

THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

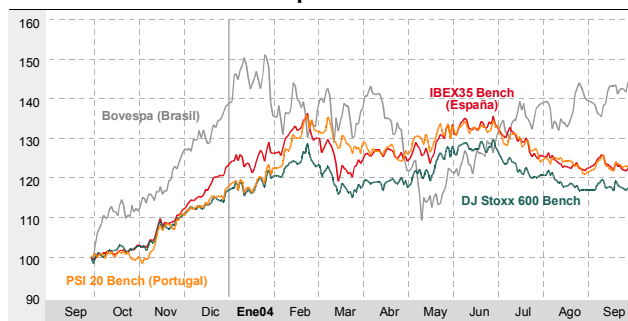
Jesús Gómez
(34) 91-289-3315
jegomez@gruposantander.com

Manuel Preto
(351) 21-389-3623
manuel.preto@bsnp.pt

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

Cristina Bergón
(34) 91-289-3307
cbergon@gruposantander.com

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 30-Sep	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	237,7	-0,2	1,1	0,0	3,7
S&P 500	1,114,6	0,6	0,8	0,0	0,2
Bono a 10 a. zona euro	3,99	1,0	-1,9	-7,6	-7,0
Bono a 10 años EEUU	4,12	2,7	0,5	0,4	-2,6
Tipo inter. 3M zona euro	2,15	1,6	1,7	1,4	1,2
Tipo interés 3M EEUU	1,70	-0,6	9,1	0,6	86,5
Euro-dólar	1,24	1,3	1,9	-0,1	-1,2
Barril de Brent (US\$)	47,1	1,8	13,8	-0,1	54,3
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,2	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

Universo de cobertura SCH – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/VC	
	04E	05P	04E	05P	BpA	EBITDA	04E	05P
CAC40	13,9	12,4	7,8	6,8	19,4	6,2	2,6	2,3
DAX30	14,5	12,2	6,2	5,5	32,1	5,0	2,6	2,1
MIB30	15,3	13,8	6,2	5,8	23,8	6,9	4,9	2,7
PSI20	15,6	13,2	8,3	7,5	23,1	7,7	3,2	2,1
IBEX35	15,3	12,8	8,1	6,8	20,3	7,7	3,2	3,1
DJ Stoxx 600	14,7	13,3	7,0	6,2	12,9	5,9	3,1	2,9
DJ Stoxx 50	13,8	12,9	7,8	7,2	6,4	5,3	3,3	2,8
DJ Euro Stoxx 50	13,3	12,1	6,6	5,9	8,8	5,5	3,4	2,3
P. Ib. B. capital	12,6	10,7	6,3	5,6	53,4	14,1	2,9	1,8
P. Ib. Construcc.	12,5	11,2	7,4	6,7	8,7	15,1	2,2	1,9
P. Ib. B. consumo	18,4	15,6	8,5	7,4	25,3	12,2	1,8	3,8
P. Ib. Serv. cons.	16,0	15,1	10,7	9,9	17,1	14,7	2,1	2,3
P. Ib. Finan.	12,9	11,8	n.d.	n.d.	16,1	n.d.	3,3	1,9
P. Ib. Petr. y gas	10,9	10,3	5,5	5,3	1,5	7,6	3,2	1,7
P. Ib. TMTs	22,7	18,9	7,3	6,6	-184	8,5	2,6	3,9
P. Ib. Utilities	12,9	11,5	7,8	7,2	9,8	5,7	4,4	1,6

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Puntos destacados

- Los días 21 y 22 de septiembre celebramos en Nueva York nuestro Seminario Anual Ibérico al que asistieron 20 compañías, un miembro del gobierno español y 90 inversores institucionales.
- Las eléctricas discrepan en temas regulatorios, las financieras confirman sus ambiciones de crecimiento y **Telefónica** sigue confiando en Latinoamérica.
- Las compañías lusas confirman la extraordinaria evolución de la economía y los vemos como buenas alternativas a sus homólogos españolas.

Puntos de interés

- Las *small* y *mid caps* en el punto de mira: **NH Hoteles, Indra, Ebro Puleva** y medios de comunicación.
- Evitar **Jazztel** tras las buenas noticias ya reflejadas en el precio
- Mejora de expectativas en **PT Multimedia** confirma la oportunidad de compra.
- Comprar **ACS** tras la presentación a analistas

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 30-Sep	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	3.634,2	-0,5	1,1	-2,6	2,1
DAX30	3.893,4	-0,3	2,9	-3,9	-1,8
MIB30	27.946	-0,3	3,2	-0,9	4,6
PSI20	7.359,2	0,8	3,5	-0,4	9,1
IBEX35	8.033,3	0,5	2,1	-0,6	3,8
DJ Stoxx 600	238,0	-0,1	1,9	-1,2	3,8
DJ Stoxx 50	2.672,3	-0,4	2,0	-0,6	0,4
DJ Euro Stoxx 50	2.728,7	-0,2	2,2	-2,9	-1,2
P. Ib. B. capital	n.d.	1,5	2,1	0,0	14,7
P. Ib. Construcción	n.d.	0,1	-0,5	0,0	13,2
P. Ib. B. consumo	n.d.	0,1	4,1	0,0	18,8
P. Ib. Serv. consumo	n.d.	1,0	3,2	0,0	21,1
P. Ib. Financieras	n.d.	0,3	-0,5	0,0	-5,1
P. Ib. Petróleo y gas	n.d.	1,3	1,2	0,0	10,6
P. Ib. TMTs	n.d.	0,8	1,9	0,0	5,0
P. Ib. Utilities	n.d.	-0,6	0,1	0,0	7,1

Fuente: Bloomberg.

RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

Sector	Pond. en el índice	Posición SCH		Comentarios	Valores preferidos
		Táctica	Estratég.		
Bancos	26,6%	↓	↔	Los riesgos en Latinoamérica se han dejado aparcados de momento. Sin embargo, las valoraciones ajustadas de los bancos españoles reducen su potencial alcista. Encontramos mayor potencial entre los bancos portugueses —debido a la esperada recuperación económica y a las revisiones al alza de los beneficios en Portugal— y los bancos españoles domésticos. En el caso de una recuperación bursátil sostenida, los valores de beta alta superarían al mercado.	BPI, BES, B Popular
Bienes de capital	5,7%	↑	↑	El ciclo de inversión está tocando fondo, aunque son pocas las señales de una recuperación sólida de la inversión. Unos costes unitarios mucho más bajos han contrarrestado el limitado poder de fijación de precios y la debilidad de la demanda gracias a una nueva capacidad y una reestructuración más eficientes. Preferimos los valores con exposición al resistente sector servicios.	Gamesa, Tubacex, Ence, Uralita
Construcción	4,1%	↑	↑	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	6,3%	↑	↑	El atractivo sector vinícola (bodegas) es una buena oportunidad para apostar por un entorno de inflación superior a la media y una fuerte exposición a una demanda doméstica fuerte. Sin embargo, el perfil de los valores cíclicos retrasados de algunos segmentos (distribución no alimentaria) podría defraudar en 2003E. El tabaco parece un sector refugio.	Ebro Puleva, Aldeasa
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	9,3%	↑	↑	La estabilización de los (elevados) precios del petróleo, junto con la mejora de la situación en Latinoamérica, constituye un motivo concluyente para ser optimistas respecto al sector ibérico del petróleo. En el sector del gas, los posibles movimientos corporativos podrían añadir cierta presión vendedora a los valores.	Repsol YPF, Enagás
Servicios	8,2%	↓	↓	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. Algunos segmentos del sector servicios ofrecen crecimiento a largo plazo (seguridad).	Brisa, NH Hoteles, Logista, Aguas de Barcelona
TMTs	28,3%	↑	↑	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. Aunque prevemos una recuperación tardía en el ciclo de la tecnología, el bajo desarrollo del Sur de Europa debería de dar cierto respiro.	TEM, Indra, Prisa, Sogecable
Utilities	10,6%	↓	↔	Los avances en “estrategias de integración” y el “desapalancamiento” financiero son las cuestiones básicas para un comportamiento relativo superior a largo plazo. Sin embargo, el tema clave en 2004P muy probablemente será la incertidumbre que rodea a la implantación y los efectos del nuevo Programa del Comercio de Derechos de Emisiones de Gases de la UE. Es difícil que se produzca actividad corporativa en el sector y muy poco probable que ésta sea un factor determinante.	Endesa, Unión Fenosa

Fuentes: estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

THE IBERIAN MACRO OBSERVER

Presupuestos Optimistas para 2005

Jesús Gómez

(34) 91-289-3315

jegomez@gruposantander.com

Cristina Bergón

(34) 91-289-3307

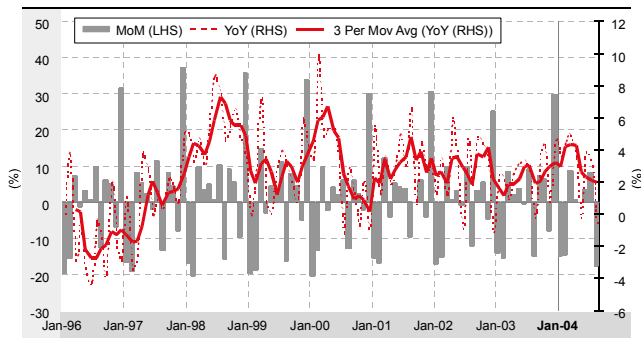
cbergon@gruposantander.com

Antonio Espasa

(34) 91-289-3313

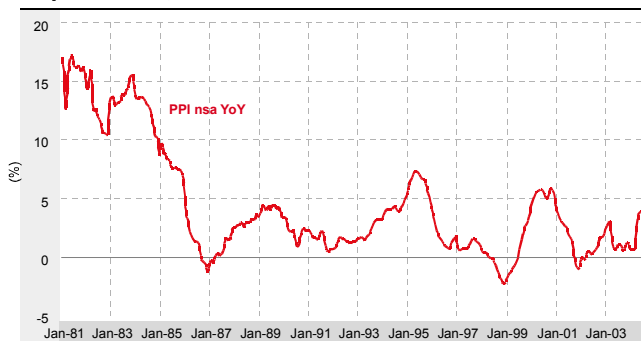
aespasa@gruposantander.com

España – Ventas al por menor reales, 1996-2004.



Fuentes: Bloomberg y SCH Bolsa.

España - PPI, 1981-2004



Fuentes: Bloomberg y SCH Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Pedidos de fábrica tendrían un comportamiento modesto en agosto
- (2) El ISM servicios subiría ligeramente en septiembre
- (3) La tasa de desempleo debería mantenerse plana en el 5,4% en septiembre
- (4) Previsión de 150.000 nuevos puestos de trabajo en septiembre
- (5) Los inventarios al por mayor crecerían un 0,7% en agosto

En la zona euro:

- (1) Los índices PMI servicios de la zona euro bajarían en septiembre
- (2) Los pedidos de fábrica en Alemania caerían en agosto tras el fuerte dato de julio
- (3) El BCE mantiene los tipos de interés sin cambios
- (4) Posible disminución del superávit de la balanza comercial en Alemania
- (5) La producción industrial alemana podría retroceder en agosto

■ **Últimas dos semanas en España:** el FMI revisaba a la baja el crecimiento del PIB español para 2004 y 2005. Mantenemos nuestra previsión del 2,5% en ambos casos. Las tarifas energéticas disparan los precios de producción. Las ventas al por menor son débiles en agosto. Presentación de los presupuestos para 2005P.

■ **La semana en EEUU:** previsión de fuerte crecimiento del PIB en el 3T04 (por encima del 4,0% intertrimestral anualizado). Debilidad de la confianza del consumidor en septiembre dada la situación del mercado laboral. Los datos de construcción han sido fuertes. El PIB del 2T04 se revisaba al alza hasta 3,3% intertrimestral anualizado. Los ingresos crecen sustancialmente, y el gasto personal apunta a un consumo privado superior al 4,0% en el 3T04E. El índice ISM mantiene un tono positivo.

■ **La semana en la zona euro:** las cosas van aclarándose: menor crecimiento del PIB y menor inflación en el futuro. Los índices PMI y CE caían en septiembre, en línea con el IFO y los datos de confianza empresarial en Italia, que también apuntan a la baja. En Francia y Alemania, la confianza del consumidor es positiva, lo que podría apuntar a la recuperación de la demanda interna en los próximos trimestres. Los datos preliminares del IPC de septiembre caían hasta el 2,2%.

