

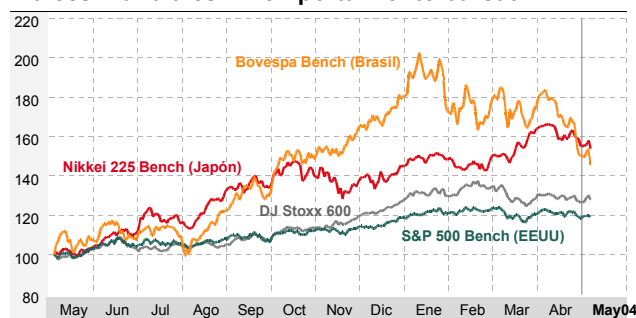
THE EUROPEAN STRATEGY OBSERVER

Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jgomez.madrid@sinvest.es

Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
aespasa.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
Cbergon.madrid@sinvest.es

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 6-mayo	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	239,2	-0,9	-1,7	1,1	4,3
S&P 500	1.114,0	0,0	-2,3	-1,1	0,2
Bono a 10 a. zona euro	4,16	0,9	3,7	7,9	-1,4
Bono a 10 años EEUU	4,60	2,0	10,5	19,8	8,2
Tipo inter. 3M zona euro	2,07	0,1	1,1	5,9	-2,4
Tipo interés 3M EEUU	0,99	3,1	6,6	5,3	7,7
Euro-dólar	1,21	0,6	-1,1	-2,0	-4,1
Barril de Brent (US\$)	37,3	6,5	13,4	15,6	22,7
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,1	-1,2

Fuente: Bloomberg.

Valoración del universo de cobertura de SCH

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/Vc	
	04P	05P	04P	05P	BpA	EBITDA	04P	05P
CAC40	15,5	13,5	7,7	7,0	16,3	4,4	2,4	2,6
DAX30	15,1	12,8	6,4	5,6	32,1	4,6	2,4	2,2
MIB30	16,5	15,2	7,3	6,8	21,8	5,9	4,6	2,7
PSI20	16,1	13,3	8,3	7,5	22,9	7,7	2,8	2,2
IBEX35	16,3	16,1	8,0	7,1	18,9	7,1	3,0	3,2
DJ Stoxx 600	16,6	13,8	6,5	6,4	15,0	6,8	3,0	2,9
DJ Stoxx 50	14,9	13,4	8,3	7,6	15,7	4,5	3,1	2,8
DJ Euro Stoxx 50	14,4	12,9	6,6	6,1	22,0	4,3	3,2	2,5
DJ Stoxx Def.	14,9	14,4	7,0	6,7	8,6	3,5	2,7	2,9
DJ Stoxx Cíclic.	15,6	12,7	4,7	n.d.	0,8	0,3	2,9	1,3
DJ Stoxx TMTs	47,3	32,6	6,0	5,4	160,3	5,9	1,8	1,8
DJ Stoxx Fin.	12,2	10,9	n.d.	n.d.	31,1	n.d.	3,5	1,7

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Puntos destacados

- Recomendamos sustituir las *utilities* por telecomunicaciones.
- Puntos a favor de las *telecoms*: mayor crecimiento, menor gasto en inversión, menor presión regulatoria y buenas valoraciones relativas.
- Nuestras preferencias: **Deutsche Telekom, Vodafone y Telecom Italia.**

Puntos de interés

- Los bancos del Reino Unido en el centro de atención: nuestros favoritos, **RBoS** y **Barclays**.
- Se confirma nuestra apuesta por el sector petrolero: **Total, BP** y **Repsol YPF** son nuestros favoritos.
- Buena oportunidad de compra en **Vivendi Universal**.
- Entre los automóviles, apostamos por dos compañías con peor comportamiento que el mercado: **DaimlerChrysler** y **Volkswagen**.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 6-mayo	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	3.655,1	-0,9	-2,4	0,8	2,7
DAX30	3.909,5	-2,5	-2,8	1,4	-1,4
MIB30	27.858,0	-1,3	-1,1	1,9	4,3
PSI20	7.537,3	0,3	-0,5	0,0	11,7
IBEX35	8.119,3	-0,5	-2,0	1,3	4,9
DJ Stoxx 600	239,2	-0,9	-1,9	1,1	4,3
DJ Stoxx 50	2.721,5	-0,4	-1,0	2,2	2,3
DJ Euro Stoxx 50	2.765,7	-1,4	-3,5	-0,8	0,2
DJ Stoxx Defensivas	n.d.	-5,8	-6,7	-4,8	-0,7
DJ Stoxx Cíclicas	n.d.	-1,8	-3,5	0,0	5,9
DJ Stoxx TMTs	n.d.	-2,3	-7,1	-3,1	-1,5
DJ Stoxx Financieras	n.d.	1,9	-3,8	-0,7	3,8

Fuente: Bloomberg.



RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

Europa – Resumen de estrategia sectorial

Sector	Pond. índice	Posición SCH		Comentarios	Valores preferidos
		Táctica	Estrat.		
Bancos	18,5%	↔	↔	La recuperación económica en Europa y la exposición a los mercados internacionales deberían favorecer el aumento de los ingresos en el sector bancario. El riesgo se centra en los tipos de interés y en el comportamiento de los mercados de capital. La mejor noticia para 2004 sería que se consiguiera estabilidad, ya que traería consigo unos márgenes más elevados, la mejora de los balances y un exceso de capital. La actividad corporativa podría volver a ser un tema clave en 2004.	RBoS, Barclays, ABN Amro, BNP Paribas, Société Générale, Fortis
B. y servicios de consumo discrecionales y cíclicos	11,7%	↓	↓	El gasto del consumidor se mantendrá, previsiblemente, en niveles bajos en 2004F y las familias no se pronunciarán sobre el gasto familiar hasta que la recuperación económica sea evidente. Un poder de fijación de precios limitado, la exposición del dólar estadounidense y unas estructuras ineficientes podrían deteriorar los márgenes operativos.	Nestlé, Carrefour, LVMH
Energía	9,8%	↑	↑	Las valoraciones actuales de las compañías petroleras descuentan un precio del crudo de 19-20 US\$/bbl en 2003E. A los precios actuales, los estrictos programas de inversión, las sinergias de consolidaciones anteriores y los perfiles defensivos podrían proporcionar un riesgo a la baja limitado. Se trata de uno de los pocos sectores donde parece probable que se hagan revisiones al alza de los beneficios a lo largo del año.	BP, Repsol YPF, Total
Farmacía	9,7%	↓	↓	Los argumentos a favor (población envejecida, tratamientos innovadores, mayor cobertura de seguridad social) se enfrentan ahora a una reducción de la productividad I+D, a una presión fuerte en los precios (de gobiernos excesivamente endeudados) y a la competencia (derivada de los genéricos). La actual prima del 30-40% frente al mercado parece excesiva.	Aventis, Novartis
Bienes y servicios industriales	6,7%	↔	↔	Aunque esperamos que las inversiones empresariales se establezcan a lo largo de 2004P, preferimos beneficiarnos de esta mejora a través de otros sectores cíclicos como el acero o los recursos básicos. El aumento del riesgo regulatorio en los productos químicos, el incremento de los precios de las materias primas, la ausencia de poder de fijación de precios en el sector del automóvil y la exposición al US\$ limitan el potencial alcista.	BASF, Lafarge, VW
Aseguradoras y servicios financieros	8,0%	↑	↑	Las aseguradoras han sufrido una "tormenta perfecta" en los últimos años, pero ya ha llegado la calma. Han protegido sus balances mediante la cobertura de sus carteras, las acusadas subidas de las primas, la reducción de los bonus y dividendos, etc. A pesar de su buen comportamiento en 2003E, el descuento frente a sus múltiplos históricos y el mercado de renta variable y las revisiones al alza y la buena tendencia de los beneficios apoyan nuestra opinión positiva del sector.	AXA, Munich Re, Swiss Re
Tecnológicas	4,1%	↓	↔	El gasto en tecnología suele ser el último en recuperarse una vez disipada la incertidumbre económica. Las valoraciones actuales siguen descontando una recuperación en algún momento en 2004P, aunque la fuerte reducción de costes por parte de las compañías tecnológicas estadounidenses, la competencia que llega desde Asia y la ausencia de poder de fijación de precios auguran presión en los márgenes operativos. Se recomienda concentrarse en los líderes del segmento (Nokia y SAP).	Philips, Siemens
Telecomunic.	9,9%	↑	↑	En un momento de mejora de balance, la reestructuración financiera y operativa debería provocar la mejora del flujo de caja exigida por los mercados. Las primeras compañías nacionales han visto mejorar su posición al esfumarse la fiebre de Internet. La telefonía móvil y la banda ancha sigue favoreciendo un crecimiento superior a la media a unos múltiplos por debajo de la media.	Deutsche Telekom, Telecom Italia
Utilities	5,2%	↔	↓	Esperamos que las <i>utilities</i> mejoren sus balances en 2004P ya que sus prioridades son ahora la generación de caja libre, la implantación de unas estrategias de integración bien definidas y la venta de las actividades no estratégicas. La Directiva sobre Comercio de Derechos de Emisión de Gases (de Efecto Invernadero) será un tema clave en 2004 y es probable que penalice a compañías de países periféricos (España, Portugal e Italia), mientras favorece a sus homólogas del norte de Europa.	E.On, Suez

Fuente: estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

THE EUROPEAN MACRO OBSERVER

El crecimiento económico en EEUU se mantendrá fuerte

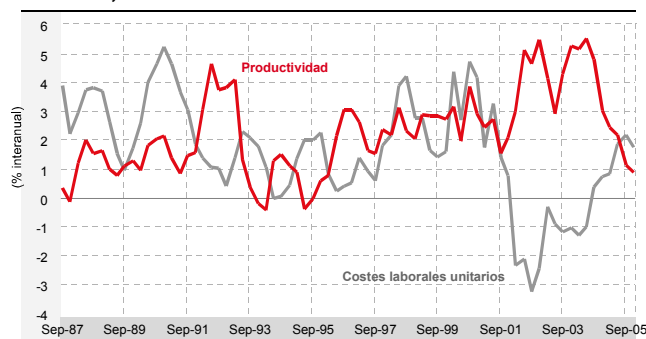
Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jgomez.madrid@sinvest.es

Nuria Cerdá
(34) 91-701-9283
ncerda.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
Cbergon.Madrid@sinvest.es

