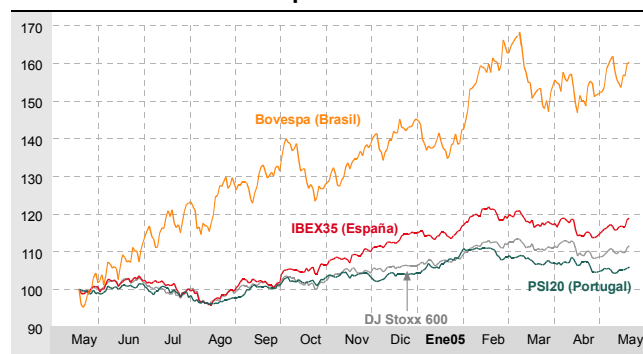


THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

Jesús Gómez
(34) 91-289-3315
jegomez@gruposantander.com

Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespa@gruposantander.com

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 19-May	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	263,5	1,3	2,2	0,5	4,9
S&P 500	1.191,1	2,7	4,7	0,9	-1,7
Bono a 10 a. zona euro	3,35	1,8	-2,3	-6,9	-8,4
Bono a 10 años EEUU	4,11	0,0	-1,6	-8,1	-2,4
Tipo inter. 3M zona euro	2,13	0,0	-0,4	-1,0	-1,3
Tipo interés 3M EEUU	2,86	1,8	0,0	3,3	29,2
Euro-dólar	1,26	0,1	-3,2	-2,5	-7,5
Barril de Brent (US\$)	46,7	-0,7	-8,0	-11,4	16,9
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,1	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

Universo de cobertura Santander Investment – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/VC	
	04E	05P	04E	05P	BpA	EBITDA	04E	05P
CAC40	13,6	12,3	7,1	6,5	13,3	9,0	3,0	2,3
DAX30	13,3	11,9	5,9	5,2	22,9	6,6	2,9	2,0
MIB30	15,4	14,2	6,3	6,1	18,9	4,8	4,4	2,6
PSI20	24,8	9,0	7,7	7,3	29,9	7,2	0,0	2,0
IBEX35	15,3	12,9	7,6	7,7	13,4	5,2	3,3	3,2
DJ Stoxx 600	15,2	13,1	6,3	6,1	13,5	8,6	3,2	3,1
DJ Stoxx 50	13,5	12,6	7,7	7,1	12,4	6,9	3,5	2,9
DJ Euro Stoxx 50	13,1	12,0	6,3	5,9	14,8	6,6	3,6	2,4
P. lb. B. capital	8,4	11,8	4,5	5,7	29,9	11,8	3,3	1,6
P. lb. Construcc.	15,0	13,5	8,8	8,1	-14,9	13,3	3,3	2,4
P. lb. B. cons.	20,8	19,1	9,5	9,2	20,0	11,0	2,4	4,5
P. lb. Serv. cons.	13,5	15,4	9,8	11,1	7,2	2,8	2,4	2,4
P. lb. Finan.	14,0	12,9	n.d.	n.d.	16,8	n.d.	3,1	1,9
P. lb. Petr. y gas	14,1	12,1	6,8	6,5	11,5	6,6	2,6	2,1
P. lb. TMTs	38,4	28,7	15,2	13,4	48,9	14,6	1,3	9,5
P. lb. Utilities	13,8	13,9	6,7	7,2	6,9	2,5	4,1	2,7

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Puntos destacados

- Buen comportamiento trimestral del IBEX35 (+19,4% en ingresos y 36,5% en beneficio neto) distorsionado por adquisiciones, IFRS y cíclicas.
- Posibles cambios en el IBEX35 el 8 de junio: podría entrar **Cintra** y salir **NH Hoteles**.
- El cierre de la oferta de adquisición de **Amadeus** facilitaría la inclusión de **REE** a finales de junio.

Puntos de interés

- Compráramos **BBVA** aprovechando su valoración relativa barata.
- Idea de *trading*: comprar **Enagás**, vender **REE**.
- Revisamos a la baja **Antena 3**: de Mantener a Infraponderar.
- La OPA sobre Cortefiel podría destapar el interés por otros objetivos como **A. Domínguez**, **Indra**, **Prosegur**, **Viscofán** y **TelePizza**.
- Cambios en nuestra lista de recomendaciones: entran **BBVA** y **Enagás** y salen **BCP** y **Cortefiel**.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 19-May	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.080,7	1,6	3,3	0,3	6,8
DAX30	4.352,2	1,8	4,2	0,1	2,3
MIB30	31.642	0,7	1,8	-2,7	1,4
PSI20	7.709,1	0,7	-1,4	-1,0	1,4
IBEX35	9.387,8	1,8	4,1	1,4	3,4
DJ Stoxx 600	263,4	1,3	2,2	0,5	4,9
DJ Stoxx 50	2.900,0	1,4	3,2	1,2	4,5
DJ Euro Stoxx 50	3.048,3	1,8	3,5	-0,2	3,3
P. lb. B. capital	n.d.	3,2	1,1	-2,7	0,6
P. lb. Construcción	n.d.	3,1	10,4	8,6	21,4
P. lb. B. consumo	n.d.	1,0	4,4	6,6	12,4
P. lb. Serv. consumo	n.d.	1,4	3,0	2,4	10,0
P. lb. Financieras	n.d.	1,1	3,0	-0,2	2,5
P. lb. Petróleo y gas	n.d.	1,4	2,3	-0,4	3,1
P. lb. TMTs	n.d.	1,7	2,8	0,1	-0,8
P. lb. Utilities	n.d.	0,8	2,9	1,6	6,6

Fuente: Bloomberg.

RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

Sector	Pond. en el índice	Posición S.I.		Comentarios	Valores preferidos
		Táctica	Estratég.		
Bancos	27,4%	↓	↓	Crece la preocupación sobre la desaceleración de la economía española y el “inflado” sector inmobiliario. Los síntomas de una “desaceleración” paulatina en el sector podrían provocar la caída de la cotización de los bancos españoles. Los bancos pequeños se han beneficiado de las especulaciones sobre actividad corporativa, que parecen un poco excesivas en estos momentos.	BBVA, B. Popular, BCP
Bienes de capital	5,3%	↑	↑	El ciclo inversor toca fondo y ya se vislumbran síntomas de recuperación de la inversión de capital. Creemos que las valoraciones de las compañías ligadas al metal (Acerinox, Arcelor) incorporan una fuerte recuperación en precios y volúmenes. Preferimos las compañías de pasta y papel (Ence) y las industriales con procesos de reestructuración (Tubacex, Uralita).	Gamesa, Uralita
Construcción	4,0%	↑	↑	El auge del sector de la construcción en España parece no tener fin, en claro contraste con las compañías portuguesas, que se están viendo perjudicadas por las restricciones en la obra civil. La diversificación en los servicios y en el área de concesiones debería de traer estabilidad a largo plazo. La actividad corporativa podría seguir despertando interés en el sector.	Ferrovial, ACS
Bienes de consumo	6,2%	↑	↑	En los últimos años, el crecimiento económico en España se ha debido principalmente al consumo doméstico, pero ya son evidentes ciertos signos de preocupación. Preferimos los operadores defensivos, con historial de recuperación (Ebro Puleva) a los de riesgo regulatorio (Altadis) o a los valores expuestos al consumo discrecional.	Ebro Puleva
Servicios financieros	0,9%	↓	↓	La prudencia de los equipos directivos de las aseguradoras del sur de Europa aporta cierta seguridad a un sector afectado de manera negativa por la fuerte caída de los mercados bursátiles. El limitado descuento actual en las valoraciones por suma de las partes ofrece un potencial de revalorización limitado a las sociedades de cartera incapaces de mostrar una trayectoria de inversión convincente.	Corp. Mapfre
Petróleo y gas	9,0%	↑	↑	Unos precios estables (y elevados) del petróleo y la mejora de la situación en Latinoamérica son dos factores que invitan al optimismo en el mercado ibérico del petróleo. Los riesgos de reinversión y regulatorios complican la inversión en los operadores de gas. En Enagás nos gusta la combinación de crecimiento y un marco regulatorio “desgastado”.	Repsol YPF, Enagás
Servicios	8,0%	↓	↓	A pesar de su apalancamiento a la fase de recuperación del ciclo, la industria de ocio podría mostrar un escaso poder de fijación de precios debido al exceso de capacidad. El sector inmobiliario podría sufrir ante la percepción de que el valor de los activos reales está alcanzando el límite y por la resaca de tanta actividad corporativa. Apostamos por el sector de las autopistas portugués por su crecimiento y carácter defensivo.	Sol Melia, Logista, Aguas de Barcelona
TMTs	28,8%	↑	↑	Las telecomunicaciones siguen con el proceso de “desapalancamiento”, desprendiéndose de las actividades no estratégicas y centrándose en las estrategias “básicas” tras la fiebre de Internet. La exposición a Latinoamérica y las generosas políticas de remuneración a los accionistas deberían ofrecer cierto potencial de revalorización a corto plazo. Recomendamos sustituir los operadores de TV por los de prensa escrita a corto plazo.	TEF, Indra, Prisa, Sogecable
Utilities	10,4%	↓	↓	Los avances en “estrategias de integración” y el “desapalancamiento” financiero son las cuestiones básicas para un comportamiento relativo superior a largo plazo. Sin embargo, la incertidumbre que rodea a la implantación y los efectos del nuevo Programa del Comercio de Derechos de Emisiones de Gases de la UE continúan pesando en las compañías eléctricas españolas. El débil comportamiento frente a los homólogos europeos es merecido.	Endesa

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

THE IBERIAN MACRO OBSERVER

Fuerte deterioro de las cuentas públicas en Portugal

Jesús Gómez

(34) 91-289-3315

jegomez@gruposantander.com

Paulo Guerreiro

(351) 21 381 6540

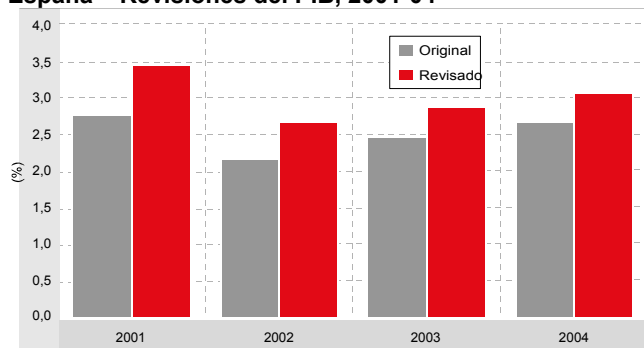
paulo.guerreiro@bsnp.pt

Antonio Espasa

(34) 91-289-3313

aespasa@gruposantander.com

España – Revisiones del PIB, 2001-04



Fuente: INE.

