

La siguiente tabla ofrece la evolución de las carteras modelo comparadas con el EuroStoxx-50 del 28-mar-24 al 30-abr-24.

	Var. 28/03 a 30/04	Var. Año	Dif. Año EuroStoxx-50
C.Modelo Ampliada	-1,6%	+19,6%	+10,7%
C.Modelo Media	-0,7%	+24,2%	+15,4%
EuroStoxx-50	-3,2%	+8,8%	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/abr.'24)



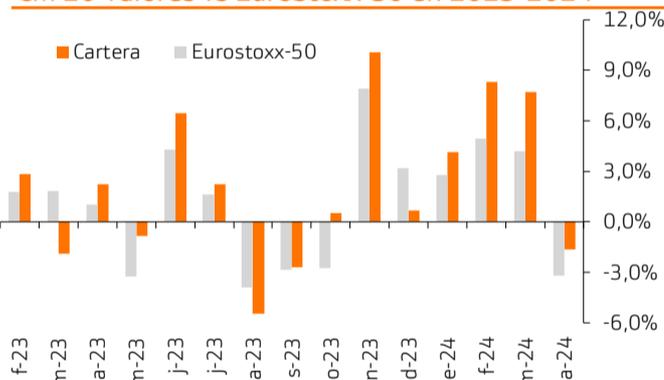
### Cartera Modelo Ampliada

28-mar.-24				30-abr.-24			
C. Ampliada	Peso	% Var.Mes	Rbd. x div. (1)	C. Ampliada	Peso	Beta	Rbd. x div. (1)
Rheinmetall	7	-0,7%	1,43%	Rheinmetall	7	0,87	1,4%
BE Semiconductor I	5	-10,1%	2,13%	BE Semiconductor Industries	5	1,75	2,1%
Intesa	5	+4,8%	9,11%	Intesa	5	1,11	9,2%
Iberdrola	5	+0,1%	4,95%	Iberdrola	6	0,80	4,9%
AXA	4	-1,1%	6,62%	AXA	4	0,90	6,5%
Unicredit	6	+3,6%	6,25%	Unicredit	6	1,26	6,0%
BBVA	4	-4,4%	6,77%	BBVA	4	1,39	6,6%
Safran	4	-2,8%	1,33%	Safran	4	0,95	1,3%
SAP	6	-6,0%	1,26%	SAP	6	1,26	1,2%
Danone	3	-2,1%	3,65%	Adyen	3	2,67	0,0%
Thales	3	-0,1%	2,15%	Thales	3	0,58	2,1%
LVMH	5	-6,2%	1,80%	LVMH	5	1,82	1,8%
Novo Nordisk	6	+2,4%	1,37%	Novo Nordisk	6	1,06	1,3%
ASM International	4	+5,2%	0,55%	ASM International	4	1,69	0,6%
CaixaBank	6	+10,2%	8,97%	CaixaBank	6	1,03	8,9%
Ferrari	5	-3,5%	0,64%	Ferrari	5	0,99	0,6%
ASML	6	-6,5%	0,81%	Mercedes-Benz	6	1,10	6,8%
Leonardo	6	-7,1%	1,10%	Leonardo	5	0,85	1,1%
Hermès	5	-4,9%	0,80%	Hermès	5	1,29	0,8%
Allianz	5	-4,0%	5,53%	Allianz	5	0,92	5,5%
<b>Total</b>	<b>100</b>		<b>3,32%</b>	<b>Total</b>	<b>100</b>		<b>3,55%</b>
<b>Sensibilidad a Mercado (Beta)</b>						<b>1,18</b>	
<b>Rentabilidad por dividendo ponderada por peso</b>						<b>3,6%</b>	

### CM 20 valores: Cambios

Entran		Salen		Cambian Peso	
Adyen	+3	Danone	-3	Iberdrola	+1
Mercedes-Benz	+6	ASML	-6	Leonardo	-1

