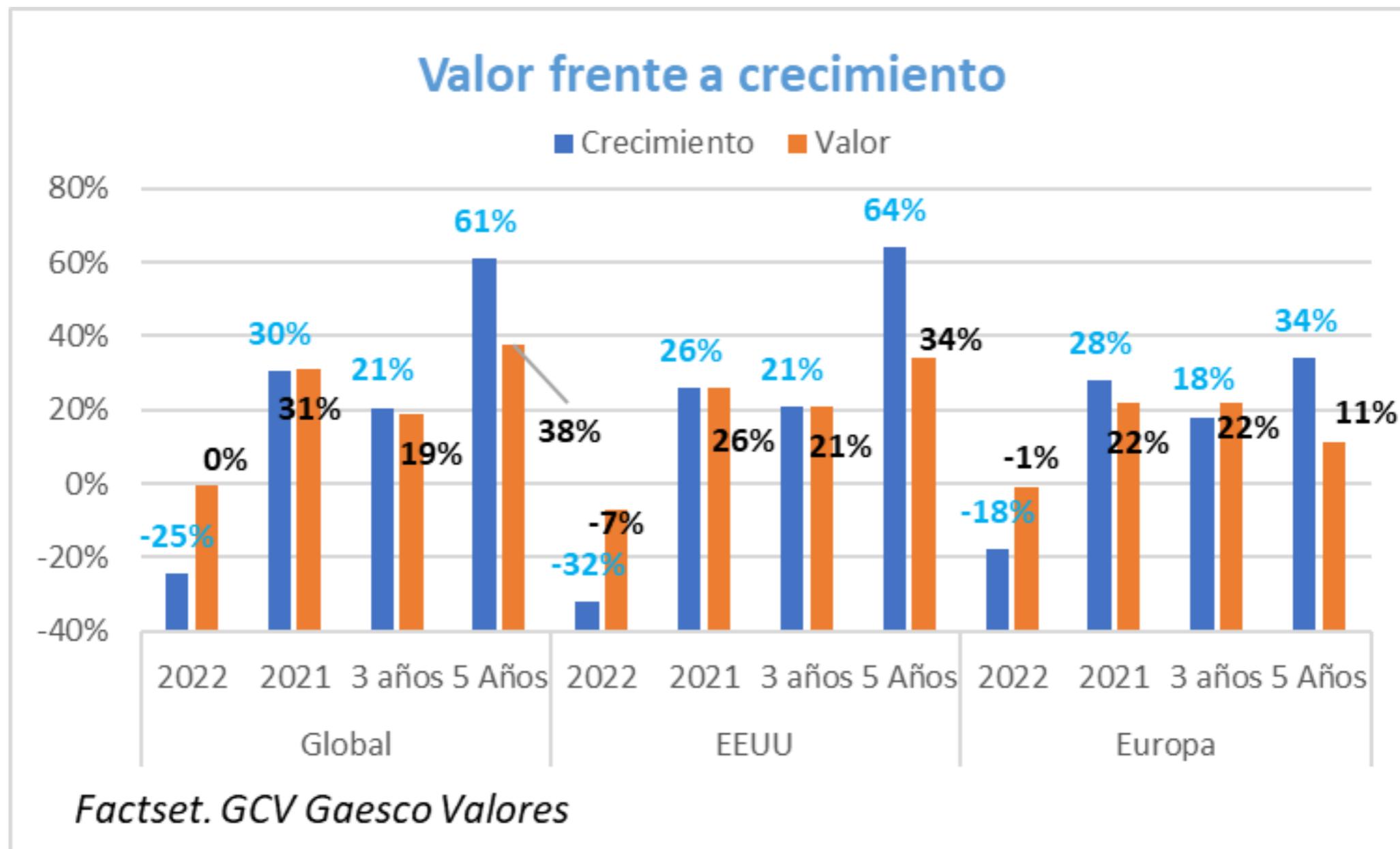


En cuanto a tamaño de empresas, las small deberían recuperar



Factset and Bloomberg

Y el estilo de inversión equilibrando Crecimiento y Valor



Ejemplos de la carrera de relevos entre crecimiento y valor



Ejemplos de la carrera de relevos entre crecimiento y valor



Conclusión: potencial de valor y moderado optimismo para 2023

- La inflación y también los tipos pueden bajar tan rápido como han subido si se dan unas condiciones que no son imposibles, pero si incontrolables: fin de la guerra, fin de la sequía, cambio mix energético.
- La clave es la resiliencia de los beneficios: dar la razón a las estimaciones o al mercado: Nosotros creemos que esta discrepancia entre valoración y beneficios se va a resolver con una contribución de ambas partes.
- Las bolsas no están poniendo en precio una recesión, algo en lo que estamos de acuerdo, a no ser que la crisis energética empuje a Europa y arrastre a otras áreas a mayores dificultades.
- Pensamos que en el medio plazo la empresas recuperarán el margen operativo.
- La renta variable tiene posibilidades de batir a la inflación en el periodo 2021-2023.
- **Nuestra posición ante esta visibilidad reducida es seguir aplicando una política activa y selectiva de inversión, con un balance cíclico-defensivo, dependiendo del perfil de riesgo y horizonte temporal de la rentabilidad esperada.**

Una cesta equilibrada de valores, con una gestión activa



eDreams ACERINOX Gestamp MERLIN PROPERTIES

enagas CIE Automotive INWIT INTERPUMP GROUP BANCO mediolanum

REN SAIPEM CIE Automotive NOS DASSAULT SYSTEMES

sacyr Buzzi Unicem DiaSorin

PIAGGIO GROUP altri FCC

Sabadell RENAULT IAG INTERNATIONAL AIRLINES GROUP Lagardère

PROSEGUR BANCA SISTEMA ALSTOM Santander

STELLANTIS Solaria cellnex LEONARDO CRH

F.lli Orsero QUALITÀ

¿Quiere invertir con GVC Gaesco?