EEUU – Indicadores de confianza del Conference Board frente al PIB, 1968-05



Fuentes: Bloomberg, Datastream y SI Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Nuevo avance previsto en la venta de viviendas de segunda mano en abril
- (2) El pedido de bienes duraderos habría de repuntar en abril
- (3) El PIB del 1T05 se revisaría al alza
- (4) Los ingresos personales y el consumo podrían crecer fuertemente en abril
- (5) El indicador de confianza de la U. de Michigan podría retroceder en mayo

En la zona euro:

- (1) Se prevé un aumento del PIB del 1,0% intertrimestral en el 1T05E
- (2) El índice IFO se incrementaría en mayo
- (3) La confianza empresarial subiría en Francia y descendería en Italia
- (4) El IPC en Alemania aumentaría ligeramente en mayo
- (5) El PIB en España crecería un 0,8% intertrimestral en el 1T05E

■ Se ha revisado al alza el crecimiento del PIB español desde 2001 debido al cambio del año 1995 al 2000 como año base de cálculo. Tras estas revisiones, el crecimiento del PIB se sitúa en el 3,5% para 2001 (2,7% anterior), 2,7% para 2003 (2,2%), 2,9% para 2003 (2,5%) y 3,1% para 2004 (2,7%).

■ El déficit por cuenta corriente volvía a subir en febrero, desde -1.930 mn € hasta -3.190 mn € (+65% interanual). En los dos primeros meses de 2005, el déficit pasó de 2.740 mn € en el mismo periodo de 2004 a 7.350 mn €. La principal razón de este fuerte incremento fue la balanza comercial, que ha pasado de 3.070 mn € hace un año a 4.400 mn € en febrero.

■ Semana tras semana se suceden los signos de desaceleración en la economía estadounidense. Los indicadores adelantados y de sentimiento se desploman y apuntan a una evidente desaceleración de la economía en los próximos trimestres. Además, los datos de producción industrial de abril reflejaban la pérdida de pulso en el sector manufacturero. En cuanto a los precios, los datos publicados la semana pasada llevaban a conclusiones mixtas. Insistimos en que la inflación es un problema a corto plazo. Es decir, en nuestra opinión, no hay problemas de inflación estructurales en la economía en EEUU (donde la actividad cae y el poder de fijación de precios es menor). El dato de nuevas viviendas volvía a ser fuerte.

■ El lunes pasado, el Banco de Portugal daba a conocer su informe sobre las cuentas públicas. Aunque los datos actuales no se publicaban, todo apunta a que el déficit presupuestario para 2005E se acerca al 7% del PIB, es decir, un 4,1% del PIB más de lo previsto inicialmente por el Gobierno anterior.

CALENDARIO ECONÓMICO

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	Real
16-May	10:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Abr	0,3 / 1,9	–	0,2 / 1,9
Lunes	–	España	Saldo balanza por cuenta corriente	Feb	-4,154,8	–	-3,194,2
	14:30	EEUU	Empire Manufacturas	May	2,0 R	11,7	-11,1
	15:00	EEUU	Compras act. estadoun. por extran. (miles mn US\$)	Mar	84,1 R	70,0	45,7
	19:00	EEUU	NAHB Índice del mercado de la vivienda (m)	May	67	69	70
17-May	14:30	EEUU	Índice de precios de producción (m/a)	Abr	0,7 / 4,9	0,4 / 4,5	0,6 / 4,8
Martes	14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Abr	0,1 / 2,6	0,2 / 2,6	0,3 / 2,6
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Abr	1.836.000 R	2.000.000	2.038.000
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Abr	2.021.000 R	2.023.000	2.129.000
	14:30	EEUU	Producción industrial	Abr	0,1 R	0,2	-0,2
	14:30	EEUU	Utilización de capacidad (%)	Abr	79,4	79,5	79,2
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	15-May	-16	–	–
18-May	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	13-May	9,4	–	-10,5
Miércoles	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Abr	0,6 / 3,1	0,4 / 3,3	0,5 / 3,5
	14:30	EEUU	IPC excl. alimentación y energía (m/a)	Abr	0,4 / 2,3	0,2 / 2,3	0,0 / 2,2
19-May	88:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Abr	0,6 / 4,2	0,2 / 4,0	0,7 / 4,6
Jueves	8:45	Francia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Mar	-298 R	-1,000	-1,660
	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Abr	0,7 / 2,1	0,4 / 2,1	0,4 / 2,1
	11:00	Zona euro	IPC subyacente (a)	Abr	1,6	1,5	1,4
	11:00	Zona euro	Producción industrial (m/a)	Mar	-0,6 / 0,4 R	-0,3 / 0,2	-0,2 / -0,1
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	17-May	341.000 R	330.000	321.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	7-May	2.596.000 R	2.583.000	2.601.000
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Abr	-0,6 R	-0,2	-0,2
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	May	25,3	17,3	7,3
20-May	8:45	Francia	PIB (t/a)	1T	0,7 / 2,1 R	0,5 / 2,0	0,2 / 1,7
Viernes	9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	Mar	5,4 R	–	-0,2
	10:00	Italia	Pedidos industriales (m/a)	Mar	0,7 / 3,2	-0,5 / 2,2	-1,7 / -3,6
	10:00	Italia	Ventas industriales (m/a)	Mar	-1,3 / -0,2	0,3 / 1,0	1,2 / -2,3

