

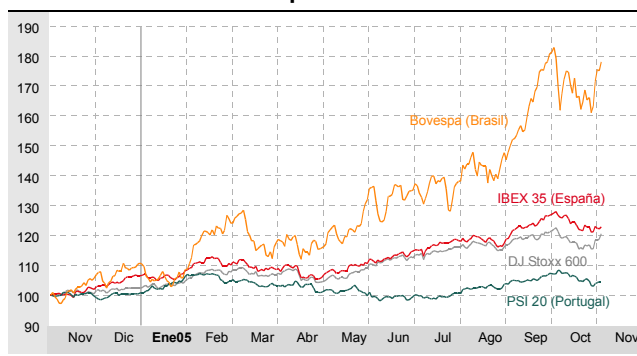
THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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

Juan José Fernández
(34) 91 289 3704
jjfernandezg@gruposantander.com

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

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 4-Nov	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	295,9	4,3	-1,6	-0,6	17,8
S&P 500	1.219,9	3,5	0,5	-0,7	0,7
Bono a 10 a. zona euro	3,47	1,9	9,4	11,0	-5,4
Bono a 10 años EEUU	4,65	2,1	6,7	7,8	10,5
Tipo inter. 3M zona euro	2,27	0,5	3,9	4,1	5,1
Tipo interés 3M EEUU	3,93	0,5	9,1	11,1	77,7
Euro-dólar	1,19	-1,0	0,2	-0,7	-11,9
Barril de Brent (US\$)	61,0	1,9	0,5	-3,5	50,1
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	
	05E	06P	05E	06P	BpA	EBITDA	06P	06P
CAC40	14,3	12,7	6,1	5,5	11,3	12,0	3,2	2,2
DAX30	12,9	12,5	3,7	3,4	14,7	9,3	3,4	1,5
MIB30	15,8	14,2	3,7	3,6	12,0	8,7	4,2	2,3
PSI20	14,7	13,4	9,1	8,2	10,9	7,2	4,0	2,0
IBEX35	15,9	15,3	9,0	7,9	11,1	4,7	3,5	3,2
DJ Stoxx 600	15,6	14,1	6,7	6,0	10,5	13,2	3,3	2,9
DJ Stoxx 50	14,3	13,0	4,5	4,3	12,2	15,3	3,6	2,8
DJ Euro Stoxx 50	12,5	11,6	4,4	4,2	11,9	9,0	3,9	2,1
P. lb. B. capital	9,7	11,4	4,5	5,1	-24,0	-24,4	3,1	1,6
P. lb. Construcc.	18,2	16,2	9,5	8,5	14,4	11,2	1,9	2,7
P. lb. B. cons.	20,8	18,3	9,6	8,5	-1,8	-3,4	3,1	4,1
P. lb. Serv. cons.	15,6	18,4	10,6	11,1	0,1	3,3	1,8	2,8
P. lb. Finan.	13,6	12,5	ND	ND	18,6	ND	3,7	2,2
P. lb. Petr. y gas	12,9	11,6	6,6	6,5	5,1	-2,6	2,4	2,2
P. lb. TMTs	35,0	26,7	12,3	10,8	-21,5	-35,1	1,6	7,5
P. lb. Utilities	15,7	15,7	7,4	8,0	-10,6	-8,9	3,6	4,2

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Puntos destacados

- El lanzamiento de Telefónica de una OPA sobre O2 se perfila como la mayor adquisición apalancada de la historia española.
- Se trata de un acuerdo que probablemente cambiará el perfil de la compañía y tendrá consecuencias a largo plazo respecto a su interés por reforzar su posición como líder mundial.
- A corto plazo, la acción será volátil hasta que los inversores decidan si respaldan el ambicioso proyecto de Telefónica.