■ El gobierno español presentó los presupuestos para 2005 la semana pasada. Según el presupuesto presentado, el gasto social representa el 50% del gasto total, y del 50% restante habrá un incremento notable del gasto en I+D. El gobierno estima un importante crecimiento de los ingresos, que le permitirá cerrar 2005P con un superávit público del 0,1% del PIB. Todas estas estimaciones se basan en un escenario económico optimista, que incluye un incremento del PIB en 2005 del 3,0%.

CALENDARIO ECONÓMICO

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de ref.	Previsión	Real
27 Sep LUNES	9:30	Italia	Confianza de los distribuidores	Jul/Ago	97,5/101,2	-/-	101,2/95,8
	9:30	Italia	Informe del sector servicios	Jul/Ago	10/14	-/-	14/7
	9:30	España	Precios de producción (m/a)	Ago	0,3/4,1	-/-	0,6/4,4
	10:00	Zona euro	M3 (media móvil 3 meses/a)	Jul/Ago	5,2/5,5	2,4/5,5	5,4/5,5
	10:00	Alemania	Índice IFO	Sep	95,3	95,2	95,2
	10:00	Alemania	IFO Condiciones actuales	Sep	94,7	94,9	94,8
	10:00	Alemania	IFO Expectativas	Sep	95,9	95,5	95,7
28 Sep MARTES	16:00	EEUU	Venta de viviendas nuevas	Ago	1,08 mn	1,15 mn	1,18 mn
		Alemania	Confianza del consumidor (GfK)	-	-	-	-
	8:45	Francia	Viviend. iniciadas/permisos(med. móv. 3 m./a)	Ago	11,2/19,4	-/-	13,0/27,0
	8:50	Francia	Precios de producción (m/a)	Ago	0,5/2,6	0,5/2,5	0,5/2,8
	9:30	Italia	Tasa de desempleo	Jun	8,2	-	8,1
16:00	EEUU	Confianza del consumidor del Conference Board	Sep	98,7r	100,0	96,8	
29 Sep MIÉRCOLES		EEUU	ABC Confianza del consumidor	Sep 26	-9	-	-9
	9:30	Italia	Balanza comercial (no UE)	Ago	1,279 mn R	-	992 mn
	12:30	Italia	IPC 13 ciudades (NIC incl. tabaco) (m/a)	Sep	0,2/2,3	0,2/2,3	0,0/2,1
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Sep 24	1,8	-	4,9
	14:30	EEUU	PIB	2T F	2,8	3,0	3,3
	14:30	EEUU	PIB Deflactor de precios	2T F	3,2	3,2	3,2
30 Sep JUEVES		España	Ventas al por menor (y)	Ago	3,0	-	-0,6
		España	Balanza comercial	July	-	-	28,9
	8:40	Francia	Confianza empresarial/Perspect. de producción	Sep	105,5/-	-/-	106,0/12
	8:45	Francia	Var. número de desempleados/tasa	Ago	-10.000/9,8	-5.000/9,8	32.000/9,9
	8:45	Francia	PIB (t/a)	2T F	0,8/1,7	0,8/3,0	0,7/2,8
	8:50	Francia	Indicador de confianza del consumidor	Sep	-	-21,0	-17,0
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Sep	98,1 R	98,0	95,9
	9:30	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Sep P	0,2/2,3	-	0,0/2,1
	10:30	Italia	IPRI (m/a)	Ago	0,3/3,3	0,4/3,4	0,5/3,5
	11:00	Zona euro	EC Índice de confianza (sent. económico)	Sep	0,51 R/100,9 R	0,49/100,1	0,48/100,7
	11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	Sep	2,3	2,2	2,2
	14:30	EEUU	Ingresos personales/Gastos	Ago	0,2/1,1 R	0,4/0,1	0,4/0,0
	14:30	EEUU	Gasto personal - Deflactor (general/suby.) (a)	Ago	0,4/1,5	-/-	2,1/1,4
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Sep 25	351.000 R	343.000	369.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Sep 18	2,87 mn R	2,87 mn	2,87 mn
	16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Ago	37	38	37
16:00	EEUU	Gestores de compras de Chicago	Sep	57,3	57,5	61,3	
1 Oct VIERNES		Alemania	Ventas al por menor (y)	Ago	-1,0/-0,9 R	-0,7/0,7	1,0/-0,4
		Italia	Déficit presupuestario (neto/acumulado)	Sep	4.200 mn/42.500 mn	-	-
	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	Sep	53,6	-	-
	12:00	France	Nuevas matriculaciones de coches (a)	Sep	2,8	-	-
	15:50	EEUU	Confianza del consumidor de la U. de Michigan	Sep F	57,3	57,5	-
	16:00	EEUU	Gasto en construcción	Ago	0,4	0,3	-
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	Sep	59,0	58,5	-
	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Sep	81,5	79,6	-
		EEUU	Ventas totales de vehículos	Sep	16,6 mn	16,7 mn	-
		EEUU	Ventas de vehículos nacionales	Sep	13,5 mn	13,4 mn	-