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
La semana	–	Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Abr	1,3 / 3,8	0,3 / 3,6
23-May	9:00	España	Ocupación hotelera	Abr	49,4	–
Lunes	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Abr	1,4	–
24-May	8:00	Alemania	PIB (t/a)	1T	-0,1 / 0,5	1,0 / 1,1
Tuesday	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Abr	-0,8 / 4,0	0,4 / 2,5
	9:30	Italia	Confianza del consumidor	May	104,8	104,8
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (miles mn €)	Mar	5,1	–
	11:00	Alemania	Informe ZEW (condiciones actuales)	May	24,6	19,4
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Mar	-2,6 / 2,9	2,1 / 2,9
	16:00	EEUU	Venta viviendas de segunda mano (mn unid.)	Abr	6,89	6,90
	20:00	EEUU	Actas de la reunión del FOMC del 3 de mayo	–	–	–
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	22-May	-18	–
25-May	9:00	España	PIB (t/a)	1T	–	–
Miércoles	9:30	Italia	Confianza empresarial	May	84,6	84,3
	10:00	Alemania	IFO – Clima empresarial	May	93,3	93,5
	10:00	Alemania	IFO – Condiciones actuales	May	93,1	93,2
	10:00	Alemania	IFO – Expectativas	May	94,6	94,0
	10:00	Italia	Balanza comercial no Europa (mn €)	Abr	-645,0	–
	11:00	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Mar	0,1 / 0,6	-0,2 / -0,5
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	20-May	–	–
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Abr	-2,3 R	1,1
	14:30	EEUU	- Excl. transporte	Abr	-05 R	1,0
	16:00	EEUU	Venta de viviendas nuevas	Abr	1.431.000	1.345.000
26-May	–	Alemania	IPC (m/a)	May	0,1 / 1,6	0,1 / 1,5
Jueves	9:00	España	Precios de producción (m/a)	Abr	0,8 / 5,1	–
	10:00	Italia	Salario por hora (m/a)	Abr	0,2 / 3,5	n.d. / 3,3
	14:30	EEUU	PIB anualizado	1T	3,1	3,7
	14:30	EEUU	Consumo personal	1T	3,5	3,5
	14:30	EEUU	PIB índice de precios	1T	3,3	3,3
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	21-May	321.000	329.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	14-May	2.601.000	–
	16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Abr	39	40
27-May	8:45	Francia	Precios de producción (m/a)	Abr	0,6 / 3,1	0,4 / 3,2
Viernes	8:50	Francia	Confianza empresarial	May	97,0	98,0
	8:50	Francia	Indicador de perspectivas de producción	May	-18,0	-1,0
	10:00	Zone euro	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Mar	5,1	–
	14:30	EEUU	Ingresos personales	Abr	0,5	0,7
	14:30	EEUU	Gastos personales	Abr	0,6	0,8
	14:30	EEUU	Gasto personal deflactor (a)	Abr	2,4	–
	14:30	EEUU	Gasto personal subyacente (a)	Abr	1,7	–
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	May	85,3	86,0

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

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



RINCÓN DEL ESTRATEGA

CONCLUYE LA PUBLICACIÓN DE RESULTADOS DEL 1T05

El 16 de mayo, fecha límite para la publicación de los resultados del 1T05, conocíamos los datos positivos de las compañías del IBEX35: +19,4% en ingresos y 36,5% en beneficio neto. No obstante, las compañías que no pertenecen al IBEX35 incrementaban sus ingresos en un 20,4% y el beneficio neto en un 49,6%.

Las principales causas de este buen comportamiento han sido: (1) las grandes adquisiciones cerradas en 2004 (la compra por parte de Telefónica de los activos de BellSouth en Latinoamérica, la adquisición de Bancomer por BBVA, la adquisición por parte de Grupo Santander de Abbey, etc.); (2) el nuevo sistema contable (IFRS); (3) el tratamiento contable del déficit tarifario de las eléctricas; y (4) el buen comportamiento de las materias primas. La notable mejora en el precio y volúmenes de las materias primas aumentó un 30% los beneficios del IBEX35 por parte de Repsol YPF, Arcelor y Acerinox. Las cuatro compañías de mayor contribución al crecimiento de los beneficios han sido Santander, Repsol YPF, Arcelor y Telefónica, con un 63% del total (frente al 43% del índice).

