

La siguiente tabla ofrece la evolución de las carteras modelo comparadas con el EuroStoxx-50 del 29-feb-24 al 28-mar-24.

	Var. 29/02 a 28/03	Var. Año	Dif. Año EuroStoxx-50
C.Modelo Ampliada	+7,7%	+21,5%	+9,1%
C.Modelo Media	+8,3%	+25,1%	+12,6%
EuroStoxx-50	+4,2%	+12,4%	n/a

Las tablas siguientes muestran la evolución individualizada de los valores que integran las 2 carteras modelo europeas durante el pasado mes:

Evolución CM 20 Valores vs EuroStoxx-50 (ene.'99/mar.'24)



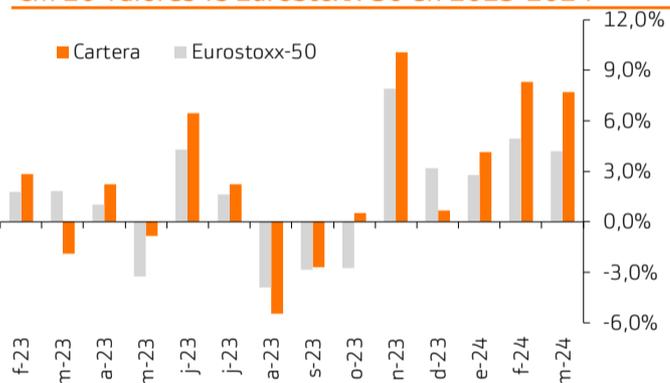
### Cartera Modelo Ampliada

29-feb.-24				28-mar.-24			
C. Ampliada	Peso	% Var.Mes	Rbd. x div. (1)	C. Ampliada	Peso	Beta	Rbd. x div. (1)
Rheinmetall	6	+22,9%	1,44%	Rheinmetall	7	0,47	1,4%
BE Semiconductor I	5	-15,1%	2,06%	BE Semiconductor Industries	5	1,77	2,1%
Intesa	5	+14,5%	9,46%	Intesa	5	1,06	9,5%
Iberdrola	5	+8,2%	4,98%	Iberdrola	5	0,86	4,9%
AXA	5	+5,9%	6,07%	AXA	4	0,81	6,1%
Unicredit	5	+13,8%	6,00%	Unicredit	6	1,09	6,0%
BBVA	5	+20,2%	5,80%	BBVA	4	1,15	5,8%
Safran	4	+8,4%	1,33%	Safran	4	0,94	1,3%
SAP	6	+4,4%	1,19%	SAP	6	1,13	1,2%
Danone	3	+1,5%	3,56%	Danone	3	0,41	3,6%
Deutsche Telekom	4	+2,3%	3,84%	Thales	3	0,37	2,2%
LVMH	5	-1,1%	1,70%	LVMH	5	1,73	1,7%
Novo Nordisk	5	+8,2%	1,34%	Novo Nordisk	6	1,03	1,4%
ASM International	5	+0,4%	0,55%	ASM International	4	1,61	0,6%
CaixaBank	6	+17,2%	9,16%	CaixaBank	6	0,91	9,1%
Ferrari	5	+3,6%	0,63%	Ferrari	5	1,01	0,6%
ASML	6	+2,5%	0,75%	ASML	6	1,81	0,8%
Leonardo	5	+17,8%	1,01%	Leonardo	6	0,64	1,0%
Hermès	5	+2,3%	0,76%	Hermès	5	1,22	0,8%
Allianz	5	+9,4%	5,34%	Allianz	5	0,86	5,4%
<b>Total</b>	<b>100</b>		<b>3,35%</b>	<b>Total</b>	<b>100</b>		<b>3,24%</b>
<b>Sensibilidad a Mercado (Beta)</b>						<b>1,06</b>	
<b>Rentabilidad por dividendo ponderada por peso</b>						<b>3,2%</b>	