¿YA ES PARTE DE GVC GAESCO?

Póngase en contacto con su asesor patrimonial, escríbanos a atencioncliente@gvcgaesco.es o llámenos al 932712000 – 911988500 – 900909065, estaremos encantados de atenderle.

ACCESO CLIENTE



¿TODAVÍA NO ES CLIENTE?

Hágase Cliente de GVC Gaesco en pocos minutos, de forma segura y completamente online. Abrir una cuenta no tiene asociado ningún coste.

HÁGASE CLIENTE

Disclaimer, Consideraciones Legales y Definiciones

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

GVC Gaesco Valores S.V., S.A., es una sociedad regulada por la CNMV y está inscrita con el número 182 en el Registro Oficial de Sociedades y Agencias de Valores de la C.N.M.V.

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 en el momento de publicar este informe, pudiendo cambiarse en cualquier momento sin aviso previo y sin comunicación. No existe una frecuencia prevista para la actualización de las recomendaciones. La recomendación contenida en este documento, no ha sido comunicada con anticipación al emisor. 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., no tiene posiciones propias de inversión en los valores mencionados en este informe. Puede existir alguna relación de tipo comercial entre GVC Gaesco Valores S.V., S.A., y el emisor sobre el que se emite este informe, y en ese caso se detalla en el apartado siguiente. 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. Este documento ha sido distribuido solo a inversores o potenciales inversores profesionales, cualificados y seleccionados y no ha sido distribuido de forma genérica. Cualquier utilización de este documento implica una comprensión y una aceptación explícita de estas advertencias.

A la fecha del presente informe, GVC Gaesco Valores S.V., S.A.

- Actúa como asesor registrado, agente o proveedor de liquidez de las siguientes empresas: Catenon SA; Clever Global SA; Facephi Bio-metría SA., Griñó Ecologic SA, NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; Asgard Investment Hotels (antes Obsido Socimi SA); Euron Telecom SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); Student Properties Spain (Soci-mi);
- Solaria Casiopea (bonos MARF); Atrys Health; Quonia (Socimi); TIERI Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Imaginarium, SA. ENCE Energía y Celulosa; Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A. Pangaea Oncology, S.A.; Investment Media Optimization S.A., Inmobiliaria del Sur S.A., Club de Fútbol Intercity, S.A.D (CITY);
- Profithol, S.A. (SPH),
- Ha participado o participa como entidad agente o colocadora en operaciones corporativas con las siguientes empresas: Lleidanetworks Serveis Telematics SA; ADL Bionatur Solutions; Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A.; The Nimo's Holding; Parlem Telecom Companyia de Telecomunicaciones SA; Almagro Capital Socimi SA; Profithol, S.A. (SPH),
- Tiene suscrito un contrato de liquidez con arreglo a la Circular 1/2017 CNMV con: Meliá Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); eDreams ODIGEO; ENCE Energía y Celulosa;
- Cementos Molins, Deoleo; Atrys Health;
- Tiene suscrito un acuerdo de corporate brokerage que comprende un acuerdo de servicios de análisis a cambio de honorarios con: Agile Content; Atrys Health; Audax Renovables; Gigas Hosting; Catenon; Greenalia; Quabit
- Inmobiliaria; TIERI Technology; ADL Bionatur Solutions; Codere SA. Dichos servicios incluyen informes que han podido ser vistos previamente por las empresas citadas.

Sistema de Recomendación

En GVC Gaesco Valores S.V., S.A., y ESN utilizamos un sistema de recomendación absoluto (no relativo a otros valores o índices). Es decir que cada uno de los valores analizados se clasifica en base a la rentabilidad total (evolución de la acción más rentabilidad por dividendo) estimada por el analista en un periodo aproximado de 12 meses. El último responsable de la recomendación sobre una empresa cotizada es el analista del mismo. La recomendación para una acción cotizada suele estar relacionada con el potencial desde la última cotización hasta el precio objetivo (o valoración teórica) fijado por un analista, pero éste no es el único factor que la determina, ya que el analista responsable, puede incluir en su recomendación otros elementos cualitativos como la volatilidad del mercado, el momentum de resultados, el flujo de noticias a corto plazo, los posibles escenarios de fusiones y adquisiciones y otros elementos subjetivos.

Nuestro sistema se basa en 5 recomendaciones: Comprar, Acumular, Neutral, Reducir y Vender. En casos excepcionales habrá valores sin recomendación o bajo revisión.

Comprar (Buy): Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa por encima del +15% para los próximos 12 meses.

Acumular (Accumulate): Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa entre el +5% al +15% para los próximos 12 meses

Neutral (Neutral): Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa entre el -5% al +5% para los próximos 12 meses

Reducir (Reduce): Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa entre el -5% y el -15% para los próximos 12 meses

Vender (Sell): Se espera que la acción tenga un comportamiento en bolsa por debajo del -15% para los próximos 12 meses

Bajo Revisión (Rating Suspended). La recomendación está suspendida por: a) una operación corporativa (OPA; Oferta Pública de Suscripción (OPS) etc); en la cual un miembro de ESN participa/o pudiera participar con el emisor o con una parte relacionada con el emisor; b) cambio de analista del valor; c) la recomendación de un valor está bajo revisión.

Sin recomendación (Not Rated). Un valor del que se produce análisis pero no cotiza, en el que se suspende la cobertura temporalmente ó un valor que está en trámite de salida a bolsa con participación de un miembro de ESN o una filial relacionada.



www.gvcgaesco.es