IBEX 35 – Resultados, 1T04-1T05

	Ventas			Beneficio neto			Coment.
	1T04	1T05	% Var.	1T04	1T05	% Var.	
Abertis	330,0	405,0	22,7	77,6	104,5	34,7	En línea
Acciona	936,9	984,0	5,0	46,4	74,3	60,1	Mejor
Acerinox	913,9	1.146,5	25,5	60,9	76,7	25,9	Peor
ACS	2.478,1	2.692,3	8,6	90,7	113,4	25,0	Mejor
Altadis	2.181,0	2.815,4	29,1	109,5	114,0	4,1	Peor
Amadeus	538,0	593,2	10,3	70,2	79,3	13,0	En línea
Arcelor	6.989,7	8.136,1	16,4	234,4	933,9	298,4	Mejor
Enagás	424,4	452,2	6,6	39,3	48,2	22,6	Mejor
Endesa	3.274,0	4.187,0	27,9	441,0	560,0	27,0	Mejor
FCC	1.464,4	1.526,8	4,3	73,6	80,9	9,9	En línea
Ferrovial	1.706,9	1.808,3	5,9	69,8	77,7	11,3	En línea
Gamesa	280,7	485,7	73,0	16,2	54,4	235,8	Mejor
Gas Natural	1.606,6	2.045,4	27,3	215,7	238,0	10,3	Peor
Iberdrola	2.057,4	2.657,2	29,2	308,6	346,6	12,3	En línea
Iberia	1.035,2	1.076,5	4,0	-10,8	-16,1	49,1	Peor
Indra	257,5	284,3	10,4	18,6	23,6	26,9	Mejor
Metrovacesa	232,0	268,3	15,6	50,9	58,6	15,1	En línea
NH Hoteles	222,5	209,9	-5,7	4,8	-0,9	n.s.	En línea
Prisa	305,8	321,5	5,1	16,7	29,1	74,3	En línea
Repsol YPF	8.985,0	10.820,0	20,4	618,0	845,0	36,7	Mejor
SacyrVallehermoso	744,4	817,5	9,8	68,2	144,4	111,7	En línea
Sogecable	379,6	395,5	4,2	-46,6	-17,9	n.s.	Mejor
Telecinco	173,2	213,3	23,2	40,7	64,5	58,5	Mejor
TPI	79,1	95,8	21,1	9,7	11,9	22,7	Mejor
Unión Fenosa	1.102,8	1.390,2	26,1	110,3	126,1	14,3	En línea
Telefónica	7.093,4	8.278,8	16,7	671,4	912,2	35,9	Mejor
Telefónica Móviles	2.638,5	3.675,9	39,3	448,2	432,6	-3,5	Mejor
Banco Popular	618,4	710,7	14,9	168,4	210,9	25,2	En línea
Banco Sabadell	385,2	404,8	5,1	69,2	105,8	52,9	Mejor
Banesto	458,4	548,7	19,7	127,6	145,7	14,2	Sin recom.
Bankinter	201,9	243,4	20,6	52,3	51,1	-2,3	En línea
BBVA	2.906,2	3.397,6	16,9	679,4	815,4	20,0	En línea
Corp. Mapfre	1.312,1	1.368,9	4,3	55,4	67,2	21,3	En línea
Santander	3.399,3	4.622,3	36,0	906,9	1.327,3	46,4	Sin recom.
IBEX 35	48.152,8	57.486,2	19,4	5.053,4	6.895,7	36,5	
IBEX 35 excl. financieras	39.500,5	46.902,5	18,7	3.107,3	4.302,3	38,5	
IBEX 35 excl. financieras y telecoms	32.143,2	38.256,1	19,0	2.391,1	3.346,8	40,0	

Fuentes: Ministerio de Industria y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Sólo un 13% de los resultados no cumplieron las expectativas (4 de los 32 publicados), mientras que el 44% (14 de las 32 compañías) superaron las previsiones. Tan sólo NH Hoteles, Iberia y Sogecable tuvieron pérdidas en el 1T05 (los dos últimos habían arrojado pérdidas en el 1T04), aunque los dos primeros tendrían saldo positivo en términos anuales. Tan sólo cuatro compañías —NH Hoteles, Iberia, Bankinter y Telefónica Móviles— han registrado pérdidas en el beneficio neto del 1T05, aunque era un deterioro previsto.

REAJUSTE DEL IBEX35

El próximo 8 de junio, el Comité del IBEX se reunirá y anunciará los cambios en el índice, condicionados por el volumen de negociación desde diciembre de 2004 a mayo de 2005. Tras cinco meses, Cintra parece el candidato con más probabilidades de entrar (ocupa la posición 19 en volumen negociado acumulado desde el 1 de diciembre). Su peso en el índice rondaría el 0,71% y su inclusión desencadenaría compras de fondos indiciados equivalentes a unos cuatro días de volumen de negociación.

Cambios potenciales en el IBEX35

	Volumen negociado ¹ (mn €)	Peso potencial (%)
Cintra	1.675,3	0,71
REE	1.345,7	0,71
Antena 3	960,9	0,58
	Volumen negociado ¹ (mn €)	Peso actual (%)
NH Hoteles	594,1	0,34
Banesto	607,5	0,45
Prisa	773,4	0,56

(1) Volúmenes de negociación ajustados desde el 1 de diciembre de 2004 hasta el 30 de abril de 2005.
Fuente: Sociedad de Bolsas y Santander Investment Bolsa.

REE (que ocupa la posición 26 por volumen de negociación acumulado) es el otro candidato a entrar tras haber sido excluido en la última revisión (en dos de las tres últimas revisiones se han incluido miembros previamente excluidos). Su peso en el índice también sería del 0,71% y lograría una demanda equivalente a tres días de volumen negociado.

Volúmenes mensuales ajustados de los candidatos a entrar, diciembre de 2004-abril de 2005

(mn €)	Dic-04	Ene-04	Feb-05	Mar-05	Abr-05	Total (5 M)
Cintra	228,6	464,4	299,5	301,1	381,7	1.675,3
REE	385,8	144,1	364,5	276,2	175,1	1.345,7
Antena 3	129,6	207,6	246,8	195,8	181,2	960,9

Fuente: Sociedad de Bolsas y Santander Investment Bolsa.