### CM 20 valores: Cambios

Entran		Salen		Cambian Peso	
Thales	+3	D.Telekom	-4	Rheinmetall	+1
				Axa	-1
				Unicredit	+1
				BBVA	-1
				Novo Nordisk	+1
				ASM Int.	-1
				Leonardo	+1

CM 20 Valores vs EuroStoxx-50 en 2023-2024



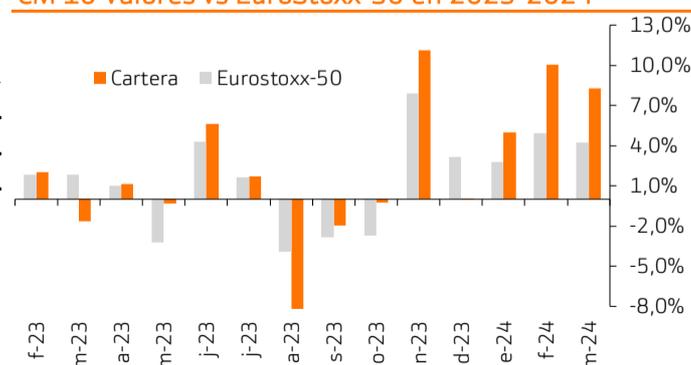
### Cartera Modelo Media

29-feb.-24				28-mar.-24			
C. Media	Peso	% Var.Mes	Rbd. x div.(1)	C. Media	Peso	Beta	Rbd. x div.(1)
BBVA	10	+20,2%	5,80%	CaixaBank	10	0,91	9,1%
Ferrari	10	+3,6%	0,63%	Ferrari	10	1,01	0,6%
Hermès	10	+2,3%	0,76%	Hermès	10	1,22	0,8%
SAP	10	+4,4%	1,19%	SAP	10	1,13	1,2%
AXA	10	+5,9%	6,07%	Intesa	10	1,06	9,5%
LVMH	10	-1,1%	1,70%	LVMH	10	1,73	1,7%
Novo Nordisk	10	+8,2%	1,34%	Novo Nordisk	10	1,03	1,4%
Unicredit	10	+13,8%	6,00%	Unicredit	10	1,09	6,0%
ASML	10	+2,5%	0,75%	ASML	10	1,81	0,8%
Rheinmetall	10	+22,9%	1,44%	Rheinmetall	10	0,47	1,4%
<b>Total</b>	<b>100</b>		<b>2,57%</b>	<b>Total</b>	<b>100</b>		<b>3,25%</b>
<b>Sensibilidad a Mercado (Beta)</b>						<b>1,15</b>	
<b>Rentabilidad por dividendo ponderada por peso</b>						<b>3,2%</b>	

### CM 10 valores: Cambios

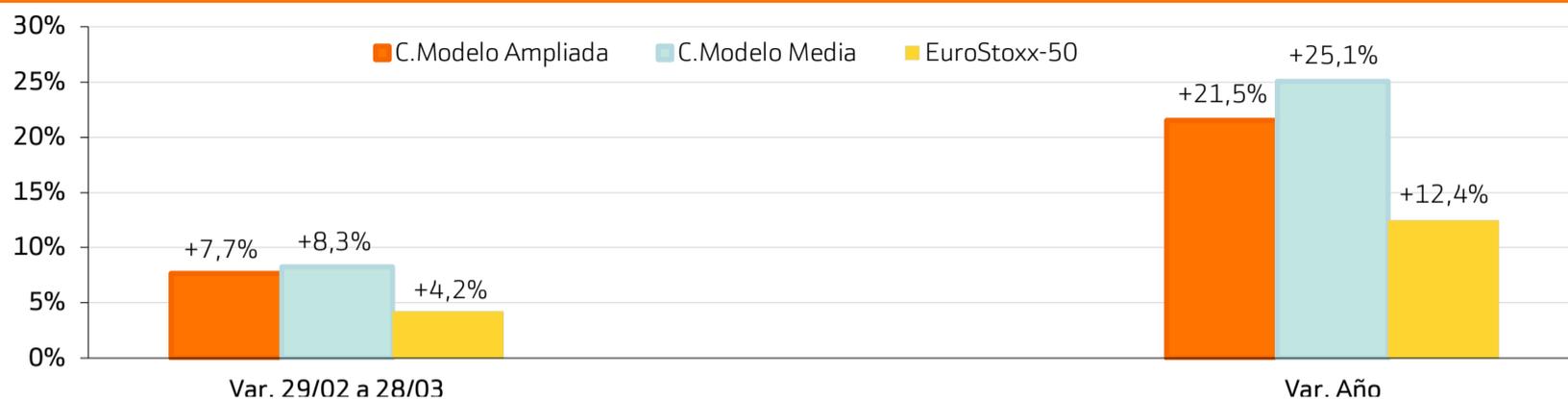
Entran		Salen		Cambian Peso	
Caixabank	+10	BBVA	-10		
Intesa	+10	AXA	-10		