Puntos de interés

- Buena oportunidad de compra en **Prosegur**, valor con perfil de crecimiento a precio razonable.
- Aunque a corto plazo **Iberia** podría beneficiarse de mejores condiciones de negocio, a largo plazo preferimos mantener la prudencia.
- **Cintra**: compañía con perfil de crecimiento en un negocio (concesiones) de rápido crecimiento.
- **La Seda**, un futuro líder, en nuestra opinión.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 4-Nov	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.484,8	3,7	-3,6	-2,5	17,4
DAX30	5.003,0	3,7	-2,6	-0,8	17,5
MIB30	33.445,0	3,9	-4,1	-4,4	7,1
PSI20	7.864,0	1,3	-2,7	-2,8	3,5
IBEX35	10.439,2	1,0	-4,4	-3,5	15,0
DJ Stoxx 600	295,5	4,2	-1,7	-0,6	17,7
DJ Stoxx 50	3.259,4	4,1	-1,1	-0,1	17,5
DJ Euro Stoxx 50	3.353,9	3,3	-3,2	-2,2	13,6
P. lb. B. capital	NA	1,5	-4,8	-4,0	12,4
P. lb. Construcción	NA	2,9	-8,5	-5,9	44,5
P. lb. B. consumo	NA	0,4	-1,9	-2,1	14,7
P. lb. Serv. consumo	NA	1,1	-5,9	-5,9	35,7
P. lb. Financieras	NA	2,3	-2,1	-0,8	15,3
P. lb. Petróleo y gas	NA	4,7	-5,9	-6,0	25,7
P. lb. TMTs	NA	-0,6	-3,4	-3,4	-5,0
P. lb. Utilities	NA	1,4	-5,6	-4,4	20,1

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, 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).	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.	Inditex, Ebro Puleva, Viscofán
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 Meliá, Logista
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, 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.

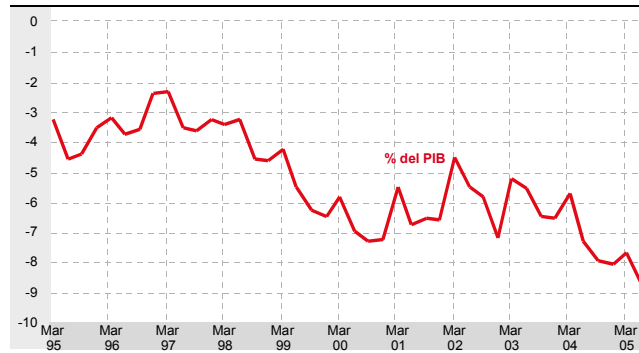
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

Juan José Fernández
(34) 91 289 3704
jjfernandezg@gruposantander.com

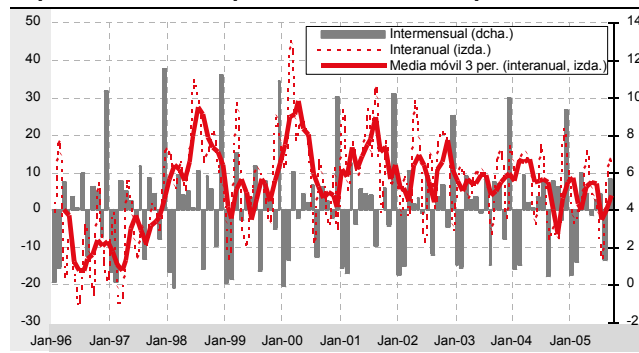
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Balanza comercial como % del PIB, ene 95-jun 05



Fuente: Bloomberg.

España – Ventas al por menor, ene 96-sep 05



Fuentes: Bloomberg.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Previsión de mejora del índice de confianza de la U. de Michigan.
- (2) Posible deterioro de la balanza comercial.
- (3) Sin expectativas de cambios en el índice de precios de importación.
- (4) El crédito al consumo podría incrementarse hasta 6.000 mn US\$.

En la zona euro:

- (1) Posible avance del PMI alemán de ventas al por menor.
- (2) Previsión de incremento del PMI de ventas por menor de la zona euro.
- (3) En Francia, expectativas de crecimiento de la producción industrial.
- (4) En Francia, el PIB podría repuntar.
- (5) Publicación del informe mensual de noviembre del BCE.

■ La batería de datos publicados estas dos semanas vuelven a poner de manifiesto los fuertes desequilibrios de la economía española. Creemos que el considerable déficit del sector exterior como porcentaje del PIB y el elevado endeudamiento de las familias arrastrarán a la economía española a una fuerte desaceleración en los próximos años. De momento, el país se resiste a la desaceleración, como muestran las ventas al por menor, que siguen subiendo.

■ La semana pasada hubo escasas —aunque importantes— noticias económicas al otro lado del Atlántico. Los datos clave de la semana los aportaba el ISM: informes de productividad y desempleo. El ISM sigue avanzando; la productividad se disparó en el 3T05. Las cifras de empleo muestran que en octubre se crearon 56.000 empleos en EEUU, alrededor de la mitad de lo que esperaban los economistas, ya que la contratación se desaceleró incluso en las áreas no afectadas por los huracanes Katrina y Rita. La reunión de la Fed no dio sorpresas. Mantuvo su tono “templado”, por lo que es previsible otra subida de 25 puntos básicos antes de finales de año.

