

La siguiente tabla ofrece la evolución de las carteras modelo comparadas con el EuroStoxx 50 del 28-sep-18 al 31-oct-18.

	Var. Mes	Var. Año	Dif año EurStoxx50
C.Mod. Ampliada	-6,43%	-9,9%	-1,1%
C.Mod. Media	-5,65%	-9,3%	-0,6%
EuroStoxx-50	-5,93%	-8,7%	n/a

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

### Cartera modelo ampliada

28-septiembre				31-octubre			
C. ampliada	Peso	% Var.Mes	Rbd. x div. (1)	C. ampliada	Peso	Beta	Rbd. x div. (1)
Sanofi-Aventis	7	2,98%	3,93%	Sanofi-Aventis	5	0,74	3,9%
Amadeus	5	-11,05%	1,72%	Amadeus	5	0,74	1,7%
Kering	7	-14,75%	1,85%	Kering	7	1,48	1,9%
Swatch Group	4	-13,48%	2,47%	Swatch Group	4	0,96	2,5%
Siemens	6	-7,81%	3,68%	Siemens	2	0,98	3,7%
Sap AG	5	-10,75%	1,54%	Sap AG	3	0,94	1,6%
Nokia	4	4,67%	3,78%	Nokia	4	1,00	3,8%
Vinci	2	-3,83%	3,41%	Vinci	2	0,90	3,5%
L'Oreal	5	-4,24%	1,88%	L'Oreal	5	1,00	1,9%
Santander	4	-3,24%	5,13%	Santander	9	1,37	5,2%
Total	3	-6,95%	5,12%	Total	3	1,06	5,1%
Schneider Electric	3	-7,71%	3,64%	Schneider Electric	3	1,23	3,7%
Philips	3	-16,10%	2,40%	Telefonica	7	0,93	5,5%
Abn Amro	6	-7,46%	6,49%	Abn Amro	6	0,98	6,5%
LVMH	8	-11,75%	2,13%	LVMH	8	1,40	2,2%
Essilor	6	-5,26%	0,00%	Essilor	6	0,56	0,0%
Adidas AG	8	-1,19%	1,55%	Adidas AG	8	0,92	1,6%
Safran	6	-5,51%	1,55%	Safran	4	0,92	1,6%
Airbus	4	-9,68%	1,81%	Airbus	3	1,30	1,8%
Carrefour	4	3,94%	2,53%	Carrefour	6	0,66	2,6%
<b>Total</b>	<b>100</b>		<b>2,69%</b>	<b>Total</b>	<b>100</b>		<b>3,03%</b>

Sensibilidad a Mercado (Beta) **1,02**

Rentabilidad por dividendo ponderada por peso **3,0%**

### Cartera modelo media

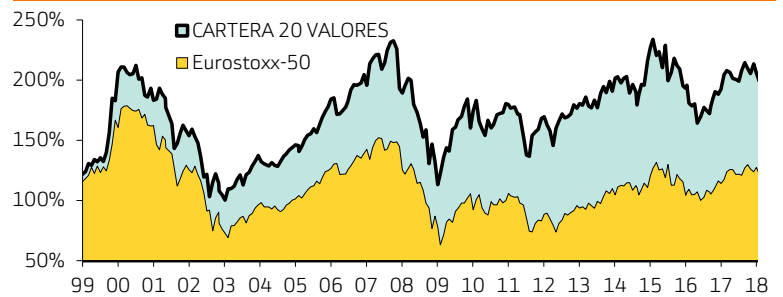
28-septiembre				31-octubre			
C. media	Peso	% Var.Mes	Rbd. x div. (1)	C. media	Peso	Beta	Rbd. x div. (1)
LVMH	13	-11,75%	2,13%	LVMH	13	1,40	2,2%
Abn Amro	10	-7,46%	6,49%	Abn Amro	10	0,98	6,5%
Carrefour	8	3,94%	2,53%	Carrefour	8	0,66	2,6%
Kering	10	-14,75%	1,85%	Kering	10	1,48	1,9%
Sanofi-Aventis	10	2,98%	3,93%	Sanofi-Aventis	10	0,74	3,9%
Safran	11	-5,51%	1,69%	Santander	11	1,37	5,2%
Sap AG	9	-10,75%	1,54%	Telefonica	11	0,93	5,5%
L'Oreal	9	-4,24%	1,88%	L'Oreal	7	1,00	1,9%
Essilor	8	-5,26%	0,00%	Essilor	8	0,56	0,0%
Adidas AG	12	-1,19%	1,55%	Adidas AG	12	0,92	1,6%
<b>Total</b>	<b>100</b>		<b>2,39%</b>	<b>Total</b>	<b>100</b>		<b>3,22%</b>