CM 20 Valores vs EuroStoxx-50 en 2023-2024



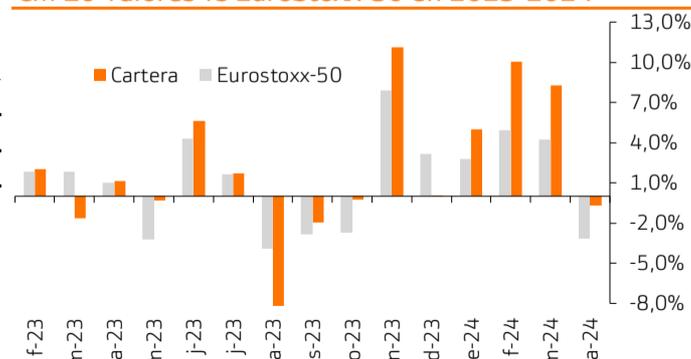
### Cartera Modelo Media

28-mar.-24				30-abr.-24			
C. Media	Peso	% Var.Mes	Rbd. x div.(1)	C. Media	Peso	Beta	Rbd. x div.(1)
CaixaBank	10	+10,2%	8,97%	CaixaBank	10	1,03	8,9%
Ferrari	10	-3,5%	0,64%	Ferrari	10	0,99	0,6%
Hermès	10	-4,9%	0,80%	Hermès	10	1,29	0,8%
SAP	10	-6,0%	1,26%	SAP	10	1,26	1,2%
Intesa	10	+4,8%	9,11%	Intesa	10	1,11	9,2%
LVMH	10	-6,2%	1,80%	Iberdrola	10	0,80	4,9%
Novo Nordisk	10	+2,4%	1,37%	Novo Nordisk	10	1,06	1,3%
Unicredit	10	+3,6%	6,25%	Unicredit	10	1,26	6,0%
ASML	10	-6,5%	0,81%	Mercedes-Benz	10	1,10	6,8%
Rheinmetall	10	-0,7%	1,43%	Rheinmetall	10	0,87	1,4%
<b>Total</b>	<b>100</b>		<b>3,24%</b>	<b>Total</b>	<b>100</b>		<b>4,12%</b>
<b>Sensibilidad a Mercado (Beta)</b>						<b>1,08</b>	
<b>Rentabilidad por dividendo ponderada por peso</b>						<b>4,1%</b>	

### CM 10 valores: Cambios

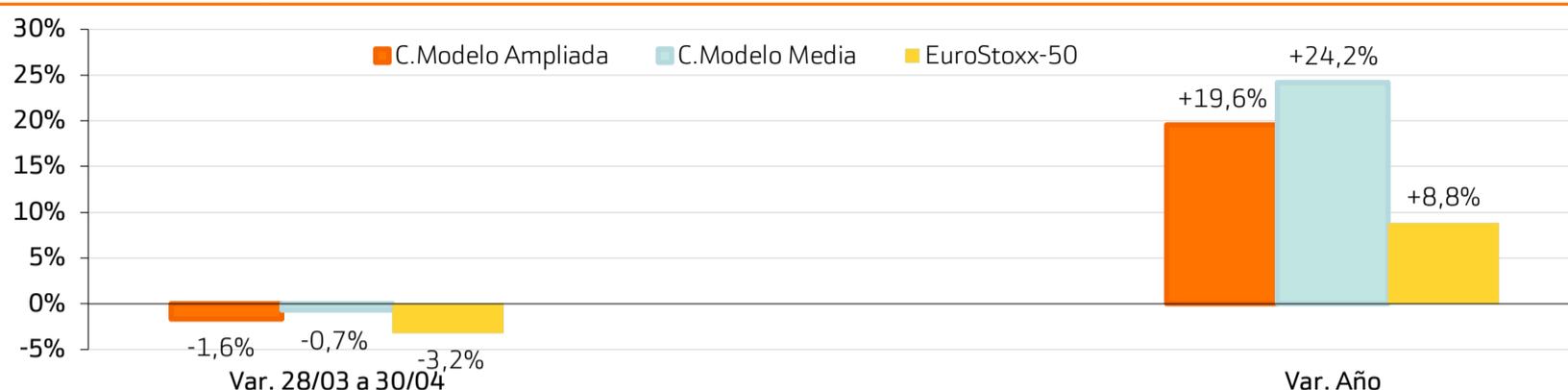
Entran		Salen		Cambian Peso	
Iberdrola	+10	LVMH	-10		
Mercedes-Benz	+10	ASML	-10		

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:

La principal novedad este mes, es que el posicionamiento de nuestras carteras también funciona en un entorno de bolsas a la baja. El mes de abril ha sido el primero del año con retrocesos generalizados en bolsas (Eurostoxx50 -3,2%) y **nuestras carteras han logrado amortiguar el impacto**, con caídas del -0,7% la de 10 valores y -1,6% la de 20 valores. **En lo que va de año, todas las carteras europeas acumulan rentabilidades positivas**, de +19,6% la ampliada y +24,2% la de 10 valores, que superan con creces el +8,8% acumulado por el índice de referencia.