CM 10 Valores vs EuroStoxx-50 en 2023-2024



(1): Rentabilidad por dividendo en efectivo. Estimación año en curso.

## Evolución Carteras Modelo Europeas vs EuroStoxx-50



## Evolución reciente:

En el conjunto del año 2024, nuestras carteras modelo registran una rentabilidad que supera ampliamente el índice de referencia europeo (ES50). La cartera de 20 valores registra una rentabilidad acumulada de +21,5% y la cartera de 10 valores alcanza +25,1%. En el mismo período de análisis, el ES50 acumula una subida de +12,4%. Durante el mes de marzo, destaca el buen comportamiento de las **compañías de defensa** (+22,8% Rheinmetal y +17,8% Leonardo) así como las **financieras, especialmente la banca española e italiana** (+20,2% BBVA, +17,2% Caixabank y +14,5% Intesa). El compromiso creciente de Europa por incrementar el gasto en defensa ante el riesgo geopolítico es el principal catalizador de las empresas de seguridad/defensa. Con relación a los bancos, cabe destacar que las curvas de tipos se han ido adaptando a un escenario de bajadas de tipos más gradual de lo previsto inicialmente por el mercado y la macro sorprende positivamente (bueno para los ingresos y la calidad crediticia de la banca).

Nuestra estrategia de inversión continúa siendo **pro-bolsas**, porque los fundamentales son sólidos (ciclo macro expansivo y beneficios al alza) y los bancos centrales planean bajar los tipos de interés en 2S 2024 (múltiplos de valoración al alza).

## Principales cambios:

Para el mes de abril, aumentamos ligeramente nuestra exposición a defensa: **Entra Thales** en la cartera de 20 valores (en sustitución de Deutsche Telekom) y suben peso Leonardo y Rheinmetall además de Novordisk (+1) y Unicredit (+1) en detrimento de ASMI, AXA y BBVA. En la cartera de **10 valores**: (1) entra **Caixabank** en sustitución de BBVA tras el buen comportamiento de este último en el conjunto del año (+33,3% YTD). La rentabilidad por dividendo de CABK es atractiva (>8,0% estimado) y disfruta de un buen momento en resultados y (2) entra **Intesa** en sustitución de AXA.

## Histórico de Rentabilidades

En la siguiente tabla mostramos las rentabilidades de nuestras carteras desde 2007 comparadas con las de su índice de referencia (EuroStoxx-50). En verde marcamos las ocasiones en que las carteras han superado al EuroStoxx-50 y, en rojo, los casos en que la rentabilidad conseguida se ha quedado por debajo:

	CARTERA 20	CARTERA 10	EuroStoxx-50
2024	+21,5%	+25,1%	+12,4%
2023	+28,5%	+21,9%	+19,2%
2022	-11,2%	-6,6%	-11,7%
2021	+19,0%	+15,6%	+21,0%
2020	+2,5%	-3,3%	-5,1%
2019	+27,1%	+29,7%	+24,8%
2018	-15,4%	-13,4%	-14,3%
2017	+7,8%	+3,0%	+6,5%
2016	-8,9%	-11,2%	+0,7%
2015	+6,8%	+6,7%	+4,2%
2014	-1,6%	+1,8%	+0,8%
2013	+10,9%	+9,1%	+14,8%
2012	+12,8%	+9,5%	+15,3%
2011	-8,0%	-9,0%	-16,9%
2010	-6,1%	-6,4%	-5,4%
2009	+25,5%	+29,5%	+21,4%
2008	-35,0%	-29,6%	-39,9%
2007	+14,4%	+1,6%	+4,0%