Sensibilidad a Mercado (Beta) **1,03**

Rentabilidad por dividendo ponderada por peso **3,2%**

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

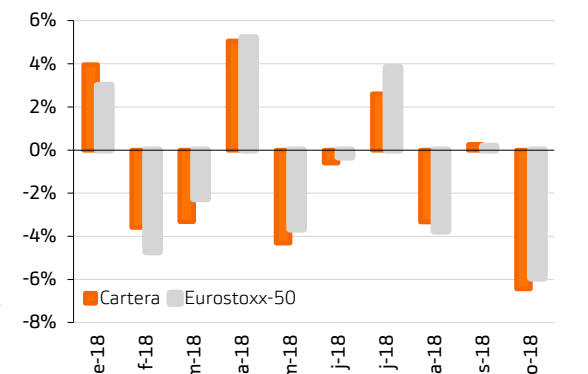
### Evol. C.M. 20-EuroStoxx 50 (ene.'99/oct.'18)



### CM 20 valores: Cambios octubre

Entran		Salen		Cambian Peso	
Telefónica	+7	Philips	-3	Sanofi	-2
				Siemens	-4
				SAP	-2
				Santander	+5
				Safran	-2
				Airbus	-1
				Carrefour	+2

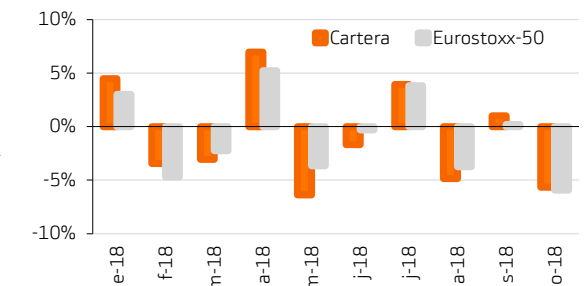
### CM 20 vs E.Stoxx50 en 2018



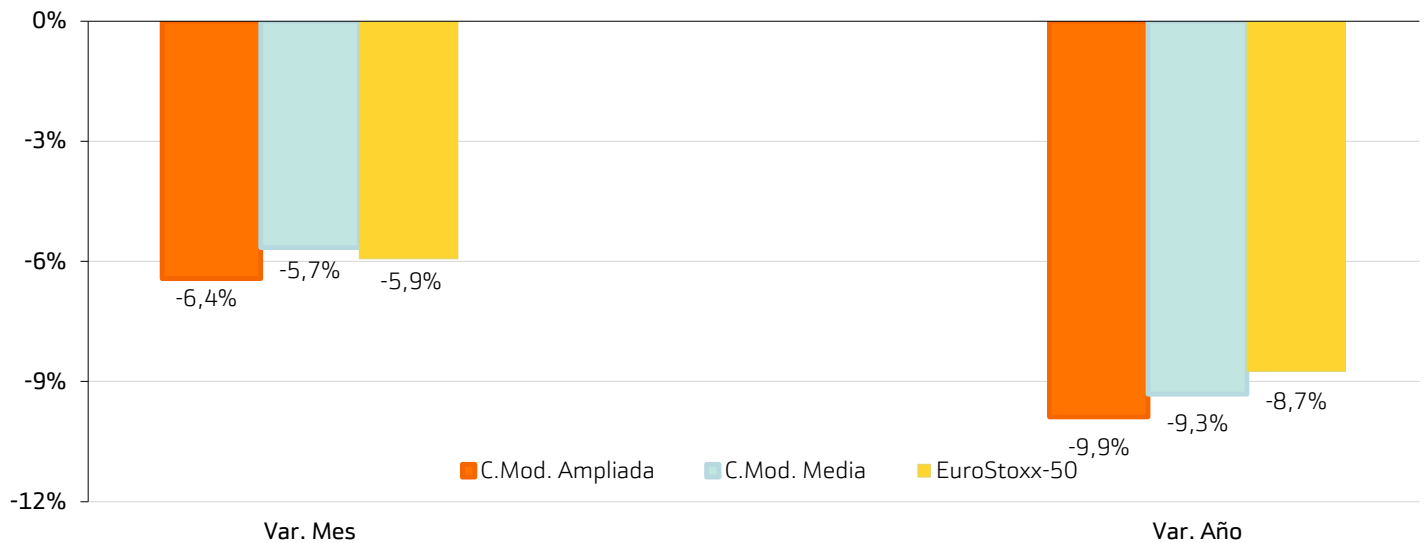
### CM 10 valores: Cambios octubre

Entran		Salen		Cambian Peso	
Santander	+11	Safran	-11	L'Oreal	-2
Telefónica	+11	SAP	-9		

### CM 10 vs E.Stoxx50 en 2018



## Evolución carteras modelo y EuroStoxx 50

Estrategia en las carteras modelo europeas**Evolución reciente:**

Dejamos atrás uno de los meses más complicados del año, con una fuerte corrección de los mercados en octubre, el Ibex35 -5,3%, EuroStoxx50 -5,9% y el S&P500 -6,9%.

La volatilidad en los mercados europeos aumentó ya que **a la incertidumbre en torno a las tensiones comerciales entre EE.UU. y China**, que vienen marcando todo el ejercicio, se ha visto incrementada por: (1) el inicio del período de publicación de resultados, que ha despertado dudas sobre el ritmo de crecimiento futuro, no así los resultados actuales que en general han seguido en línea o incluso superando las expectativas. (2) el entorno de tipos al alza en EE.UU. y (3) en particular en Europa, la incertidumbre en torno al presupuesto italiano, todavía en negociaciones con la Comisión Europea.