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión
4-Oct LUNES	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	Ago	0,4/2,8	0,4/2,8
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (m/a)	Ago	0,4/1,1	0,2/1,6
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Ago	1,3	0,2
5-Oct MARTES		España	Desempleo, neto (m)	Sep	13,2	-
	9:00	España	Producción industrial (no desest./ajust.) (a)	Ago	0,4/2,0	-
		Italia	Matriculaciones de coches nuevos (a)	Sep	-4,9	-
	9:55	Alemania	Var. del desempleo/tasa	Sep	24.000/10,6	10.000/10,6
	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Sep	54,4	-
	11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Sep	9,0	9,0
6-Oct MIÉRCOLES	16:00	EEUU	ISM Servicios	Sep	58,2	59,0
	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Oct 3	-9,0	-
	10:00	Zona euro	PMI Distribución	Sep	49,7	-
	12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a)	Ago P	2,8/7,2	-0,5/7,0
13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Oct 1	4,9	-	
7-Oct JUEVES	8:45	Francia	Déficit presupuestario	Ago	-46.200 mn	-
	13:00	Reino Unido	El Banco de Inglaterra anuncia tipos de interés	Oct 7	4,75	4,75
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	Oct 7	2,0	2,0
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Oct 2	369.000	-
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Sep 25	2873k	-
	21:00	EEUU	Crédito al consumo	Ago	10.900 mn	7.000 mn
	8-Oct VIERNES	8:00	Alemania	Saldo de balanza por cuenta corriente	Ago	3.100 mn
8:00		Alemania	Balanza comercial	Ago	13.500 mn	12.000 mn
8:00		Alemania	Importaciones (m)	Ago	5,7	-1,1
8:00		Alemania	Exportaciones (m)	Ago	3,5	-0,5
8:00		Alemania	Producción industrial (m/a)	Ago P	1,4/2,0	-0,3/4,1
12:00			OCDE Indicadores adelantados	Ago	105,8	-
14:30		EEUU	Tasa de desempleo	Sep	5,4	5,4
14:30		EEUU	Salario medio por hora (m)	Sep	0,3	0,3
14:30		EEUU	Var. del número de empleos no agrícolas	Sep	144.000	150.000
14:30		EEUU	Var. del número de empleos de manufacturas	Sep	22.000	10.000
14:30		EEUU	Jornada media semanal (horas)	Sep	33,8	33,8
16:00		EEUU	Inventarios al por mayor	Ago	1,3	0,7

(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 Central Hispano Bolsa.



RINCÓN DEL ESTRATEGA

Seminario Anual
Ibérico del
Santander

Los días 21 y 22 de septiembre celebramos en Nueva York nuestro Seminario Anual Ibérico con la participación de 20 compañías ibéricas, un miembro del gobierno español e inversores institucionales estadounidenses. Se organizaron cerca de 250 encuentros y 90 inversores institucionales de diversas partes EEUU asistieron a las jornadas. En este “Rincón” trataremos de ofrecer una visión de los asuntos más interesantes que se trataron en el Seminario.

UTILITIES Y ENERGÉTICAS

Siete compañías ibéricas vinculadas al sector energético asistieron al Seminario: Repsol YPF, Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa, Gas Natural, EDP y Gamesa. A continuación, resumimos algunas conclusiones de las diversas presentaciones de las compañías:

- ❑ **Repsol YPF.** La compañía presentó nuevos proyectos de exploración y producción: Gas Natural Licuado en Iran, Algeria y Libia, que podría lanzarse en los próximos 12-24 meses. En nuestra opinión, la consecución de estos proyectos podría ser muy beneficiosa para la compañía en términos de diversificación del riesgo y ratios de reemplazo de reservas. Por lo que respecta a Argentina, la compañía reiteró su compromiso a largo plazo con el país pese a la subida de impuestos. La compañía considera que la nueva ley de hidrocarburos podría ser más positiva en Bolivia de lo que piensa el mercado y podría favorecer el lanzamiento de nuevos proyectos de gas en la región: más gas para Brasil y Argentina.
- ❑ **Endesa (ELE)/Iberdrola (IBE).** Ambas compañías se mantienen firmes en lo que respecta a costes hundidos (IBE: supresión de los CTCs), regulación medioambiental (IBE: un número bajo de permisos de emisión para plantas de carbón) y perspectivas de capacidad de generación (ELE: exceso de capacidad de TGCCs). Como resultado, la visión de los inversores de estas eléctricas españolas sigue siendo negativa frente a otras homólogas europeas. Iberdrola se mantiene como opción a largo plazo para muchos inversores (ventajas por ser la primera en energía renovable y TGCCs), aunque Endesa se considera una value opción de valor atractiva a corto plazo (posicionamiento positivo en Latinoamérica + activos de telecomunicaciones).
- ❑ **Unión Fenosa.** Las impresiones de la presentación de Unión Fenosa fueron especialmente positivas pues la compañía intenta mantener una postura moderada entre las adoptadas por Endesa e Iberdrola. Unión Fenosa defiende su posición neutra en el gas y el equilibrio de su *mix* de generación en términos de exposición al gas y al carbón. La compañía recordó su situación de desapalancamiento conseguida vía flujo de caja y desinversión de activos.
- ❑ **Gas Natural.** La compañía presentó su estrategia de crecimiento basada en adquisiciones de tamaño mediano en Europa y el crecimiento orgánico en España (gas y TGCCs) y Latinoamérica. Muchos inversores mostraron su preocupación por la situación de Gas Natural en un escenario de posible actividad corporativa en España y por la rentabilidad a corto plazo de su estrategia de TGCCs.
- ❑ **EDP.** La compañía explicó su estrategia ibérica —entrada en España y expansión en el sector del gas en Portugal—. La respuesta de los inversores fue negativa al encontrar muchos de ellos todavía demasiadas incertidumbres para pensar en EDP como opción de inversión.
- ❑ **Gamesa.** La compañía mantiene su objetivo de beneficio neto para finales de año (230 mn €) y se muestra convencida de poder seguir creciendo sobre la base de los negocio nuevos en la venta de centrales eólicas. La dirección está intentando obtener contratos de largo plazo en la venta de centrales eólicas, principalmente con instituciones financieras, y de corto plazo con *utilities*. Confiamos oír buenas noticias sobre la venta de centrales eólicas en la presentación anual de estrategia de Gamesa prevista para mediados de noviembre.