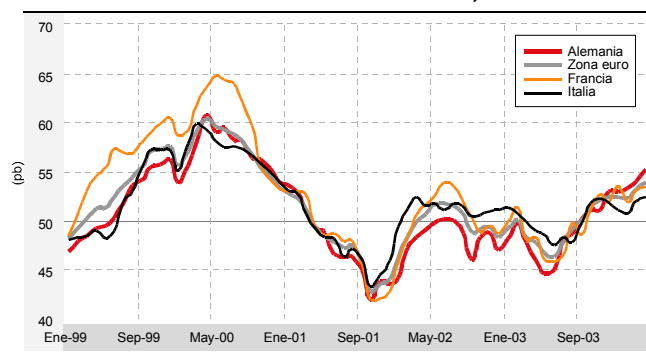
Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
aespasa.madrid@sinvest.es

EEUU – Productividad frente a costes laborales unitarios, 1987-2005P



Fuentes: Datastream y estimaciones y previsiones SCH Bolsa.

Zona euro – Índices PMI manufactureros, 1999-2004



Fuente: Reuters.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Posible deterioro de la balanza comercial en marzo.
- (2) Probable desaceleración de los precios de producción en abril.
- (3) Las ventas al por menor sin automóviles deberían reducirse de manera notable.
- (4) Menor subida de los precios de consumo en abril.
- (5) La producción industrial podría registrar un fuerte repunte en abril.

En la zona euro:

- (1) PIB francés del 1T04E: estimación de +0,5% intertrimestral.
- (2) PIB alemán del 1T04E: dato preliminar cercano al 0,3% intertrimestral.
- (3) PIB de la zona euro del 1T04E: estimación de +0,4% intertrimestral.
- (4) Se publican las previsiones del PIB de la zona euro para el 2T04 y el 3T04.

- Sin duda, la semana ha estado condicionada por la incertidumbre sobre el efecto negativo que la acusada subida del precio del petróleo podría tener en el crecimiento económico. El FMI ya ha alertado sobre ello.

- Los datos publicados esta semana en EEUU han sido claramente positivos. Los índices ISM siguen fuertes, los pedidos de fábrica se multiplican, la productividad mantiene sus altos niveles y los costes laborales unitarios siguen bajo control. En su última reunión, la Reserva Federal decidió mantener los tipos de interés y no aportó datos nuevos en su comunicado.

- Los indicadores adelantados de confianza empresarial también han sido positivos en la zona euro, con subida de los índices PMI en los sectores manufacturero y servicios. Por el contrario, los datos de pedidos de fábrica y de empleo de abril en Alemania no han sido buenos. El BCE decidía mantener los tipos de interés, dadas las previsiones de un aumento de la inflación en los próximos meses como consecuencia del encarecimiento de la energía. Por otro lado, la mejora registrada por los indicadores adelantados de confianza empresarial también justifica la actuación del BCE.

- La economía estadounidense sigue inmersa en el proceso de recuperación. Tras la incertidumbre sobre la sostenibilidad de dicha recuperación, en estos momentos no encontramos motivos de preocupación a corto plazo. Los incentivos introducidos en la economía estadounidense en los últimos años están dando sus frutos y podríamos asistir a un crecimiento del PIB cercano al 4,4% en 2004E. Para 2005P, esperamos que la tasa de crecimiento del PIB se reduzca al 3,3%.

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	Abr	53,3	-	54,0
3-May		Italia	Déficit presupuestario (neto/acumulativo)	Abr	16.700/27.800 mn	-	10.100/38.100 mn
	16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	Mar	-0,1	0,4	1,5
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	Abr	62,5	62,9	62,4
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Abr	86,0	87,0	88,0
MARTES	8:45	Francia	Confianza del consumidor	Abr	-22,0	-21	-20
4-May	8:45	España	Desempleo neto (m)	Abr	-8.200	-	-38.500
	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Mar	8,8	8,8	8,8
	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Mar	0,2 R/0,0	0,6/0,4	0,6/0,4
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Mar	1,1 R	2,3	4,3
	20:15	EEUU	FOMC - Tipos	May 4	1,00	1,00	1,00
		EEUU	Ventas totales de vehículos	Abr	16,7 mn	16,8 mn	16,4 mn
		EEUU	Ventas de vehículos nacionales	Abr	13,3 mn	13,5 mn	13,1 mn
MIÉRCOLES	9:55	Alemania	Variación del número de desempleados	Abr	44.000	15.500	23.000
5-May	9:55	Alemania	Tasa de desempleo (desest.)	Abr	10,4	10,4	10,5
	9:55	Alemania	Variación del número de empleados	Abr	-15.000	-10.000	-20.000
	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Abr	54,4	-	54,5
	11:00	Zona euro	Comercio al por menor (m/a)	Mar	-1,1 R/-0,1 R	-0,5/1,4	-0,2/0,9
	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	May 2	-13	-	-11
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Abr 30	0,5	-	4,4
	16:00	EEUU	ISM No manufacturas	Abr	65,8	65,0	68,4
JUEVES	8:45	Francia	Déficit presupuestario	Mar	-20,00 mn	-	-26.000 mn
6-May	12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (BBK) (m/a)	Mar P	0,5/3,0	0,8/6,5	-0,7/5,2
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	May	2,00	2,00	2,00
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	1T P	2,5 R	4,0	3,5
	14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	1T P	0,0 R	-0,9	0,5
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	May 1	340.000	335.000	315.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Abr 24	3,00 mn	2,96 mn	2,93 mn
	20:00	EEUU	Actas reunión del FOMC del 16 de marzo	-	-	-	-
VIERNES	9:00	España	Producción industrial no desest./ajust. (a)	Mar	2,8/1,8	-	8,0/4,0
7-May	12:00	Alemania	Producción industrial (m/a)	Mar P	-0,7/1,8	0,6/1,9	-
	12:00	Zona euro	OECD Indicadores adelantados	Mar	122,5	-	-
	14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Abr	5,7	5,7	-
	14:30	EEUU	Salario medio por hora (m/a)	Abr	0,1	0,2	-
	14:30	EEUU	Variación del n°. de empleos no agrícolas	Abr	308.000	175.000	-
	14:30	EEUU	Var. del n°. de empleos de manufacturas	Abr	0	5.000	-
	14:30	EEUU	Jornada media semanal (horas)	Abr	33,7	33,8	-
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Mar	1,2	0,5	-
	21:00	EEUU	Crédito al consumo	Mar	4.200 mn	7.000 mn	-