En este entorno de turbulencias, las carteras europeas han registrado una corrección bastante en línea con el EuroStoxx50 (-5,9%). La cartera de 20 valores -6,43% y la de 10 valores -5,65%.

**Estrategia de inversión:**

Interpretamos los recientes retrocesos de las bolsas como **una sobrereacción a las incertidumbres abiertas** y a la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento, pero no como una advertencia sobre una hipotética involución del ciclo, ni de economía, ni de mercados. Por eso de cara a **Noviembre elevamos exposición a emergentes y bancos**, aunque de manera muy selectiva.

**Proponemos varios cambios**, con el objeto de tratar de aumentar la exposición a la recuperación del mercado tras el *sell-off*. Aumentamos la exposición a Brasil porque ya se ha cerrado el proceso electoral y también al sector financiero doméstico porque creemos que el desenlace final sobre la responsabilidad del coste del impuesto de AJD sobre las hipotecas no será el más severo de los posibles, de manera que su impacto estaría ya recogido en las cotizaciones. En este sentido, **reducimos exposición o incluso salimos de compañías como Safran, Philips o SAP, para posicionarnos en compañías que consideramos cuentan con mayor potencial de recuperación a corto plazo, como Santander, Telefónica y Carrefour.**

Nuestra Cartera Modelo de 10 Valores queda compuesta por: LVMH, Adidas, Santander, Telefónica, ABN, Sanofi, Kering, Essilor, Carrefour y L'Oreal.