## Selección de Acciones

## Compañía

## ¿Por qué es el momento?

Rheinmetall	Tenemos una visión positiva en el valor por los siguientes aspectos: (i) Entorno geoestratégico (conflicto se prolonga en el tiempo). (ii) Alemania ha reiterado su firme compromiso de cumplir con las recomendaciones de la OTAN de gasto en defensa (2% del PIB) (iii) El Beneficio de la compañía presenta crecimientos esperados muy por encima de la media del sector (BNA TAMI 22-25: +25% anual vs +11% media del sector). (iv) Los múltiplos a los que cotiza Rheinmetall no son exigentes.
BESI	BE Semiconductor Industries (BESI) es una compañía especializada en el proceso de ensamblaje de semiconductores que trabaja para los principales fabricantes de chips del mercado. Se espera que el crecimiento para los próximos dos años se sitúe en torno al 40% en EBITDA y cercano al 50% en BNA, apoyado en el desarrollo del sector en los diferentes segmentos de negocio (automovil, IA, Centros de datos, etc.).
Intesa	Los fundamentales de Intesa son sólidos (exceso de capital y calidad crediticia). La rentabilidad por dividendo 2024 estimada es de las más altas de Europa (~9,7% vs ~3,6% de media en la banca europea) y sostenible en el tiempo. Además, los múltiplos son atractivos (PER'24 ~7,2x & P/V~1,1x) y las métricas de gestión evolucionan positivamente (márgen con clientes, eficiencia y rentabilidad/RoTE).
Iberdrola	IBE es un claro ganador en el proceso de mayor electrificación y rápida descarbonización al que se enfrenta el nuevo modelo energético. Su posicionamiento en renovables y en redes, la diversificación geográfica y una sólida estructura financiera le permite capturar las oportunidades en el nuevo escenario de transición energética. El Plan Estratégico 2026 contempla un crecimiento medio en BPA de entre +5% y +7% en 2023-26. Además, el perfil de negocio del grupo será más predecible y menos volátil tras la ejecución de este plan. Esto será posible por dos vías: (i) Una mayor inversión en redes, donde los retornos están garantizados por marcos regulatorios cerrados y (ii) Acuerdos de largo plazo o PPA en el negocio de generación. La rentabilidad por dividendo con el dividendo suelo de 0,55€/acción es de 4,8%
AXA	Mantenemos Axa entre nuestros valores preferidos, aunque reducimos su peso tras su buena evolución en el primer trimestre del año. Batió expectativas de beneficio recurrente en sus resultados y publicó un plan estratégico atractivo en términos de crecimiento y de retribución al accionista. Mejora las perspectivas de crecimiento (BPA recurrente 2023-2026 +6%/+8% vs +3%/+7% 2021-2023) y de rentabilidad (ROE recurrente 14%/16% vs 13%/15%) frente a su anterior plan estratégico. La mejora de resultados y de solvencia (227% vs 215% en 2022) le permite mejorar su política de retribución al accionista (rentabilidad ~8%).
Unicredit	Mantenemos nuestra apuesta estratégica por Unicredit porque: (1) los fundamentales son sólidos (exceso de capital y liquidez), (2) el coste del riesgo se sitúa cerca de mínimos históricos (calidad crediticia buena), (3) la rentabilidad/RoTE es elevada (>20%) situándose así entre las mejores de la banca europea y (4) la rentabilidad para el accionistas es francamente buena >10,0% (dividendos y recompra de acciones) con los múltiplos de valoración son atractivos (P/V~0,9x)
SAP	La compañía ha reiterado sus previsiones de medio/largo plazo (2025) anunciadas en su última conferencia anual con inversores: Ingresos en la nube de 21.500M€, Ingresos totales de 37.500M€, y EBIT de 11.500M€. En 2023, SAP ha incorporado en sus cifras la operación de desinversión de Qualtrics, que supone unas importantes plusvalías de 3.700M€. Creemos que, la solidez del negocio de SAP y su potencial de crecimiento en el negocio de aplicaciones en la nube suponen un importante atractivo de cara al medio plazo.