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
LA SEMANA		Alemania	Índice de precios al por mayor (m/a)	Abr	1,3/0,8	0,4/2,4
MARTES	8:00	Alemania	Saldo de la balanza por cuenta corriente	Mar	5.100 mn	7.000 mn
11-May	8:00	Alemania	Balanza comercial	Mar	12.100 mn	12.000 mn
	8:00	Alemania	Exportaciones (m)	Mar	-2,5	1,1
	8:00	Alemania	Importaciones (m)	Mar	1,4	0,8
	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	Mar	0,8/0,9	0,4/1,6
	8:45	Francia	Producción manufacturas (m/a)	Mar	0,7/1,4	0,4/1,5
MIÉRCOLES	8:45	Francia	Balanza comercial	Mar	-73 mn	100 mn
12-May	8:45	Francia	PIB (t/a)	1T E	0,7/1,2	0,5/-
	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	May 9	-11	-
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	May 7	-	-
	14:30	EEUU	Balanza comercial	Mar	-42.100 mn	-42.700 mn
	14:30	EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Abr	0,9/1,2	0,4/-
	20:00	EEUU	Avance del presupuesto mensual	Abr	-	40.000 mn
JUEVES	8:00	Alemania	PIB (desest./no desest.) (t/a)	1T 1	0,2/0,2	0,3/1,1
13-May	8:45	Francia	IPC (m/a)	Abr P	0,4/1,7	0,2/2,1
	9:30	Italia	Producción indust. (desest./no desest.) (m/a)	Mar	0,0/0,9	0,2/0,9
	10:00	Zona euro	El BCE publica su informe mensual de mayo	-	-	-
	10:30	Italia	PIB (desest./ajust.) (t/a)	1T P	0,0/0,1	0,2/0,5
	14:30	EEUU	IPRI (m/a)	Abr	0,5/1,4	0,2/-
	14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Abr	0,2/0,7	0,3/-
	14:30	EEUU	Ventas al por menor excl. automóviles	Abr	1,7	-0,1
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	May 8	315.000	-
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	May 1	2,93 mn	-
VIERNES	8:45	Francia	Empleos no agrícolas (t)	1T P	0,1	0,1
14-May	8:45	Francia	Salarios (t)	1T P	0,3	-
	9:00	España	IPC (m/a)	Abr	0,7/2,1	-
	9:30	Italia	IPC (Nic incl. tabaco) (m/a)	Abr F	0,3/2,3	-
	11:00	Zona euro	PIB desest. (m/a)	1T E	0,3/0,6	0,4/1,0
	11:00	España	Saldo balanza por cuenta corriente	Feb	-808,8 mn	-
	11:00	Zona euro	CE publica previsiones para el PIB del 2T y 3T	-	-	-
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Abr	0,5/1,7	0,3/-
	14:30	EEUU	IPC excl. alimentación y energía (m/a)	Abr	0,4/1,6	0,2/-
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	Mar	0,7	0,5
	15:15	EEUU	Producción industrial	Abr	-0,2	0,5
	15:15	EEUU	Utilización de la capacidad	Abr	76,5	76,7
	15:50	EEUU	Confianza del consumidor de U. de Michigan	May P	94,2	96,0

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (E) estimado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada).

Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.



RINCÓN DEL ESTRATEGA

CAMBIAMOS LAS UTILITIES POR LAS TELECOMUNICACIONES

Cinco razones para sobreponderar telecoms frente a utilities

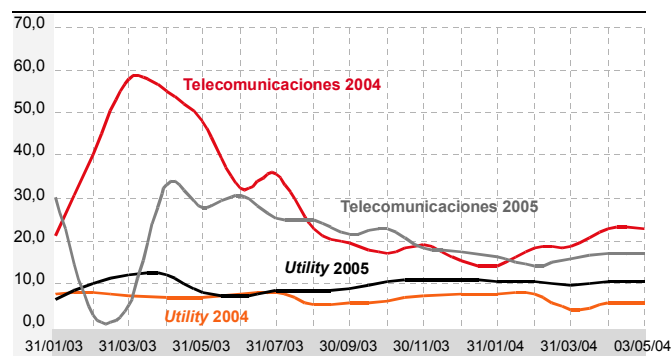
Esta semana dedicamos el “Rincón del estratega” a insistir en nuestra recomendación de sustituir las *utilities* por *telecoms*. En comportamiento, las *utilities* europeas han superado al sector de las telecomunicaciones en un 5% en lo que llevamos de año y en un 6% a todo el mercado europeo de renta variable. En nuestra opinión, esta tendencia podría cambiar a corto plazo por diversos motivos: (1) mayor potencial de crecimiento en las *telecoms*; (2) menor previsión de gastos de inversión; (3) marco regulatorio más favorable; (4) rotación dentro de los sectores defensivos; y (5) valoraciones más caras para las *utilities*.