FINANCIERAS

Cinco compañías financieras ibéricas asistieron al Seminario: Grupo Santander, BBVA, BCP, BES y Mapfre. Estas son algunas conclusiones de las distintas presentaciones:

- ❑ **BBVA.** BBVA se centró en los planes estratégicos para el modelo de negocio actual en España. Las ganancias de cuota de mercado, tanto en hipotecas como en PYMEs, son clave para beneficiarse del futuro giro en el ciclo de tipos de interés y mejorar los márgenes. BBVA acaba de reforzar su presencia en México con la adquisición de Valley Bank, Hipotecaria Nacional y Laredo Bank, lo que incrementa el compromiso de BBVA con su fantástica franquicia mexicana a través del desarrollo de nuevas líneas de negocio y crecimiento en tamaño en la frontera entre EEUU y México.
- ❑ **BCP.** El banco ha conseguido trasladar el centro de su presentación desde los problemas de capital a la oportunidad de centrarse en su rentabilidad operativa, una vez el capital ya no supone una preocupación. La dirección ofrecía más detalles de cómo pretende incrementar su rentabilidad en 310 mn € en dos años, lo que dispararía su beneficio neto. BCP espera notables mejoras en la rentabilidad operativa de su negocio doméstico de banca comercial, una contribución importante de sus operaciones internacionales y un descenso considerable de las necesidades de provisionamiento.
- ❑ **BES.** Aprovechando su exitosa estrategia de crecimiento orgánico, el banco reiteró su compromiso de incrementar su cuota de mercado desde el 17% en 2003 al 20% en 2006, lo que supondría un crecimiento del beneficio neto superior al 10%. La respuesta de los inversores fue positiva, siendo el primer contacto de muchos de ellos con el banco.
- ❑ **MAPFRE.** Los ingresos por primas de Mapfre está superando las expectativas y los resultados de todas las líneas de negocio son mejores de lo previsto. La reciente adquisición de Musini va según las previsiones y la compañía sigue contando con excedente de caja de su reciente ampliación de capital para usarlo en cualquier momento, preferiblemente en adquisiciones en España y Portugal. Mapfre insistió en su intención de llevar a cabo adquisiciones apropiadas para su modelo de negocio actual. La especial temporada de huracanes podría afectar los resultados de Mapfre Re, aunque todavía está por ver (Mapfre Re representa cerca del 12% de los resultados de Map y la unidad se ha recapitalizado recientemente). La compañía sigue dando un excelente ratio combinado.

CONSTRUCCIÓN Y AUTOPISTAS

Asistieron cuatro compañías ibéricas de la construcción y autopistas al Seminario: Ferrovial, ACS, Sacyr-Vallehermoso y Brisa. Estas son algunas de las conclusiones de sus presentaciones:

- ❑ **Ferrovial.** Un cambio importante de perfil hacia actividades más recurrentes. En 2005, concesiones y servicios representaría más del 62% del EBITDA del grupo frente a menos del 48% en 2003. Esto ha sido posible gracias a la adquisición de Amey y Cespa, al fuerte tráfico y a las nuevas aperturas de concesiones. Es previsible que la revisión al alza de la valoración de aeropuertos, Amey (tras finalizar la reestructuración) y Budiemex (Polonia gradualmente recibe más fondos de la UE) provoquen nuevas revisión al alza de la valoración de Ferrovial.
- ❑ **ACS.** Revalorización de servicios industriales: ésta es la división (representa el 33% del EBIT del grupo) que la dirección encuentra más infravalorada en estos momentos. El mercado la está valorando como si fuera un grupo de ingeniería e instalación, y la dirección piensa que hay potencial de revalorización hasta múltiplos más coherentes con una unidad de servicios por tres razones: (i) resistencia y estabilidad de los ingresos; el 70% de las ventas son recurrentes contratos de mantenimiento; (ii) fuerte crecimiento en los últimos años y la dirección está convencida de poder mantener este ritmo; y (iii) la sólida rentabilidad; ROE > 25% y ROCE > 30%.



En cuanto a Abertis y la cartera de concesiones, ACS aumentaba recientemente su participación en Abertis hasta el 16,8%. Ahora representa el 17% del SDLP del grupo. Con los tipos de interés actuales tan bajos, cualquier adquisición de acciones de Abertis a un precio por debajo de 16,00 €/acción contribuye positivamente a los beneficios de ACS. En cuanto a la cartera de concesiones (estimado en el 9,6% del SDLP del grupo) el primer traspaso a Albertis o a terceros podría tener lugar en los próximos meses. La compañía insiste en los objetivos de crecimiento: BpA entre el 10-15% para 2003-07P.

- ❑ **Sacyr-Vallehermoso.** Generación de flujo de caja equilibrado ya que el 52,9% del EBITDA del grupo se genera en áreas con beneficios ordinarios (concesiones y propiedades). Potencial de revalorización en Itinere. El mercado no está reconociendo totalmente el valor de la división de concesiones. La dirección valora la compañía en torno a 2.000 mn €. La deuda de la compañía es limitada. Del endeudamiento de 6.900 mn €, sólo 1.100 mn € es deuda de la compañía (27% del total) y el resto está vinculado a las diferentes divisiones del grupo.
- ❑ **Brisa.** Centró su presentación en su compromiso de seguir aumentando sus ventas y su beneficio neto en un 10% anual en el futuro, aprovechando la recuperación económica en Portugal que ya está favoreciendo el crecimiento del tráfico y nuevas aperturas —todo deriva de las concesiones incluidas en sus contratos de concesión y de las nuevas oportunidades en Portugal para adquirir nuevas concesiones ante los fuertes planes de expansión del gobierno para autopistas de pago en los próximos años—. La respuesta de los inversores fue positiva, con muchos de ellos sorprendidos ante las oportunidades de crecimiento que se vislumbran.

OTRAS COMPAÑÍAS

Otras compañías también asistieron al Seminario:: Telefónica, Amadeus, Indra y Ebro Puleva. Las conclusiones de sus presentaciones son las siguientes:

- ❑ **Telefónica.** La compañía se centró, en especial, en la evolución de sus actividades en Latinoamérica y en el estado actual de la adquisición de los activos de telefonía móvil de Bellsouth en Latinoamérica por parte de su filial Telefónica Móviles. La competencia en España y el marco regulatorio muestran que su negocio de telefonía fija se enfrenta a algunas situaciones difíciles a corto plazo.
- ❑ **Amadeus.** Los inversores institucionales estadounidenses preguntaron sobre la situación de los posibles cambios en la estructura del accionariado dado el interés de diversas compañías de capital riesgo. Los representantes de la compañía se limitaron a explicar a los inversores las diferentes clases de acciones en la estructura accionarial, la actual estructura accionarial y los requisitos exigidos por la ley española para lanzar una OPA. Las aerolíneas que ejercen el control son las que habrán de decidir cualquier cambio en la estructura de propietarios.
- ❑ **Indra.** Los inversores estaban muy interesados en los planes de la compañía para su efectivo de 130 mn € que representa el 12% de su capitalización bursátil. Esperamos que la compañía devuelva el dinero a sus accionistas a mediados del próximo año. Posibles noticias positivas gracias a los sistemas de control Air Traffic en Reino Unido antes de finales de año.
- ❑ **Ebro Puleva.** Riviana centra el principal interés de la compañía a corto plazo. La integración de Riviana y la posibilidad de adquisiciones adicionales debería impulsar el valor. La dirección mantiene la estrategia de reducir el peso del negocio del azúcar.