Safran	La compañía de Motores Aeroespaciales y Defensa; así como, en menor medida, con un 10% de sus ingresos, Interiores de aviones, tiene como objetivo para 2024 de alcanzar un EBIT recurrente en torno a 4.000M€ (vs 3.200M€ en 2023) y Flujo de Caja libre en torno a 3.000M€ (desde 2.945M€ en 2023). Cuenta con una posición de caja neta de 374M€ a dic-23.
Thales	Los últimos resultados trimestrales de Thales han sido mejores de lo esperado y las guías para 2024 han sido positivas apoyadas por el aumento del gasto en defensa: Ingresos: rango 19.700M€-20.100M€ (vs 19.800M€ esperado por consenso) y margen EBIT entre 11,7% y 12% (vs 12,1% esperado por consenso). La compañía destaca que las cifras de 2024 vendrán apoyadas por el incremento de los presupuestos de defensa de los países en el actual contexto de tensión geopolítica. Creemos que todos estos mensajes tendrán un impacto positivo en la acción.
Danone	Un mes más mantenemos la acción en cartera. Es un valor que aporta estabilidad gracias a su carácter defensivo. Además queda soportada por sus sólidos fundamentales: balance poco apalancado, márgenes holgados y capacidad de generar Flujo de Caja Libre de forma estable y recurrente. Todo ello le permite asegurar su mayor atractivo, el dividendo, cuya rentabilidad estimamos se sitúe ~3,5% para 2024e.
Novo Nordisk	El éxito de la nueva gama de fármacos (como son Wegovy o, Saxenda) basados en la insulina para combatir la obesidad supone un importante refuerzo a las expectativas y una expansión de los multiplicadores a los que cotiza Novo Nordisk. Además, la compañía mantiene su posición como líder mundial en la venta de insulinas para diabéticos. La recompra en curso del 0,8% del capital, anunciada recientemente, es un nuevo aliciente.
LVMH	La elevada diversificación por divisiones, marcas y geografías junto con un fuerte reconocimiento de marca dotan al grupo de una resiliencia excepcional en un entorno complicado como el actual. Los resultados 2023 sorprenden positivamente: los ingresos batieron las expectativas y los márgenes se mantienen soportados. A pesar de que la visibilidad es limitada en los próximos 2 trimestres, el grupo demuestra capacidad para sostener el crecimiento y defender los márgenes. Una situación financiera saneada (DN/EBITDA 0,5x) y la fuerte capacidad de generación de caja dotan al grupo de capacidad para seguir invirtiendo en innovación y marketing y capturar cuota de mercado mientras mejora la remuneración a los accionistas. El grupo propuso un aumento de +8% en 2023 hasta 13€/acción.
BBVA	BBVA disfruta de un buen momento en resultados, con la morosidad contenida y exceso de capital. Lo más importante de los resultados 2023: (1) los ingresos evolucionan mejor de lo esperado gracias al dinamismo de su franquicia en México y la gestión de márgenes, (2) la ratio de eficiencia (costes/ingresos) continúa entre las mejores de Europa (41,7% vs ~42,0% objetivo), (3) los índices de calidad crediticia son buenos (morosidad en ~3,4% vs 3,3% en 3T 2023) y (4) la rentabilidad/RoTE es atractiva (17,0% vs 15%/20,0% objetivo).
ASM International	ASMI fabrica máquinas para ensamblar y producir semiconductores y vende a empresas del sector de primer nivel como Intel, Micron o TSMC. El consenso de mercado prevé un TAMI 22-25 del BNA de +15% apoyado en el crecimiento de la demanda de sus productos (en un mercado donde hay pocos competidores) y la progresiva mejora de los márgenes (que podría llegar a cerca del 50% en margen bruto en 2025). En su último día del inversor, la compañía subió las guías para el 2025 además de dar sólidas perspectivas para el 2027.