Volúmenes mensuales ajustados de los candidatos a salir, diciembre de 2004-abril de 2005

(mn €)	Dic-04	Ene-04	Feb-05	Mar-05	Abr-05	Total (5 M)
NH Hoteles	88,8	124,3	107,8	135,0	138,3	594,1
Banesto	78,9	152,5	123,6	104,6	147,9	607,5
Prisa	88,0	130,8	233,2	129,1	192,3	773,4

Nota: volúmenes de negociación ajustados desde el 1 de diciembre de 2004 hasta el 30 de abril de 2005.
Fuente: Sociedad de Bolsas y Santander Investment Bolsa.

Jazztel ocupa la séptima posición en volumen negociado, pero no llega al 0,30% de peso mínimo medio en el IBEX (sólo el 0,26%). Sin embargo, Jazztel sería un buen candidato para la próxima revisión en diciembre de este año (sólo necesitaría una cotización media de 1,11 €/acción entre junio y diciembre) suponiendo que mantiene sus elevados volúmenes de negociación actuales.



Otro tema candente es la situación planteada por Amadeus. La oferta final por la compañía se presentó el 8 de abril, pero la aprobación de la CNMW y el periodo de aceptación se prolongarán probablemente hasta finales de junio (tras la reunión del comité del IBEX). Así, el comité del IBEX podría decidir: (1) introducir un único cambio (sacar NH Hoteles e incluir Cintra) y esperar a que concluya la OPA sobre Amadeus (que quedaría automáticamente excluida si la aceptación supera el 80%, al reducirse su peso por debajo del 0,30%) antes de incluir a REE; o (2) introducir dos cambios en junio, que serían la sustitución de NH Hoteles y Banesto por Cintra y REE, y esperar que el acuerdo de Amadeus termine antes de su sustitución por Antena 3. En nuestra opinión, la primera opción sería la más probable porque daría estabilidad al índice.

Otro cambio posible podría venir motivado por la reducción del coeficiente de *free float* (FFF) de TPI, del 80% al 60%, como resultado de la recompra de autocartera (2% del capital social), con lo que su peso en el IBEX35 se reduce del 0,55% al 0,41%. La consiguiente presión vendedora por parte de los fondos indiciados podría equivaler a un día de volumen negociado. Sin embargo, no descartamos la posibilidad de que Telefónica coloque una pequeña participación (en torno a un 2%) en el mercado para evitar que el coeficiente de *free float* de TPI se reduzca.

La reciente colocación de Gas Natural de sus acciones de Enagás podría provocar un incremento en el coeficiente de *free float* del 80% al 100%, con lo que el peso de la compañía en el IBEX35 pasaría del 0,68% al 0,85%, lo que equivale a un día de volumen negociado.

SACAR PROVECHO DE LOS CAMBIOS EN EL IBEX35

Como muestra la siguiente tabla, acertar con los cambios del IBEX35, incluso un mes antes de las revisiones, habría dado (asumiendo posición larga en los candidatos a entrar y posición corta en los candidatos a salir, y mismo peso en todas las posiciones) una rentabilidad absoluta del 2,4% (2,2% superior a la del IBEX35). Nuestro análisis de las últimas diez revisiones ordinarias de los últimos cinco años revela que haber aplicado esta estrategia habría proporcionado una rentabilidad negativa en sólo tres ocasiones.

Por otro lado, para los inversores tradicionales, una cartera de valores entrantes en el IBEX35 habría dado una rentabilidad absoluta del 6,1% y habría sido positiva en seis de las diez revisiones (recordemos que no hubo cambios en el IBEX35 en la revisión de diciembre de 2001).

IBEX 35 – Revisiones y comportamiento del índice dos meses antes de los cambios

	ENTRAN	ENTRAN	SALEN	SALEN	IBEX35	Cambios
13-Dic-2004 -1M	SacyrVallehermoso -7,6	Telecinco -0,4	REE 5,1	Zeltia -5,3	4,0	-1,9
8-Jun-2004 -1M	B. Sabadell -2,3		SacyrVallehermoso -5,9		1,0	1,8
11-Dic-2003 -1M	Banesto 3,0	Prisa 13,4	Dragados 3,2	Terra -5,0	3,3	4,6
11-Jun-2003 -1M	Mapfre 0,9		Prisa 27,9		6,3	-13,5
9-Dic-2002 -1M	Metrovacesa 9,3	Vallehermoso 21,7	CF Alba -2,1	Sol Melia 0,0	3,6	8,3
11-Jun-2002 -1M	Iberia 2,6		TelePizza 3,4		-4,3	-0,4
11-Dic-2001 -1M						
12-Jun-2001 -1M	Inditex* 28,2		Picking Pack -11,6		-2,5	19,9
12-Dic-2000 -1M	T. Moviles* 0,8	Picking Pack -13,1	Agbar 2,2	Vallehermoso 3,8	-2,3	-4,6
7-Jun-2000 -1M	REE 14,4	Zeltia 9,2	Aumar 4,4	Mapfre -11,9	-7,5	7,8

(*) Nota: no se produjeron cambios en la revisión del IBEX35 de diciembre de 2001.
Fuente: Sociedad de Bolsas, Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