Mayor potencial de crecimiento de beneficios en las telecomunicaciones

Expectativas de crecimiento de beneficios superior al 10% en las telecoms

En los próximos dos años, confiamos que los operadores de telecomunicaciones en Europa crezcan a un ritmo significativamente superior al de las *utilities*: 22% frente a 6% en 2004E y 18% frente a 10% en 2005P, respectivamente. Pero no sólo es mayor el potencial de crecimiento a medio plazo de las telecomunicaciones, su potencial de revalorización también les favorece frente a las *utilities*: desde principios de año, las estimaciones de beneficios se han revisado al alza en un 5% en el sector de las telecomunicaciones (principalmente gracias a la telefonía móvil, que superaba las expectativas), mientras que las *utilities* sólo conseguían un 3% (el caso de los mercados europeos de renta variable).

Telecomunicaciones y utilities: revisiones de consenso del BpA, 2004-05



Fuentes: Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.

Las telecomunicaciones exigen menores gastos de inversión

Un capex menor impulsa el FCL en las telecoms

El aumento de los planes de inversión de las *utilities* es otra razón para mantenernos prudentes frente al sector. La ejecución inminente del Programa de Emisión de Gases de la Unión Europea (a partir de enero de 2005) y la necesidad de generar nueva capacidad energética en la mayoría de los países europeos limita las posibilidades de las eléctricas europeas para reducir su capex. Por otro lado, tras los excesos de finales de los años noventa, el sector de las telecomunicaciones ha conseguido reducir su capex agregado de manera importante, con lo que se encuentra con más flujo de caja libre para reducir la deuda e incrementar la remuneración a los accionistas. Los operadores de telecomunicaciones tienen previsto no invertir más del 10,5% de sus ingresos en 2004E (en línea con el nivel histórico), mientras que el gasto para las *utilities* supone un 18,5%.

Telecomunicaciones y *utilities* – Capex frente a capitalización bursátil, 2004E

(mn €)	Enel	E.On	RWE	Suez	DT	FT	TI	TIM
Capex	4.085	5.780	4.910	3.810	8.255	5.818	4.650	1.893
Cap. bursátil	40.622	36.101	20.324	15.987	60.280	49.786	39.204	40.858
Ratio (%)	10,1	16,0	24,2	23,8	13,7	11,7	11,9	4,6

Fuentes: AIE y Santander Central Hispano Bolsa.

Marco regulatorio más favorable

Mayor presión en las *utilities* que en las *telecoms*

Aunque varios países ya se han pronunciado respecto a sus planes de colocación (*National Allocation Plans*) para compartir la carga de introducir el Programa de Emisión de Gases de la Unión Europea (hasta el momento el sector de las *utilities* sale más beneficiado de lo previsto), creemos que la incertidumbre a este respecto se prolongará en los próximos meses, dado que algunos países todavía no han entregado sus propuestas (España no lo hará antes de septiembre) y el resultado final por parte de la UE sigue siendo una incógnita. Por otro lado, la liberalización del sector de las telecomunicaciones, en marcha desde el año 2000, ha tenido un impacto limitado en las compañías europeas en los últimos años y la posición del regulador ha pasado de promover un gran número de operadores para asegurar la competencia a impulsar la creación de algunas compañías poderosas, lo que favorece a los operadores tradicionales.

Rotación entre los sectores

De *utilities* y farmacia a *telecoms* y petroleras

El comportamiento de las *utilities* ha superado al de las telecomunicaciones desde principios de año (en un 5%), así como al resto de índices europeos (en un 6%). En nuestra opinión, este comportamiento no está justificado, por lo que confiamos en que la tendencia cambie dentro del sector de las defensivas. Las telecomunicaciones y las petroleras habrían de salir beneficiadas en los próximos meses frente a otros valores defensivos, como las *utilities* y las farmacéuticas.

Telecomunicaciones y *utilities* – Comportamiento bursátil

(%)	1 semana	1 mes	3 meses	6 meses	1 año
Telecomunicaciones					
Telefónica	-2,7	-2,4	-2,0	15,5	30,8
Portugal Telecom	-0,9	2,0	9,4	26,9	43,6
Telecom Italia	1,2	4,2	8,9	16,3	25,2
Deutsche Telekom	-0,6	-3,8	-10,5	4,7	19,4
France Telecom	-2,4	-7,5	-15,0	-3,9	0,4
KPN	-2,1	-2,8	-7,0	-7,5	3,3
Vodafone	-2,5	1,7	1,8	11,7	16,8
Utilities					
E.On	-0,7	-0,6	2,9	13,6	29,2
RWE	1,5	-3,4	8,5	27,8	48,9
Suez	-3,4	-5,0	-3,1	5,6	11,7
Enel	1,4	1,0	13,8	27,4	25,8
Endesa	0,3	0,6	2,1	10,7	18,4
Iberdrola	1,2	-2,9	5,0	15,0	15,4
Veolia Environment	0,3	-4,2	-1,8	12,7	12,9

Fuente: Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.