■ Los últimos datos coinciden con nuestra apuesta por una recuperación de la economía europea en el 2S05E (encabezada por Alemania). Los datos del país germano siguen sorprendiendo al alza. La pasada semana éramos testigos de otra reducción del desempleo en Alemania, que apunta a una recuperación del consumo. Los PMI Manufacturero y Servicios también avanzaban en la zona euro, Italia, Francia y Alemania, aunque no en España, lo que indica que la economía española se está quedando atrás. Sin embargo, los precios industriales europeos se disparaban arrastrados por las tasas energéticas. Se celebró la reunión del BCE, sin cambios respecto al mensaje de octubre y sin previsión de subida de tipos hasta principios de 2006P —tal como defendemos—.

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real	
Lunes	9:00	España	Ventas al por menor (m/a)	Sep	3,1	-	2,1	
31-Oct	8:00	Alemania	Ventas al por menor (m/a)	Sep	-0,8/2,2	0,2/-0,1	-1,6/-0,7	
	10:00	Italia	IPRI (m/a)	Sep	0,5/3,7	0,4/3,8	0,3/3,8	
	14:30	EEUU	Ingresos personales	Sep	-0,1	0,4	1,7	
	14:30	EEUU	Gasto personal	Sep	-0,5	0,5	0,5	
	14:30	EEUU	PCE (a)	Sep	3,0	-	3,8	
	16:00	EEUU	Gestores de ventas de Chicago	Oct	60,5	57,0	62,9	
Martes	-	Italia	Balance presupuestario (miles mn)	Oct	-10,8	-	-7,0	
	1-Nov	EEUU	ISM Manufacturas	Oct	59,4	56,8	59,1	
1-Nov	16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Oct	78,0	76,0	84	
	18:00	Italia	Nuevas matriculaciones de coches (a)	Oct	3,5	-	5,5	
	20:15	EEUU	Tipo del FOMC	Nov 1	3,75	4,0	4,0	
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Oct 30	-19	-18	-21	
		EEUU	Ventas de vehículos totales (mn)	Oct	-16,4	15,5	11,4	
		EEUU	ILO Tasa de desempleo	Sep	9,3	9,4 R	8,2	
Miércoles	9:55	Alemania	Tasa de desempleo (desest.)	Oct	11,7	11,6	11,6	
	15:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Oct 29	-7,9	-	-4,8	
Jueves	9:15	España	Desempleo (m)	Oct	-5,8	-	39,6	
	3-Nov	España	PMI-Servicios	Oct	52,2	-	51,8	
3-Nov	10:00	Zona euro	PMI Servicios	Oct	54,6	-	54,9	
	-	Francia	PMI Servicios	Oct	54,87	55,3	56,6	
	-	Alemania	PMI-Servicios	Oct	56,1	56,5	55,2	
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	Nov	2,00	2,00	2,00	
	14:30	EEUU	Productividad no agrícola	3T P	2,1 R	2,6	4,1	
	14:30	EEUU	Costes laborales unitarios	3T P	1,8 R	1,8	-0,5	
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Oct 29	331.000 R	330.000	323.000	
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Oct 22	2.667.000 R	2.898.000	2.823.000	
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	Sep	2,9 R	-1,0	-1,7	
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas pendientes (m)	Sep	-2,9 R	-1,8	-0,3	
	Viernes	9:00	España	Producción industrial (no desest./ajust.) (a)	Sep	3,7 R/3,0 R	/2,8	0,5/0,5
		4-Nov	Zona euro	IPRI (m/a)	Sep	0,4/4,0	0,5/4,3	0,4/4,0
	4-Nov	12:00	Zona euro	Tasa de desempleo	Oct	8,5 R	8,6	8,4
		12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a)(desest./no desest.)	Sep P	-3,8 R/8,4	1,1/5,9	2,8/7,9
14:30		EEUU	Variación de empleo no agrícola	Oct	-8.000 R	120.000	56.000	
14:30		EEUU	Tasa de desempleo	Oct	5,1	5,1	5,0	
14:30		EEUU	Variación de empleo manufacturero	Oct	-28.000 R	-9.000	12.000	
14:30		EEUU	Jornada media por horas (m/a)	Oct	0,1 R/2,7 R	0,2/2,6	0,5/2,9	
14:30		EEUU	Jornada media por horas	Oct	33,8 R	33,7	33,8	