## Selección de Acciones

Compañía	¿Por qué es el momento?
Sanofi-Aventis	Los resultados 3T18 demuestran que ha entrado en una fase de crecimiento sostenible tras 2 años difíciles. Crece en medicamentos contra la diabetes mediante adquisiciones que arrojan resultados poco a poco, mientras que su posicionamiento en asma y dermatitis es muy sólido. La división de Consumo Salud (OTC) mejora rápidamente en emergentes. Sanofi se ha revalorizado +15% en 2018 y es nuestra <i>farma</i> preferida.
Amadeus	Estimamos que los resultados de 3T18 mantendrán la dinámica positiva de crecimiento de ingresos, solidez de márgenes en IT y liderazgo de cuota de mercado en Distribución. Consideramos que el <i>sell-off</i> del sector tecnológico está terminando y Amadeus, tras la reciente corrección, cotiza a unos múltiplos de valoración muy aceptables (PER 2019e : 25x) para una compañía con un sólido modelo de negocio.
Kering	Excelente evolución de los ingresos en 3T18 con un crecimiento en ventas comparables de +27,5%. Destacan las ventas de Gucci +35%. El valor cotiza a múltiplos atractivos: PER'19 de 18,7x y EV/Ebitda de 12,7x. A su vez, cuenta con un balance muy saneado: DN/Ebitda'19 de 0,04x.
Swatch	Con el lanzamiento previsto de nuevos productos, el panorama para 2018 es favorable. La mejora del consumo privado y de la confianza de los consumidores soportan un escenario de recuperación en ventas en las dos principales divisiones de la compañía (joyería y productos electrónicos).
Siemens	Volvemos a reducir el peso de Siemens en la Cartera de 20 valores. La Compañía aplica una simplificación de su estructura organizativa desde el 1 de octubre: reduce de 5 a 3 sus áreas operativas para ganar eficiencia frente a tamaño. A comienzos de Noviembre presentará sus cifras del 4T18 y preliminares de cierre del año.
Sap AG	Resultados 3T18 batiendo expectativas (BPA 1,14€ vs 1,08€ esperado). Revisa al alza su <i>guidance</i> de ingresos, hasta 25.200M€/25.500M€ desde 24.975M€/25.300M€, lo que debería respaldar la cotización tras las caídas de Octubre.
Nokia	La Compañía es líder en redes de telefonía móvil 4G con una cuota de mercado del 33%, una posición ventajosa para beneficiarse de las inversiones en redes 5G en EE.UU, especialmente tras las posibles sanciones al competidor chino ZTE en EE.UU. Recuperando <i>momentum</i> a la espera de la reactivación de las inversiones en próximos trimestres.
Vinci	Sus resultados 1S18 fueron los mejores desde 2009: Ingresos creciendo a doble dígito en Construcción y Aeropuertos; Concesiones +5%. Las adquisiciones de aeropuertos en otros países reducirán su dependencia del mercado francés y apuntalarán su potencial junto con un incremento de la cartera de proyectos de +6,5% interanual.
L'Oreal	Encadena 5 trimestres con crecimientos positivos. Los productos de consumo masivo crecen moderadamente, pero los <i>premium</i> ganan cuota de mercado y entran en nuevos mercados. La cosmética crece sostenidamente en todos los rangos de edad y con una cartera de productos y marcas muy diversificada. Crecimiento con márgenes crecientes.
Santander	El BNA crece a doble dígito gracias a la evolución del negocio típico y el buen momento por el que atraviesa España. La ratio de capital (proforma) alcanza el 11,20% (vs >11,0% de objetivo en 2018), los índices de calidad crediticia evolucionan positivamente y el RoTE Ordinario se mantiene por encima del 12,0%. SAN presentará un nuevo plan estratégico en 1T 2019 donde esperamos unos objetivos ambiciosos en términos de eficiencia y rentabilidad.