Valoración

También la valoración favorece a las telecomunicaciones. Olvidando su perfil de crecimiento más agresivo, las *telecoms* cotizan con un descuento innecesario del 15% frente a las *utilities* en términos de EV/EBITDA. Aunque una RpD mayor en las *utilities* (4,6% frente a 2,7% para las telecomunicaciones) podría justificar parte de este descuento, la rentabilidad de su FCL (10,8% en las *telecoms* y 7,8% en las *utilities*) ofrece mayor margen para incrementar la remuneración a los accionistas. Por lo tanto, el crecimiento de los dividendos es otra razón para apostar por las telecomunicaciones.



Telecomunicaciones y *utilities* europeas: múltiplos de mercado, 2003E-06P

	EV/EBITDA			RpD			Rent. FCL			PER		
	03E	04P	05P	03E	04P	05P	03E	04P	05P	03E	04P	05P
Deutsche Telekom	6,2	5,6	5,0	0,0	0,0	3,6	13,8	11,4	15,4	49,0	27,3	19,2
KPN	5,3	4,7	4,1	1,3	1,5	1,9	14,1	15,4	14,4	18,9	13,0	10,9
Portugal Telecom	7,3	6,9	6,1	2,4	3,1	4,1	11,3	11,5	11,4	48,0	19,1	14,5
Telefonica	7,0	6,3	5,6	2,7	3,2	3,6	7,9	9,2	10,7	31,2	23,1	18,6
BT	4,1	3,9	3,6	4,4	5,2	5,8	10,7	10,0	9,2	10,9	9,6	8,8
France Telecom	6,6	6,1	5,4	0,0	1,1	2,0	13,1	9,1	13,1	15,6	16,3	11,4
Telecom Italia	5,9	5,6	5,2	3,8	3,8	3,8	11,0	11,8	13,7	20,8	22,1	19,0
Swisscom	6,1	5,9	5,6	3,0	3,2	3,5	7,0	7,0	7,2	16,1	14,4	13,9
Media:	6,1	5,6	5,1	2,2	2,7	3,5	11,1	10,7	11,9	26,3	18,1	14,5
Media excl. BT:	6,3	5,9	5,3	1,9	2,3	3,2	11,2	10,8	12,3	28,5	19,3	15,3
Enel	6,9	6,5	6,2	5,4	5,4	5,1	5,3	7,1	7,4	15,4	15,9	13,4
E.On	7,6	7,2	6,8	3,6	4,1	4,5	8,0	9,0	8,8	11,9	10,8	10,1
RWE	7,7	7,5	7,0	3,5	4,0	4,6	5,6	9,0	7,1	13,5	10,8	9,1
Suez	7,3	6,8	6,5	4,4	4,4	4,4	2,2	5,8	5,0	16,5	14,3	13,0
Media:	7,3	6,9	6,6	4,3	4,6	4,7	5,7	7,8	7,4	14,1	13,1	11,5

Fuentes: JChF y estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

Valores preferidos

Pese a nuestra recomendación general de infraponer en el sector de las *utilities*, nuestros favoritos en el sector son **E.On** (precio objetivo: 61,00 €) y **Suez** (precio objetivo: 19,80 €). Las *utilities* alemanas han registrado un comportamiento excelente desde principios de año gracias al repunte de los precios mayoristas de la electricidad, sus convenientes posiciones en cuanto a las pautas de emisión de CO₂ y la revisión de sus perspectivas operativas en sus presentaciones estratégicas. En términos de fundamentales, creemos que E.On se encuentra mejor situada para el fuerte incremento previsto de demanda de gas en la mayoría de los países europeos, en especial en Alemania y el Reino Unido. E.On también ofrece una RpD y una generación de flujo de caja libre mayor que RWE. **Suez** es otra historia, aunque también atractiva. La semana pasada, Suez publicaba sus datos de ventas del 1T04 —que cumplían las máximas expectativas de la compañía—, con los ingresos apuntando a un crecimiento orgánico del 6,2% interanual. El segmento energético conseguía un crecimiento orgánico del 8,0%, debido principalmente al impresionante comportamiento de los negocios internacionales y del segmento del gas natural licuado. El segmento de medio ambiente, sin embargo, decepcionaba con un crecimiento orgánico del 2,4%. Los datos poco atractivos de la división de gestión de residuos han eclipsado los resultados generales del segmento de medio ambiente

En el sector de las telecomunicaciones, proponemos sustituir los operadores de países del sur de Europa (especialmente, Telefónica y Portugal Telecom) por operadores del norte de Europa más apalancados a una recuperación económica, principalmente **Deutsche Telekom** (comprar; precio objetivo: 18,45 €) y **Vodafone** (sin recomendación). Estas dos compañías han tenido un comportamiento claramente inferior al del sector y al del mercado en los últimos tres meses, y su perfil de crecimiento y exposición a una mejora de la economía mundial ofrecen mayor potencial de crecimiento que otros operadores del sector. Para conceder cierta estabilidad a nuestra cartera de telecomunicaciones, incluiríamos **Telecom Italia** (comprar; precio objetivo: 3,45 €), por sus perspectivas de crecimiento en el negocio de la banda ancha en el mercado doméstico.