Consideramos que la corrección de abril es coyuntural y **mantenemos la estrategia pro-bolsas**, centrada sobre todo en Tecnología, Semiconductores, Ciberseguridad, Defensa y Lujo, 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 mayo hacemos pocos cambios y de carácter táctico.** En la cartera de **10 valores**: (i) Entran Iberdrola en lugar de ASML, que cotiza ya en niveles próximos a nuestro precio objetivo y ha publicado guías y cartera de pedidos débiles de cara a 2T 2024; y (ii) Entra Mercedes-Benz en lugar de LVMH. Cambiamos ligeramente el sesgo dentro del sector lujo hacia autos. Además, en la cartera de **20 valores** entra Adyen, en lugar de Danone. Aprovechamos las caídas para entrar a niveles más atractivos en una compañía con buenos fundamentales.

## 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	+19,6%	+24,2%	+8,8%
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 (~9,2% vs ~3,6% de media en la banca europea) y sostenible en el tiempo. Además, los múltiplos son atractivos (PER'24 ~7,8x & 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 es de 5,0% en 2024.
AXA	Mantenemos Axa entre nuestros valores preferidos. Buen inicio de año en términos de crecimiento de ingresos (+6%). Tras estos indicadores de actividad, reiteramos nuestra recomendación de Comprar y mantenemos el P. Objetivo en 37,1€/acc. Esta recomendación se apoya en los siguientes argumentos: (i) el cambio a mejor en resultados se ha confirmado y prevemos menor volatilidad a futuro, (ii) el plan estratégico presentado este año es atractivo en términos de crecimiento/rentabilidad y retribución al accionista (rentabilidad por dividendo >6%) y (iii) un nivel de solvencia cómodo aporta estabilidad. En consecuencia, consideramos el fuerte compromiso de retribución al accionista (dividendo+recompra de acciones) sostenible en el tiempo.
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 accionista 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€. 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. Los Ingresos ajustados del 1T 2024 crecen 18,1% a/a en el Grupo, doble dígito en todas las divisiones.
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.
Adyen	Aprovechamos la fuerte caída tras la presentación de indicadores de actividad 1T 2024. Este retroceso genera cierto margen de seguridad frente a nuestro precio objetivo. Los fundamentales del negocio no han cambiado. Destacamos varios aspectos clave: un (i) sector con crecimiento estructural (disminución uso efectivo) en el cual opera mediante un modelo híbrido (comercio unificado online+físico), lo que aporta mayor estabilidad a los ingresos. (ii) Una plataforma escalable (construida desde 0; no M&A) y un apalancamiento operativo que se traducirá en mejoras de margen EBITDA.
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	Mantenemos BBVA en la cartera de 20 valores y reducimos su peso ligeramente a raíz de la posible operación corporativa con B.Sabadell. En cuanto a resultados, batió expectativas en 1T 2024 con un BNA de 2.200 M€ (+19,1% vs 2.000M€) gracias al buen momento en resultados por el que atraviesan México y España. El equipo gestor, reitera todas las guías de 2024 y añade que esperan crecimiento de BNA24 a doble dígito.
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	Mantenemos CaixaBank por los siguientes motivos: 1) La rentabilidad/RoTE alcanza 15,8% (vs 15,6% en 2023), (2) las cifras del 1T 2024 reflejan una mejora adicional del margen con clientes (364 pb vs 358 pb en 4T 2023), un buen comportamiento de la actividad comercial y un Coste del Riego/CoR bajo, (3) La morosidad continúa en niveles históricamente bajos (2,8% vs 2,74% en 4T 2023), (4) el equipo gestor mejora el guidance de margen de intereses (crecimiento en torno al +5% vs en línea con 2023) y de rentabilidad/RoTE (>16%) y (5) La ratio de capital CET1 se mantiene en un nivel confortable, lo que permite implementar una política de remuneración atractiva para los accionistas (>15% anterior) de cara al conjunto del año.
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.
Mercedes-Benz	Las cifras del grupo son mejores de lo estimado en el 1T, pero el margen EBIT del segmento coches defrauda y el impacto en mercado es negativo (-5% aprox.). Sin embargo, pensamos que la Compañía cumplirá sus guías anuales. 2024 será un año de "menos a más" con un segundo semestre más potente en términos de demanda, mix de productos y, consecuentemente, márgenes. Por eso, consideramos el castigo tras los resultados demasiado acusado y aprovechamos para tomar posiciones en el valor.
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. Consideramos las guías para 2024 conservadoras. Sitúa el beneficio operativo en 14.800M€ (+1.000M€), nivel que estimamos que superará con comodidad. y seguirá aplicando una política de retribución al accionista atractiva (rentabilidad >6%). Mantiene un nivel de solvencia cómodo, el cual refuerza la sostenibilidad de la remuneración a sus accionistas.

### 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