NOTICIAS DE LATINOAMÉRICA

Mercado

Indices	30-Sep	D/D %		MTM %		YTD %	
	Close	Local	US\$	Local	US\$	Local	US\$
Argentina	1,143	-0.4	-0.2	20.0	20.8	6.6	4.7
Brazil	23,245	0.2	-0.1	1.9	4.7	4.5	5.6
Chile	1,707	0.2	-0.2	4.6	7.4	15.0	11.5
Colombia	3,546	-0.4	-1.3	17.6	13.8	51.9	61.3
Mexico	10,957	-0.2	0.3	6.8	6.9	24.6	23.0
Peru	3,279	1.7	1.8	15.0	15.6	34.7	39.6
Venezuela	30,112	0.2	0.2	10.4	10.4	35.6	13.4
Latam (IFC)	1,231	--	0.7	--	7.2	--	15.2

Country	Risks	Int Rates	Trading Vol.			Mkt Cap ¹
			FX	Local	ADR	
Argentina	5389	5.8	2.98	36.2	33.6	15,725
Brazil	466	16.3	2.86	427.0	289.8	146,423
Chile	78	2.4	611	56.7	16.4	62,779
Colombia	407	7.7	2619	7.1	0.4	3,304
Mexico	189	7.6	11.37	176.0	195.1	125,021
Peru	340	9.2	3.34	3.3	52.3	8,228
Venezuela	490	11.2	1918	2.6	10.0	2,498
Latam	--	--	--	708.9	597.5	363,978

Valoración del universo SCHI

	P/E		EV/EBITDA		3-yr CAGR		
	P/BV	04E	05E	04E	05E	Earn	EBITDA
Argentina	1.7	14.9	12.4	6.5	5.7	NM	29%
Brazil	1.4	7.6	7.0	4.4	3.8	48%	21%
Chile	1.9	22.1	20.2	11.4	10.6	40%	12%
Colombia	1.6	11.1	8.3	7.0	6.1	28%	19%
Mexico	2.0	12.9	12.4	6.5	6.0	21%	7%
Peru	2.3	16.4	16.7	9.4	9.2	11%	28%
Venezuela	1.3	20.5	9.1	3.4	2.6	84%	5%
Latin America	1.7	10.8	10.0	6.0	5.4	43%	15%
Cement/Constr	1.7	10.9	9.7	6.5	5.7	36%	10%
Conglomerates	1.1	9.7	9.8	6.0	5.5	34%	5%
Electric Utilities	0.6	13.5	10.5	7.0	6.0	NM	11%
Financial Svcs	1.9	9.8	8.5	NA	NA	18%	NA
Food/Beverage	1.7	14.1	14.9	6.9	7.2	13%	8%
Miscellaneous	2.7	11.2	9.5	3.5	2.5	32%	14%
Oil, Gas/Chem.	1.6	5.5	5.3	4.4	3.6	62%	37%
Pulp & Paper	1.7	22.6	24.9	12.9	13.3	4%	7%
Retail	2.3	20.3	16.6	10.8	9.2	21%	18%
Steel/Mining	1.8	7.5	7.7	5.2	5.1	67%	22%
Telecom/Media	2.2	15.0	12.5	5.1	4.5	68%	10%

Fuente: Santander Central Hispano Investment.

Resumen macro

Crecim. PIB (%)	Crecim. PIB		IPC		Med. tip. interés	
	03E	04P	03E	04F	03E	04F
Argentina	6,8	3,0	6,5	9,0	3,2	8,3
Brasil	4,4	3,0	7,6	6,0	16,2	15,7
Chile	5,1	4,5	2,7	2,8	2,0	3,4
Colombia	3,9	4,0	6,3	5,9	7,9	9,1
México	4,0	4,2	4,0	3,5	6,3	6,6
Perú	4,1	3,8	3,0	2,5	9,9	11,0
Venezuela	10,9	3,7	22,9	29,4	17,0	30,2
Latinoamérica	5,0	3,6	6,5	6,4	n.s.	n.s.

(1) Capitalización bursátil en mn US\$, basado únicamente en nuestro universo de recomendaciones de 113 compañías latinoamericanas. La TACC a 3 años se refiere a 2002-05P. Fuentes: Bloomberg, datos de las compañías y estimaciones SCH Investment.

Argentina

Los datos macro más importantes los ofrecía el superávit primario de agosto, que salía un 20% por encima de las expectativas (1.940 mn ARS). Como resultado, el superávit primario hasta la fecha asciende a 15.400 mn ARS, lo que equivale a un sólido 5,2% del PIB e indica un fuerte ajuste fiscal comparado al mismo periodo del año pasado, cuando el superávit primario era el 2,6% del PIB.

Por otro lado, ciertos artículos en la prensa local apuntan a la posible mejora de la propuesta hecha por el gobierno a los tenedores de bonos sobre la reestructuración de la deuda.

Brasil

El COPOM decidía subir el tipo de referencia Selic 0,25 puntos básicos hasta el 16,25%. La decisión viene avalada por el mayor riesgo de que la inflación no cumpla los objetivos a corto plazo y por las inminentes decisiones en política monetaria. Por otro lado, las actas de la reunión del COPOM de agosto guardaban una sorpresa: la modificación del objetivo de inflación adoptado por el Banco Central el próximo año, desde el 4,5% previsto por el Comité Nacional de Política Monetaria hasta el 5,1%.

El 3 de octubre se celebra la primera vuelta de las elecciones municipales. No suponen un riesgo de mercado importante, pues no parece posible que estas elecciones sean una amenaza para la política económica del país, y probablemente no afectarán la posibilidad de reelección del presidente Lula en 2006. El riesgo real viene de los inesperados intentos políticos para desestabilizar al gobierno actual (acusaciones de corrupción, denuncias de miembros del gobierno, etc.).