PUNTOS DE INTERÉS

- La semana pasada, el sector de los bancos en el Reino Unido registró una gran actividad. El **Royal Bank of Scotland** (comprar; precio objetivo: 1.975 GBp) se atrevía a ampliar su operación de Citizens con la adquisición de Charter One por 10.000 mn US\$. Con este movimiento, su filial estadounidense se convierte en uno de los siete bancos comerciales más grandes de EEUU en términos de activos y depósitos. Creemos que ha sido un buen movimiento estratégico. Además, los rumores que apuntan a algunas instituciones financieras del Reino Unido como posibles objetivos de OPAs y el aumento de la pendiente de la curva de rentabilidades en el Reino Unido tras la subida de los tipos de intervención influyen positivamente en nuestra posición frente a los bancos ingleses. Seguimos apostando por la compra de **Barclays** (comprar; precio objetivo: 575 GBp).
- La recomendación que dábamos a principios de año de las petroleras europeas empezaba a dar sus frutos el mes pasado. Unos precios por las nubes, la previsión de nuevas revisiones de las estimaciones de beneficios (un ajuste del 10% para 2004), el *re-rating* del sector, la rotación de activos hacia sectores defensivos y su inmunidad a subidas de tipos de interés e incrementos de la pendiente de la curva de rentabilidades (dado su bajo apalancamiento financiero) son argumentos que apoyan nuestra apuesta por el sector. Nuestros favoritos son **Total** (comprar; precio objetivo: 185,00 €), **BP** (comprar; precio objetivo: 510 GBp) y **Repsol YPF** (comprar; precio objetivo: 19,50 €).
- Tras su reciente mal comportamiento (-10% en los últimos dos meses), creemos que es buen momento para comprar **Vivendi Universal** (comprar; precio objetivo: 21,17 €). La compañía continúa reduciendo su deuda financiera (desde 11.000 mn € en 2003 a una estimación de 5.000 mn € en 2004E), sus activos de telecomunicaciones franceses siguen registrando un excelente comportamiento, podemos esperar sorpresas positivas de la reestructuración de su grupo Canal+, y el comportamiento de sus activos de ocio en EEUU debería mejorar tras la fusión con NBC.
- Nos siguen gustando algunos valores automovilísticos. **DaimlerChrysler** (comprar; precio objetivo: 46,00 €) ofrece un potencial alcista importante al poder beneficiarse de la mejora del mercado del automóvil en EEUU, la buena tendencia de la marca **Mercedes Benz** y la recuperación de su actividad de vehículos comerciales. **Volkswagen** (comprar; precio objetivo: 60,00 €) representa una buena relación rentabilidad/riesgo, pues su valoración actual, que no llega al 10% (en términos de PER y EV/EBITDA), descuenta el escenario más negativo a corto plazo, pero no incluye la calidad de la compañía o su potencial de crecimiento a medio plazo.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recomendación		Pr. objetivo		%	BpA 2004P		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
09-Mar-04	Barclays (GBp)	Comprar	Mantener	575,00	535,00	7	50,86	50,86	0	Motivos de valoración
09-Mar-04	Lloyds (GBp)	Mantener	Infrapond.	460,00	474,00	-3	47,02	47,02	0	Motivos de valoración
09-Mar-04	HBOS (GBp)	Mantener	Comprar	825,00	815,00	1	52,14	52,14	0	Motivos de valoración
09-Mar-04	HSBC (GBp)	Mantener	Infrapond.	915,00	838,00	9	80,71	80,71	0	Motivos de valoración
09-Mar-04	RBoS (GBp)	Comprar	Comprar	1.975,00	1.925,0	3	171,00	171,00	0	Motivos de valoración
10-Mar-04	Telecom Italia	Comprar	Comprar	3,45	3,45	0	0,12	0,11	9	Revisión de estimaciones en banda ancha en telefonía fija de TI
17-Mar-04	E.ON	Comprar	Comprar	61,00	57,00	7	4,60	4,40	5	Menor endeudamiento y aumento de valoración
22-Mar-04	Unilever	Mantener	Mantener	60,00	51,00	18	4,12	4,12	0	Actualización de la valoración
30-Mar-04	Deutsche Telekom	Comprar	Comprar	18,45	19,20	-4	0,53	0,45	18	Motivos de valoración
30-Mar-04	France Télécom	Mantener	Mantener	24,17	26,85	-10	1,16	1,23	-6	Motivos de valoración
05-Abr-04	Ahold	Comprar	Comprar	7,80	7,00	11	0,48	0,58	-17	Buena evolución en EEUU y desinversiones
21-Abr-04	Philips	Comprar	Comprar	32,50	32,50	0	1,89	1,32	43	Mejora de estimaciones en compañías no consolidadas
23-Abr-04	Total	Comprar	Comprar	185,00	176,00	5	11,64	11,35	3	-
26-Abr-04	Nokia	Infrapond.	Mantener	14,00	16,23	-14	0,72	0,87	-17	División de Telefonía Móvil

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.