Total	Política de adquisiciones en marcha que permite aumentar progresivamente el dividendo e iniciar programas de recompra de acciones (5.000M\$ en 2018/20). Sólidos resultados en los 4 últimos trimestres y Flujo de Caja Libre en máximos de 4 años. Producción de petróleo +8% en 2018 vs +7% en 2017. Su solidez en <i>downstream</i> contrarresta la erosión de márgenes en <i>upstream</i> que tiene lugar en toda la industria. Apalancamiento bajo: 0,2x FF.PP.
Schneider Electric	Resultados 9m'18 ligeramente superiores a lo esperado y nueva revisión al alza tanto de su objetivo de EBITA orgánico ajustado a la parte alta del rango anterior, con un nuevo rango entre +8%/+9% vs +7%-9%, como de las Ventas orgánicas hasta aprox. +6% desde +5%/+6%.
Telefónica	Las cifras del 3T18 de la operadora batieron estimaciones en las principales partidas de la cuenta de resultados, mostraron una reducción de deuda por sexto trimestre consecutivo y mejoraron el <i>guidance</i> de ingresos para el conjunto de 2018. Todo ello, acompañado por una rentabilidad por dividendo en torno a 5,5%.
ABN	El negocio típico evoluciona positivamente con aumentos en el margen de intereses y comisiones mientras continúa el descenso en el coste del riesgo. La Tasa de Morosidad se sitúa en niveles históricamente bajos (~ 1,1%), el RoE alcanza el 13,5% y supera ampliamente la media europea.
LVMH	Las ventas de los 9m 2018 batieron expectativas y registraron un aumento del 10%.- Durante el 3T18 estanco registró un volumen de ingresos de 11.379 M€ (+9,6%), superando los 11.296 M€ (+8,6%) estimados por el consenso de mercado (Bloomberg). Los ingresos acumulados en los 9 primeros meses de 2018 ascendieron a 33.129 M€ (+10,1%). Todas las áreas de negocio aumentaron sus ingresos en los 9 primeros meses del ejercicio.
Essilor	Su fusión con Luxottica le convierte en líder mundial de lentes (4 veces siguiente competidor). Esto proporcionará economías de escala que ampliarán márgenes. Ventas Europa +4% y EE.UU. +3,7%: alcanzará su objetivo 2018 de +2%/+4%. Su estrategia de enfocarse hacia el lujo le permitirá cotizar a multiplicadores elevados (PER 30x).
Adidas	Buenas perspectivas para el valor en vista de su constante ganancia de cuota de mercado, la solidez de sus márgenes operativos y presencia global. Además, ha anunciado un programa de recompra de acciones por importe de 3.000M€.
Safran	Momento de negocio de Ingresos al alza y márgenes estables o crecientes en todas las áreas de actividad: Aeroespacial 18,3%; Aerosistemas 14,4%; Equipos de Aeronáutica 13,4% y Defensa 6,9%. El lanzamiento de su nuevo modelo de turbina LEAP introducirá cierta presión en los márgenes, pero ésta se aliviará desde 2020 y, hasta ese momento, el aumento de las ventas por la demanda de Boeing 737s y el A320s dará soporte a los resultados.
Airbus	Rebajamos un poco el peso de Airbus que en 9m'18 había entregado 503 aviones comerciales vs 454 en 9m'17. Mantiene su objetivo de entregas en 800 aviones comerciales (aunque ahora incluye 18 del modelo A220) y de asegurar la fase de aceleración del A320neo.
Carrefour	Los ingresos 3T18 aceleran, con un crecimiento orgánico de +2,1%. Destacan Francia, tras mejorar los formatos, y Brasil. Las ventas <i>online</i> crecen aprox.+30%. La estrategia centrada en potenciar la omnicanalidad, la reformulación de la oferta comercial, el cierre de alianzas con otras cadenas y las medidas de eficiencia, está surtiendo efecto.