PUNTOS DE INTERÉS

- Ante sus resultados del 1T05 y su corrección en el mercado, hemos revisado al alza nuestra recomendación y precio objetivo de **BBVA** (Comprar; precio objetivo: 14,50 €). Aunque el acuerdo con BNL (si sigue adelante) no afectaría a la valoración, vemos positiva la mejora en la asignación de recursos propios reduciendo la cartera industrial y centrándose en el negocio de banca minorista pura. Aunque la contracción de márgenes en el negocio doméstico podría continuar en los próximos trimestres, el crecimiento del volumen negociado y la contención de costes tendrían un impacto positivo en el beneficio neto. Además, un fuerte crecimiento del volumen del negocio en México (esperamos un 25% en beneficio neto en 2004-06P) debería de estimular el crecimiento futuro. Con un PER 2006P de 10,5x, un crecimiento anual del beneficio neto del 15%, un P/VC 2006P de 2,7x, un ROE del 27% y una RpD 2005P del 4,3%, la valoración es un argumento convincente. Hemos decidido sacar a **BCP** (Comprar; precio objetivo: 2,50 €) de nuestra lista de recomendaciones e incluir a BBVA
- Reiniciamos cobertura de **REE** (precio objetivo: 20,00 €) con una recomendación de Infraponderar dada su ajustada valoración (PER 2005E de 16,2x), que en nuestra opinión ya incluye las últimas buenas noticias: el nuevo plan de inversión, las mejores expectativas de beneficios, la posible desinversión de los activos de telecomunicaciones y su probable vuelta al IBEX35 en la revisión de junio. Además, el flujo de papel (el Gobierno español y las eléctricas venderán un 24% de las acciones) podría ejercer cierta presión en la cotización a corto plazo. Nosotros apostaríamos por el próximo plan nacional de energía a través de **Enagás** (Comprar; precio objetivo: 14,50 €).
- Pese a la revisión al alza de nuestras estimaciones del mercado de la publicidad, hemos revisado a la baja **Antena 3** (de Mantener a Infraponderar; precio objetivo: 16,50 €) ante los diferentes factores que ponen en riesgo su elevada rentabilidad actual (margen operativo del 36,6% en 2005E): la previsión de deterioro del entorno competitivo, la presión en los costes de programación dada la inestable programación de la compañía y un mayor perfil de riesgo derivado de su estrategia de diversificación.
- La reciente OPA sobre **Cortefiel** (en revisión) ha desencadenado una intensa actividad corporativa tras un 2S04 muy ajetreado (OPAs sobre **Amadeus**, **Recoletos** y **Aldeasa**). Podría empezarse a ver cierta especulación sobre otros objetivos: **Adolfo Domínguez** (Comprar; precio objetivo: 23,00 €), **Indra** (Comprar; precio objetivo: 15,80 €), **Prosegur** (Comprar; precio objetivo: 20,00 €), **Viscofán** (Infraponderar; precio objetivo: 8,00 €) y **TelePizza** (Infraponderar; precio objetivo: 1,35 €). Hemos optado por sustituir **Cortefiel** por **Enagás** en nuestra lista de recomendaciones.
- En Portugal, la publicación del informe del Banco Central sobre las cuentas públicas ha destapado un importante déficit fiscal (en torno al 7% del PIB), que podría obligar al Gobierno socialista a tomar cartas en el asunto y tener que poner freno al crecimiento económico en los próximos años. A corto plazo, recomendaríamos evitar **PT** (Mantener; precio objetivo: 10,20 €), **BCP** (Comprar; precio objetivo: 2,50 €), **Sonae SGPS** (Comprar; precio objetivo: 1,50 €), **Media Capital** (Mantener; precio objetivo: 6,00 €) e **Impresa** (Comprar; precio objetivo: 5,40 €).



Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2005P		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
19-May	Repsol	Comprar	Comprar	23,00	23,00	-	2,13	1,91	11,9	Revisión al alza de los beneficios de refino
18-May	REE	Infrapond.	NR	20,00	NR	-	1,15	NR	-	Reinicio de cobertura
18-May	BBVA	Comprar	Infrapond.	14,50	12,50	16,0	1,03	0,99	4,0	Mejores volúmenes, costes y provisiones
17-May	Antena 3	Infrapond.	Mantener	16,50	14,75	11,9	0,96	0,86	11,6	Revisión al alza de las estimaciones del mercado de publicidad
4-May	EDP	Comprar	NR	2,45	NR	-	0,17	NR	-	Reinicio de cobertura
18-Abr	Endesa	Mantener	Mantener	19,50	18,50	5,4	1,25	1,30	-3,8	Resultados mejores de lo esperado en Latinoamérica
18-Abr	ACS	Comprar	Comprar	22,30	20,50	8,8	1,53	1,50	2,0	Ajuste tras los resultados de 2004
5-Abr	Ferrovial	Comprar	Comprar	56,70	49,90	13,6	2,72	2,69	1,1	Ajuste tras los resultados de 2004. Aeropuertos
1-Abr	Abertis	Infrapond.	Infrapond.	18,20	15,40	18,2	1,08	0,84	28,4	Incorporación de aeropuertos TBI
23-Mar	Sonaecom	Comprar	Comprar	4,95	4,85	2,1	0,11	0,10	10,0	Adquisición de una pequeña participación en Optimus
21-Mar	Jazztel	Infrapond.	En rev.	0,75	En rev.	-	-0,15	En rev.	-	Restablecemos recomendación (negativa)