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	
Lunes	11:00	Zona euro	Ventas al por menor (m/a)	Sep	0,9/2,0	-0,8/1,3	
7-Nov	12:00	Alemania	Producción industrial (ma)((desest./no desest.)	Sep P	-1,6/2,0	0,9/3,1	
	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn)	Sep	4,9	5,9	
Martes	8:45	Francia	Balance presupuestario (miles mn)	Sep	-62,7	-	
	8-Nov	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Nov 6	-21	-	
Miércoles	9-Oct	Alemania	Saldo balanza por cta. corriente (miles mn)	Sep	2,5	5,6	
	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn)	Sep	11,6	13,0	
	8:00	Alemania	Importaciones (desest.) (m)	Sep	3,4 R	-	
	8:00	Alemania	Exportaciones (desest.) (m)	Sep	5,8 R	-	
	9-15	Alemania	Índice de precios al por mayor (m/a)	Oct	1,7/3,6	-	
	12:30	Alemania	Informe anual	-	-	-	
	15:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Nov 5	-4,8	-	
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Sep	0,5	0,4	
	Jueves	8:40	Francia	Producción industrial (m/a)	Sep	0,8/1,0	0,5/-0,2
		10-Nov	Francia	Producción manufacturas (m/a)	Sep	0,7/0,9	0,5/-0,7
10-Nov	8:45	Francia	IPC (m/a)	Oct	0,4/2,2	0,2/2,0	
	8:45	Francia	Balanza comercial (mn)	Sep	-2.363	-2.500	
	8:50	Francia	PIB (t)	3QE	0,1	0,5	
	10:00	Zona euro	El BCE publica informe mensual noviembre	-	-	-	
	12:00	Zona euro	Indicadores adelantados de OCDE	Sep	106,0	-	
	14:30	EEUU	Balanza comercial (miles mn)	Sep	-59,0	-61,0	
	14:30	EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Oct	2,3/9,9	0,2/	
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Nov 5	323.000	320.000	
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	Oct 29	2.823.000	-	
	15:45	EEUU	Confianza del a U. de Michigan	Nov P	74,2	76,5	
20:00	EEUU	Avance del presupuesto mensual (miles mn)	Oct	-57,3	-51,5		
Viernes 11-Nov	8:00	Alemania	IPC (m/a)	Oct F	-	0,1/2,4	

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; (E) estimado; (desest.) desestacionalizada; (ajust.) ajuste diario; (1) primera publicación; (2) segunda publicación.

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



RINCÓN DEL ESTRATEGA

TELFÓNICA – O2: UN ACUERDO QUE TRAERÁ CAMBIOS (BASADO EN NUESTRA NOTA DEL 01/11/05)

Telefónica ha ofrecido 26.000 mn € en metálico por O2 (200 GBp/acción), una prima del 22% frente al precio de mercado. El acuerdo se cerraría en enero de 2006 y estaría financiado al 100% con deuda. Telefónica ha descartado el uso de recursos propios y ha confirmado sus dividendos y recompra de acciones. O2 es una compañía de próspera trayectoria en el negocio de la telefonía móvil en Europa, con cuotas de mercado del 22% en Reino Unido y del 11% en Alemania. Sin embargo, le encontramos un punto débil: se trata de una compañía joven que opera en dos de los mercados más competitivos de Europa, y la gestión del equipo directivo ha sido fundamental en este comportamiento.

Operadores de telefonía móvil en Reino Unido – Cuotas de mercado y margen OIBDA, 2001-04

(%)	Cuota de mercado en términos de usuarios					Margen OIBDA			
	2001	2002	2003	2004	Change	2001	2002	2003	2004
O2	23,5	23,5	23,9	23,0	-0,6	24,3	27,7	30,2	29,2
Vodafone	28,0	26,0	25,6	24,6	-3,4	34,4	38,3	33,9	33,9
T-Mobile	22,2	24,4	25,0	25,4	3,3	16,4	21,1	24,6	31,5
Orange	26,3	26,1	25,0	23,0	-3,4	n.d.	30,2	33,9	32,5
3UK	0,0	0,0	0,4	4,0	4,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	-	-	-	-	-

Fuente: datos de las compañías.