CaixaBank	La rentabilidad/RoTE de CABK es atractiva (15,6% vs 14,1% en 3T 2023 vs 9,8% en 2022) con una ratio de eficiencia (costes/ingresos) del 40,9% (mínimo histórico), unos índices de calidad crediticia buenos y una atractiva política de remuneración para los accionistas. El dividendo por acción en 2023 alcanza 0,39€/acc. - equivalente a una rentabilidad del 7,9% en cash a los precios actuales.
Ferrari	La demanda permanece en niveles sólidos. La contribución de las personalizaciones y un buen mix de productos (mayores ventas de vehículos con más margen) favorece un fuerte incremento de ingresos y márgenes. Además, la alta generación de caja permite una caída del endeudamiento (deuda neta negocio industrial 99M€, -52% a/a a cierre de 2023). A futuro, las guías para 2024 son sólidas y fácilmente alcanzables gracias a un libro de pedidos que cubre ya todo 2025. De hecho, no descartamos una revisión al alza en próximos trimestres.
ASML	El plan estratégico de ASML para los próximos años (2023-2025) implica crecimientos anuales de Resultado Operativo de entre el +8,7% y el +10%. Creemos que compañías sólidas y líderes en su segmento como ASML, podrían capear mejor que el resto de competidores el actual entorno de crisis e incluso salir reforzadas del mismo.
Leonardo	El sector defensa se ve por razones obvias directamente beneficiado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania. Leonardo es una compañía italiana que obtiene el 86% de su EBIT del segmento "Electrónica, Defensa y Seguridad" (principalmente Helicópteros). La compañía ha presentado además recientemente un plan estratégico 24-28 que supera lo esperado por el mercado tanto en Ingresos como a nivel de EBIT.
Hermès	Su modelo de negocio único con integración vertical, red de distribución equilibrada (tiendas propias y a través de terceros) y un fortísimo reconocimiento de marca resultan en crecimientos y márgenes consistentemente superiores a la media del sector. El crecimiento medio de las ventas en los últimos 5 años es de +18,7%, EBIT +25,8%, BNA +28,3%, Dividendo Ordinario +46%. La fuerte generación de caja y una posición financiera saneada (caja neta de 10.625 M€) permiten un aumento del dividendo 2023 desde 13€ hasta 15 €/acción y distribuir un dividendo extraordinario de 10€, el 3º en 10 años. Todo ello justifica unos múltiplos de valoración elevados (PER 24 50x; EV/EBITDA 31x) en línea con sus medias de los últimos 5 años.
Allianz	Mantenemos Allianz a la cartera de 20 valores tras su buena evolución en marzo. Los resultados batieron expectativas, las guías para 2024 son conservadoras y mejora la retribución al accionista (rentabilidad 6,4%). Consideramos que las guías publicadas por la compañía, las cuales provocaron descensos en la cotización, son conservadoras. Sitúa el beneficio operativo en 14.800M€ (+1.000M€), nivel que estimamos que superará con comodidad.

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:  
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:  
[https://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf](https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf)
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en:  
[https://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf](https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS.-

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en:

[Link a informes de compañías.](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Pilar Aranda – Petróleo
Aránzazu Bueno – Eléctricas	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología	Juan Moreno – Inmobiliarias
Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Aránzazu Cortina – Industriales	Pedro Echeguren – Farma & Salud
Elena Fernández-Trapiella – Consumo	Jorge Pradilla - Logística	Eduardo Cabero - Seguros
Pedro Ribeiro - Químicas & Papel	Carlos Pellicer - Distribución & Alimentación	

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y Renta Variable
- Capital Advisor y Bankinter Roboadvisor