México

El Banco de México anunciaba una nueva subida del "corto", dejándolo en 51 mn MXN diarios desde 45 MXN. Ante la previsión de subida de la inflación, el Banco Central decidía subir los tipos de interés tras el dato del IPC las dos primeras semanas de septiembre. Los precios sufrían por la subida de los productos agrícolas y la energía, y por el impacto temporal de la educación. El tipo interdiario se fijaba en el 7,6%. Para finales de año, nuestras estimaciones apuntan al 8,0%.



PUNTOS DE INTERÉS

- El pasado 29 de septiembre, **ACS** (comprar; precio objetivo: 16,20 €) organizaba una reunión de analistas para dar mayor visibilidad a su división de servicios industriales, responsable del 29% de las ventas, 33% del EBITDA y 28% del beneficio neto. Pese a no haber sorpresa alguna en la presentación, un conocimiento más exhaustivo de la compañía podría ayudar a recalificar esta división (que el mercado sepa que una buena parte de su negocio es mantenimiento recurrente) con un impacto potencial en la cotización de 0,80 €/acción o 5%.
- El operador de telecomunicaciones alternativo **Jazztel** (en revisión) desvelaba un cambio en la estructura accionarial con la inversión por parte de Leopoldo Fernández Pujals (fundador de TelePizza) de 62 mn € por el 24,9% de las acciones y bonos convertibles. Esta entrada debería llevar a la compañía a revisar al alza sus planes de inversión y fomentar su estrategia ADSL. El impacto en la valoración (equivale a 0,09 €/acción) va acorde con la cotización que subía más del 40% tras las noticias. No obstante, preferimos mantenernos cautos ante el valor.
- Tras visitar **PT Multimedia** (comprar; precio objetivo: 20,60 €), el buen momento de la compañía sigue vigente, dada la revisión al alza de la compañía de su previsión de nuevos consumidores para los próximos 5 años (1 mn frente a nuestros 300.000), lo que dispararía el crecimiento del EBITDA por encima de nuestro 12% anual (estas previsiones implican una TACC del 18%). El impacto en la valoración rondaría 3,5€/acción o el 20%.
- Nuestro equipo de *small* y *mid caps* ha estado de visitas las últimas semanas, y el comportamiento de nuestra cartera de SMC ha tenido un muy buen comportamiento desde nuestra revisión del 3T (+8,9% absoluto, +5,6% relativo). La respuesta de los inversores demuestra su interés en historias de crecimiento más que en valores defensivos: **NH Hoteles** (comprar; precio objetivo: 10,60 €), **Indra** (comprar; precio objetivo: 14,00 €) y **Ebro Puleva** (comprar; precio objetivo: 13,00 €), en el punto de mira.
- Modificamos nuestra recomendación de *large caps*: sale **Altadis** (comprar; precio objetivo: 27,50 €) ante su limitado potencial alcista y riesgo regulatorio, y entra **Sogecable** (comprar; precio objetivo: 46,00 €). Entre las SMC, sale **Logista** (comprar; 45,00 €) por **Ebro Puleva**.
- Cambios en nuestra cartera modelo: (1) excluimos **Recoletos** (comprar; precio objetivo: 7,50 €) e **Indra**, e incluimos **Prisa** (comprar; precio objetivo: 17,50 €) y **Sogecable**; (2) **Ebro Puleva** entra en sustitución de **Altadis** por; (3) **Acciona** (mantener; precio objetivo: 58,50 €) sale y su peso se reparte entre **Ferrovial** (comprar; precio objetivo: 43,80 €) y **ACS**; (4) **Pastor** (comprar; precio objetivo: 30,00 €) sale y su peso pasa a **B.Popular**; (5) incluimos **NH Hoteles** por **Prosegur** (mantener; precio objetivo: 15,00 €), e (6) hemos reemplazado **Tubacex** (comprar; precio objetivo: 2,00 €), incrementando el peso en **Gamesa** (comprar; precio objetivo: 14,00 €) y **Uralita** (comprar; precio objetivo: 4,00 €).

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2004P			Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior	Var.	
02-Sept-04	Sol Meliá	Infracompr.	Infracompr.	6,70	6,70	0	0,27	0,31	-13	Empeoramiento de las condiciones de negociación
02-Sept-04	Zardoya Otis	Infracompr.	Infracompr.	18,55	17,50	6	0,63	0,56	13	Buen comportamiento en 1S04
02-Sept-04	Baron de Ley	Comprar	Comprar	35,00	38,40	-9	2,47	2,91	-15	Revisión previsiones de ventas
02-Sept-04	Cortefiel	Mantener	Infracompr.	10,35	9,00	15	0,65	0,62	5	Precio
02-Sept-04	Prosegur	Mantener	Comprar	14,10	15,00	-6	0,77	0,97	-21	Comportamiento débil
02-Sept-04	SOS	Infracompr.	Infracompr.	20,50	15,80	30	0,93	1,01	-8	Buen comportamiento en 1S04
02-Sept-04	Telepizza	Infracompr.	Infracompr.	1,35	1,25	8	0,09	0,08	13	Buen comportamiento en 1S04
02-Sept-04	Viscofán	Comprar	Infracompr.	7,30	8,10	-10	0,42	0,59	-29	Profit warning en 1S04
13-Sept-04	Union Fenosa	Comprar	Comprar	22,00	21,00	5	1,23	1,23	0	Momentum favorable

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

CARTERA MODELO IBÉRICA

Large caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Central Hispano 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		
Altadis*	09-Ene-04	27,40	22,50	21,8	17,4	18,0	6,1	6,0	10,3	21,8	
Unión Fenosa	12-Feb-04	18,29	14,89	22,8	18,4	19,1	-0,8	5,7	5,7	22,8	
Ferrovial	16-May-03	35,95	27,78	29,4	25,0	25,6	-4,9	4,7	8,4	29,4	
Endesa	14-Abr-04	15,33	15,25	0,5	-3,9	-3,2	0,0	-0,6	2,7	0,5	
Repsol	17-Jul-03	17,68	15,46	14,4	10,0	10,6	3,0	-1,1	5,9	14,4	
Telefonica Móviles	14-Abr-04	8,38	8,28	1,2	-3,2	-2,6	-2,0	-3,7	-5,1	1,2	
Lista recom. large caps	–	141,50	123,14	14,9	10,5	11,1	n.d.	n.d.	n.d.	-4,9	
Large caps ibéricas	–	124,32	119,09	4,4	0,0	0,6	n.d.	n.d.	n.d.	8,7	
IBEX35	–	8.029,20	7.737,20	3,8	-0,6	0,0	1,1	-0,7	-0,8	3,8	
PSI20	–	7.359,15	6.739,63	9,2	4,8	5,4	3,5	0,3	-2,7	9,1	
DJ Stoxx 50	–	2.668,47	2.656,07	0,5	-3,9	-3,3	1,0	-0,5	-1,0	0,3	

(*) A 1 de octubre incluimos Sogecable, que sustituye a Altadis en nuestra lista recomendada de large caps.