¿Qué está comprando Telefónica exactamente? Pues un 22% del mercado del Reino Unido + un 11% del alemán + un 40% del irlandés + espectro + gestión + crecimiento. A O2 se le reconoce un comportamiento excelente que le ha permitido hacerse con un 22% del mercado del Reino Unido y un 11% de Alemania, con un buen perfil de crecimiento. Las previsiones apuntan a que O2 terminará 2005/06 (su año financiero se cierra en marzo) con un total de 27,1 mn de suscriptores, ventas por valor de 10.900 mn €, OIBDA de 2.900 mn €, beneficio neto de 903 mn €, inversiones por valor de 2.000 mn € (ratio capex/ventas del 18%), FCO positivo de 946 mn € y una posición de caja neta de 3.780 mn €. Además, la compañía cuenta con un equipo directivo excepcional, tal como refleja el 18% de crecimiento de las ventas y el 29% del crecimiento del OIBDA en 2004/05.

Operadores de telefonía móvil en Alemania – Cuotas de mercado y margen OIBDA, 2001-04

(%)	Cuota de mercado en términos de usuarios					% de altas netas			
	1S05	AF04	AF03	AF02	Var.	1S05	AF04	AF03	AF02
T-Mobile	38,1	38,5	40,6	41,6	-3,5	25,7	17,8	31	43
Vodafone	37,4	37,8	38,1	38,4	-1,0	28,3	34,6	34	37
O2	11,3	10,4	8,6	7,7	3,6	35,7	27,7	18	26
E+	13,2	13,3	12,7	12,3	0,9	10,3	19,9	17	-6
Total	100	100	100	100	-	100,0	100,0	100	100

Fuente: datos de las compañías.

Se trata del mayor acuerdo firmado por Telefónica. La incorporación de O2 debería multiplicar los ingresos del grupo en un 31%, el OIBDA en un 22% y el FCO en un 12% en 2006P, al tiempo que la deuda del grupo doblaría prácticamente y llegaría a casi 50.000 mn €. En tan sólo dos años, las ventas del grupo pasarían de 30.000 mn € (en 2004) a 50.000 mn € (en 2006P) por O2, Cesky y BellSouth. El acuerdo podría traer cambios desde el punto de vista financiero, ya que Telefónica podría perder su calificación histórica de A. El ratio deuda/OIBDA pasaría de 2,1x a 3,0x, lo que desencadenaría una revisión de los ratings de deuda (podría caer a BBB+). Telefónica ofreció los motivos del acuerdo: crecimiento, tamaño, reequilibrio de la cartera de activos y sinergias. Las sinergias se han cuantificado con un VAN de 3,3 mn € y se generarían especialmente en O2 (89% en O2 y 11% en Telefónica). O2 añadiría un 1% al crecimiento de los ingresos del grupo, mientras que, en nuestra opinión, cabe cuestionarse las economías de escala. Creemos que O2 reforzará las operaciones de TEM en España, probablemente trayendo una estrategia de marketing y comercial más agresiva.

Principales operadores europeos de telecomunicaciones – Evolución de la calificación de deuda de Moody's, 2000-05

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 Deuda/OIBDA	2005E
France Telecom	A1	Baa1	Baa3	Baa3	Baa2		
Deutsche Telekom	A2	A3	Baa1	Baa3	Baa1	A3	1,9
KPN	A2	Baa3	Baa3	Baa2	Baa1	Baa1	1,8
Vodafone	A4	A2	A2	A2	A2	A2	
Telefónica	A5	A2	A3	A3	A3	A3	3,2*
Telecom Italia	Baa1	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2	2,3

(*) Estimado tras la adquisición de O2. Fuente: Moody's y estimaciones Santander Investment Bolsa.

Valoración: precios de actividad corporativa. Telefónica ha valorado O2 con una prima elevada frente a la valoración de mercado, aunque coherente con los últimos acuerdos corporativos. Telefónica prevé sinergias por valor de 3,3 mn €, escudos fiscales por 1.400 mn € (pérdidas de explotación de O2) y otra “sustanciosa” cantidad derivada del fondo de comercio (sin cuantificar). Asumiendo escudos fiscales por valor de 3.100 mn € y un 50% de las sinergias, obtenemos una valoración de 21.000 mn € por O2, lo que implica un EV/OIBDA de 7,2x y un EV/FCO de 21x para 2005E, frente a la media de múltiplos del sector en 2005E de 6,2x y 11,2x, respectivamente, pero en línea con el precio que France Telecom pagó por Amena. Sin embargo, todavía queda confirmar los escudos fiscales por fondo de comercio, la materialización de las sinergias y que se repita el comportamiento excelente de O2.