CARTERA MODELO EUROPEA

Europa – Cartera modelo Santander Central Hispano Bolsa

	Precio (€)		Variación (%)	Ponderación (%)		
	05-06-04	12-31-03		Cartera modelo SCH	Universo ¹	Diferencia
ABN Amro	17,33	18,55	-6,6	4,7	0,9	3,8
Barclays	505,00	498,25	1,4	3,8	1,6	2,2
BNP Paribas	49,45	49,92	-0,9	4,8	1,4	3,3
Fortis	17,78	15,94	11,5	3,1	0,7	2,3
RBoS	1.642,00	1.646,00	-0,2	5,9	3,5	2,4
Société Générale	68,90	70,00	-1,6	2,8	1,0	1,9
Bancos	-	-	0,8	25,0	24,6	0,4
Carrefour	38,67	43,52	-11,1	1,5	0,9	0,7
LVMH	58,30	57,70	1,0	1,8	0,9	0,8
Nestlé	337,00	309,00	9,1	4,6	2,8	1,8
Bienes y serv. de consumo	-	-	3,5	7,9	9,7	-1,8
BP	499,75	453,00	10,3	7,8	5,2	2,6
Repsol YPF	17,74	15,46	14,7	3,2	0,7	2,5
Total	156,70	147,40	6,3	6,3	3,2	3,1
Energía	-	-	8,7	17,3	14,9	2,4
Aventis	63,50	52,40	21,2	6,4	1,6	4,8
Glaxo Smithkline	1.185,00	1.280,00	-7,4	8,4	3,3	5,1
Farmacia	-	-	3,4	14,8	14,1	0,7
Volkswagen	36,20	44,15	-18,0	1,9	0,5	1,4
BASF	41,43	44,58	-7,1	1,3	0,7	0,6
Air Liquide	145,10	140,00	3,6	1,5	0,5	1,0
Industriales	-	-	-2,1	4,7	5,9	-1,2
AXA	17,04	16,97	0,4	2,8	1,0	1,8
Swiss Re	86,70	83,50	3,8	2,5	0,6	2,0
Munich Re	87,96	96,12	-8,5	2,8	0,6	2,1
Aseguradoras	-	-	-2,7	8,1	6,8	1,4
Nokia	11,66	13,71	-15,0	1,4	1,7	-0,4
Philips	22,80	23,15	-1,5	1,7	0,9	0,8
Tecnología	-	-	-6,4	3,1	6,7	-3,6
Deutsche Telekom	13,80	14,51	-4,9	7,0	1,8	5,2
Telecom Italia	2,63	2,35	12,0	6,0	1,2	4,8
Telefónica	12,40	11,64	6,5	1,9	2,0	0,0
Telecomunicaciones	-	-	2,2	14,9	13,1	1,9
E.On	54,31	51,74	5,0	2,2	1,2	1,0
Suez	15,82	15,93	-0,7	1,5	0,5	1,0
Ibedrola	16,71	15,67	6,6	0,5	0,5	0,0
Utilities	-	-	9,8	4,2	4,3	-0,1
Total universo	-	-	2,3	100,0	-	-
Cartera modelo SCHB	-	-	3,1	-	100,0	-

(1) Nuestro universo europeo lo constituyen aquellas compañías que forman parte del DJ Stoxx 50 y/o del DJ Euro Stoxx 50 en estos momentos (72 compañías).

Fuente: Santander Central Hispano Bolsa.

Delegaciones Internacionales

Madrid

Tel: 34-91-701-9009
Fax: 34-91-701-9114

Lisboa

Tel: 351-21-389-3400
Fax: 351-21-389-3682

Londres

Tel: 44-207-332-6900
Fax: 44-207-332-6909

Nueva York

Tel: 212-692-2550
Fax: 212-407-4540

Bogotá

Tel: 571-644-8006
Fax: 571-592-0638

Buenos Aires

Tel: 54114-341-1052
Fax: 54114-341-1226

Caracas

Tel: 582-401-4306
Fax: 582-401-4219

Lima

Tel: 511-215-8100
Fax: 511-215-8185

México

Tel: 5255-5629-5040
Fax: 5255-5629-5846

Santiago

Tel: 562-336-3300
Fax: 562-697-3869

São Paulo

Tel: 5511-5538-8226
Fax: 5511-5538-8407

Tokio

Tel: 813-3211-0356
Fax: 813-3211-0362

Clave de Recomendaciones (Final del Año)

Comprar	Potencial alcista superior al 20%.
Mantener	Potencial alcista del 15%-20%.
Infraponderar	Potencial alcista inferior al 15%.

(1) Los precios objetivo fijados de enero a junio son para el 31 de diciembre del año actual; los precios objetivo fijados de julio a diciembre son para el 31 de diciembre del año siguiente.

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. (SCH Bolsa) y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras. El presente informe no se publica para su distribución en los Estados Unidos. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

Entidades pertenecientes al Grupo Santander Central Hispano han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argenteria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferrovial, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., Mecalux, S.A., Meliá Inversiones Americanas, N.V., Obrascón Huarte Lain, S.A., Parques Reunidos, S.A. Red Eléctrica de España, S.A., Repsol, S.A., Sogecable, S.A., Sol Meliá, S.A., Superdiplo S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica de España, S.A., Telefónica de Publicidad e Información, S.A. TelePizza, S.A., Terra Networks, S.A., Vidriera Leonesa, S.A., y Zeltia S.A. en los últimos tres años.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificados sin previo aviso. Grupo Santander Central Hispano, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en las operaciones de títulos valores que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander Central Hispano o sus sociedades filiales podrán en cada momento prestar servicios o solicitar los negocios de cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander Central Hispano, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptarán ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo con ningún objeto.

© Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2004. Reservados todos los derechos.