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

Small y mid caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Central Hispano 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		
Logista*	02-Sept-04	34,90	24,49	42,5	28,0	38,7	1,8	29,3	29,2	42,5	
Gamesa	09-Ene-04	11,81	8,70	35,7	21,3	32,0	0,3	-3,4	1,5	35,8	
Prisa	02-Sept-04	14,85	11,50	29,1	14,6	25,4	12,8	0,3	-0,7	29,1	
Uralita	02-Sept-04	3,32	2,46	35,0	20,5	31,2	3,8	6,1	14,1	35,0	
Mapfre	02-Sept-04	9,45	10,78	-12,3	-26,8	-16,1	0,6	-7,5	-3,7	-12,3	
NHH	02-Sept-04	8,92	9,11	-2,1	-16,6	-5,9	4,5	-1,2	3,1	-2,1	
Lista recom. SMC	–	156,50	125,49	24,7	10,2	20,9	n.d.	n.d.	n.d.	17,7	
Small-mid caps ibéricas	–	137,23	119,86	14,5	0,0	10,7	n.d.	n.d.	n.d.	12,5	
IBEX35	–	8.029,20	7.737,20	3,8	-10,7	0,0	1,1	-0,7	-0,8	3,8	
PSI20	–	7.359,15	6.739,63	9,2	-5,3	5,4	3,5	0,3	-2,7	9,1	
DJ Small 200 Europe	–	118,84	107,91	10,1	-4,4	6,4	1,9	-2,2	-0,8	10,0	

(*) A 1 de octubre incluimos Ebro Puleva, que sustituye a Logista en nuestra lista recomendada de small y mid caps.

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.



España – Cartera modelo Santander Central Hispano Bolsa a cierre del día 30 de septiembre de 2004

	Precio (€)		Var. (%)	Ponderación (%)		
	30-Sep-04	31-Dic-03		Cartera modelo		Diferencia
				SCHB	IGBM	
Viscofán	7,64	7,05	8,4	0,99	0,11	0,88
Altadis*	27,40	22,50	21,8	4,62	2,40	2,22
Aldeasa	24,75	20,00	23,8	1,02	0,16	0,86
Inditex	19,90	16,10	23,6	4,29	3,74	0,56
Total bienes de consumo	1.134,85	949,53	19,5	10,92	8,38	2,54
Gamesa*	11,81	8,69	35,9	1,40	0,87	0,53
Tubacex	1,74	1,42	22,5	1,10	0,07	1,03
Arcelor*	14,88	13,67	8,9	3,36	0,52	2,85
Uralita	3,32	2,46	35,0	0,69	0,20	0,49
Grupo Empresarial Ence	22,20	17,15	29,4	1,18	0,16	1,02
Total bienes de capital	1.413,71	1.186,58	19,1	7,74	4,87	2,87
Endesa	15,33	15,25	0,5	5,55	4,89	0,66
Iberdrola	16,70	15,67	6,6	5,00	4,09	0,91
Repsol YPF	17,68	15,46	14,4	7,16	6,17	0,99
Enagás	9,63	8,60	12,0	1,62	0,42	1,20
Total energía	1.078,63	996,58	8,2	19,33	21,06	-1,74
ACS	14,67	12,90	13,7	3,08	1,56	1,52
Acciona*	51,55	48,25	6,8	1,97	0,99	0,98
Ferrovial	35,95	27,78	29,4	2,55	1,52	1,03
Total construcción	1.450,22	1.307,60	10,9	7,60	6,22	1,38
BBVA	11,08	10,95	1,2	10,46	11,32	-0,86
Grupo Santander	7,86	9,39	-16,3	11,25	11,29	-0,05
Banco Pastor*	24,50	24,34	0,7	0,84	0,40	0,44
Banco Popular	44,74	47,30	-5,4	3,48	3,07	0,42
Banesto	9,41	9,50	-0,9	0,23	0,23	0,00
Total servicios financieros	910,63	968,64	-6,0	26,26	31,08	-4,82
Telefónica	12,05	11,64	3,5	17,29	17,00	0,28
Telefónica Móviles	8,38	8,28	1,2	2,62	0,77	1,86
Indra*	10,72	10,17	5,4	0,99	0,48	0,51
Recoletos*	6,16	5,89	4,6	1,17	0,24	0,92
Total comunic. y serv. inform.	897,01	844,12	6,3	22,07	21,36	0,71
Aguas de Barcelona	14,15	11,83	19,6	1,59	0,54	1,04
Amadeus	6,37	5,15	23,7	2,77	0,82	1,95
Prosegur*	13,26	12,90	2,8	1,73	0,25	1,49
Total servicios	1.369,32	1.125,05	21,7	6,09	7,03	-0,94
Total IGBM	850,78	807,98	5,3	100,00	-	-
Cartera modelo SCHB	114,23	108,77	5,0	-	100,00	-

(*) A 1 de octubre, incluimos Ebro Puleva, que sustituye a Altadis, distribuimos el peso de Tubacex entre Gamesa y Arcelor, y el peso de Acciona entre ACS y Ferrovial, sacamos a B. Pastor y trasladamos su peso a B. Popular, sacamos a Indra y Recoletos e incluimos a Sogecable y Prisa y, por último, incluimos a NH Hoteles y sacamos a Prosegur.

Fuente: Santander Central Hispano 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 (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 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., Argentaria 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, 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 o sus sociedades filiales podrán en cada momento prestar servicios o solicitar los negocios de cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander, 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.