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

CARTERA MODELO IBÉRICA

Large caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Investment Bolsa

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)							En el año
		Actual	31-Dic-03	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Sogecable	30-Sep-04	29,11	32,66	-10,9	-12,6	-14,4	2,7	-8,5	-9,3	-10,3	
BCP*	25-Ene-05	2,13	1,88	13,3	11,6	9,8	0,0	-1,4	12,8	12,2	
Ferrovial	16-May-03	46,57	39,32	18,4	16,7	14,9	6,1	-1,1	30,8	18,1	
Endesa	22-Abr-05	17,62	17,29	1,9	0,2	-1,6	5,8	-0,6	6,7	1,9	
Repsol YPF	17-Jul-03	20,03	19,16	4,5	2,8	1,0	1,8	-2,8	12,4	4,7	
Inditex	04-Mar-05	23,93	21,70	10,3	8,6	6,8	3,8	2,4	13,7	10,9	
Lista recom. large caps	–	106,58	100,00	6,6	4,9	3,1	n.d.	n.d.	n.d.	6,6	
Large caps ibéricas	–	101,72	100,00	1,7	0,0	-1,8	n.d.	n.d.	n.d.	1,7	
IBEX35	–	9.400,10	9.080,80	3,5	1,8	0,0	4,1	-1,9	8,8	3,4	
PSI20	–	7.705,61	7.571,85	1,8	0,0	-1,7	-1,1	-4,0	2,3	1,6	
DJ Stoxx 50	–	2.900,26	2.774,77	4,5	2,8	1,0	3	-0,6	4,8	4,5	

(*) Desde el 23 de mayo, hemos incluido BBVA y excluido BCP.
Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Small y mid caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Investment Bolsa

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)						En el año
		Actual	31-Dic-03	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	
Ebro Puleva	30-Dic-04	14,09	10,50	34,2	22,0	30,7	3,7	13,6	49,6	34,2
Sol Meliá	16-Feb-05	8,36	7,30	14,5	2,3	11,0	-4,6	-4,0	17,8	14,4
Prisa	30-Dic-04	15,42	15,62	-1,3	-13,5	-4,8	5,1	-4,2	-1,9	-1,3
Cortefiel (*)	16-Feb-05	18,72	11,64	60,8	48,6	57,3	32,3	40,9	72,2	59,8
Indra	30-Dic-04	14,47	12,57	15,1	2,9	11,6	4,4	8,6	22,0	14,9
Prosegur	08-Mar-05	17,35	14,48	19,8	7,6	16,3	2,6	16,5	26,1	19,8
Lista recom. SMC	–	119,61	100,00	19,6	7,4	16,1	n.d.	n.d.	n.d.	19,6
Small-mid caps ibéricas	–	112,22	100,00	12,2	0,0	8,7	n.d.	n.d.	n.d.	12,2
IBEX35	–	9.400,10	9.080,80	3,5	-8,7	0,0	4,1	-1,9	8,8	3,4
PSI20	–	7.705,61	7.571,85	1,8	-10,4	-1,7	-1,1	-4,0	2,3	1,6
DJ Small 200 Europe	–	136,46	129,16	5,7	-6,6	2,1	0,1	-2,3	9,9	5,6

(*) Desde el 23 de mayo, hemos incluido Enagás y excluido Cortefiel.
Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

Delegaciones internacionales

Madrid

Tel: 34-91-257-2309
Fax: 34-91-257-1811

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**Comprar**

Potencial alcista superior al 15%.

Mantener

Potencial alcista del 10%-15%.

Infraponderar

Potencial alcista inferior al 10%.

Nota: la nueva clave de recomendaciones se aplicó el 1 de enero de 2005. 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.

INFORMACIÓN IMPORTANTE:

Santander Investment Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión: Brisa, Sonae SGPS, Banesto, BES, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Repsol YPF, Sogecable and Antena 3.

Santander Investment Bolsa ha recibido ingresos de las siguientes compañías en los últimos 12 meses por servicios de banca de inversión: Arcelor, Cimpor, Ence, Tubacex, Uralita, Acciona, ACS, FCC, Ferrovial, OHL, Altadis, Ebro Puleva, Faes, Inditex, Viscofán, Zeltia, NH Hoteles, TelePizza, Amadeus, Iberia, Brisa, Cintra, Metrovacesa, Sacyr-Vallehermoso, Aguas de Barcelona, B. Sabadell, Bankinter, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Enagás, Repsol YPF, Telefónica, Telefónica Móviles, Portugal Telecom, Jazztel, Antena 3, Recoletos, Telecinco, Endesa, Iberdrola, REE and Unión Fenosa.

Santander Investment Bolsa ha dirigido o codirigido una oferta pública de venta de los títulos valores de las siguientes compañías en los últimos 12 meses: Arcelor, Ence, Ferrovial, Cintra and Telecinco.

Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Ferrovial, Amadeus, Urbis, Banesto, BBVA, Grupo Santander, Cepsa, Repsol YPF, Antena 3, Endesa, Iberdrola and Unión Fenosa.

El presente informe ha sido preparado por Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment 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.

Queda prohibida la distribución del presente informe en los Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

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, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en valores de compañías que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander o sus sociedades filiales podrán prestar ocasionalmente servicios de banca de inversión o de otro tipo, o solicitar operaciones y proponer negocios a cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptan ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o potenciales 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 por ningún motivo.

© Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2005. Reservados todos los derechos.