Operadores de telecomunicaciones europeos – Múltiplos de mercado

	EV/ingresos		EV/OIBDA		EV/FCO	
	2005E	2006P	2005E	2006P	2005E	2006P
Deutsche Telekom	1,8	1,7	5,2	4,9	8,0	7,8
Portugal Telecom	2,1	2,1	5,9	5,7	10,3	9,6
Telefónica	2,4	2,2	6,1	5,4	9,5	8,1
France Telecom	2,3	2,1	5,8	5,3	8,3	7,5
KPN	2,2	2,1	5,6	5,5	9,0	8,3
TEM	2,8	2,4	7,9	6,8	14,3	11,1
Vodafone	2,2	2,1	5,9	5,6	8,4	7,7
O2	2,0	1,8	7,3	6,5	22,1	15,8
Media	2,2	2,1	6,2	5,7	11,2	9,5

Fuentes: datos de las compañías y estimaciones y previsiones Santander Investment.

Cuestiones por resolver: el momento, ¿por qué ahora? En dos años, O2 ha conseguido una revalorización del 150% (+35% en un año). Las implicaciones para el grupo TEM son inciertas, ya que Telefónica será el titular directo de O2, lo que podría avivar la especulación sobre la adquisición de los minoritarios de TEM y/o una ampliación de capital en TEM para absorber los activos, o incluso una reorganización del grupo. Otros temas fundamentales son: el compromiso del equipo directivo de O2, la cuantificación de los escudos fiscales por fondo de comercio y el coste de la financiación.

Telefónica – Impacto por la adquisición de O2 en las principales variables operativas, 2004-07P

	2004	2005E PF	2006P	2007P	TACC 2005-07P (%)
Ventas: TEF+O2	30.280	46.534	50.426	52.356	6,1
Telefónica	30.280	35.672	38.577	39.937	5,8
O2		10.862	11.849	12.419	6,9
Diferencia %			30,7	31,1	
OIBDA: TEF+O2	12.222	17.047	18.670	19.728	7,6
Telefónica	12.222	14.118	15.351	16.072	6,7
O2		2.929	3.319	3.656	11,7
Diferencia %			21,6	22,7	
FCO	8.059	10.730	12.223	13.618	12,7
Telefónica	8.059	9.784	10.882	11.904	10,3
O2		946	1.341	1.714	34,6
Diferencia %			12,3	14,4	

Fuentes: datos de la compañía y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.



La adquisición elevará la deuda neta consolidada de Telefónica hasta casi 50.000 mn €. Si le añadimos los imprevistos de Telefónica (especialmente, prejubilaciones), la cifra llega a 54.400 mn € en 2006P, lo que resulta en un ratio deuda+imprevistos/OIBDA de 3,0x, que se reduciría a 2,7x en 2007P. Por lo tanto, el ratio deuda/OIBDA no llega a niveles disparatados. Cabe destacar que nuestras estimaciones del OIBDA no incluyen las sinergias previstas, aunque sí hemos tenido en cuenta nuestras estimaciones actuales para O2, pues confiamos en que seguirá mostrando un excelente comportamiento.

Grupo Telefónica – Apalancamiento, 2004-07P

(mn €)*	2004	2005E	2006P	2007P
Deuda consolidada	27.041	32.150	56.410	54.187
- Grupo Telefónica	23.651	27.200	26.300	24.400
- Contingencias (prejubilaciones TEF)	3.390	4.950	5.000	5.000
- O2			-761	-1.084
- Acuerdo			25.871	25.871
(Deuda+contingencias)/OIBDA	2,2	2,3	3,0	2,7

(*) A un tipo de cambio al contado de 1,47 €/GBP para 2005 y, en adelante, media histórica para 2004.
Fuentes: datos de la compañía y estimaciones y previsiones Santander Investment.

CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIÓN DE INVERSIÓN

En un primer momento, la reacción del mercado podría ser negativa por la incertidumbre que rodea a temas aún por aclarar, y algunos desaciertos, como cuando el Día del Inversor Telefónica se comprometió a mantener el ratio deuda /OIBDA por debajo de 2x y se encargó de asegurar que O2 no era un objetivo. El momento del acuerdo es cuestionable dada la revalorización de O2. Así mismo, tradicionalmente, la cotización de Telefónica ha reaccionado de manera negativa ante una adquisición (en las primeras etapas). Sin embargo, la compra podría resultar razonable a más largo plazo. El precio de adquisición no es descabellado si se confirman los escudos fiscales estimados y los costes de financiación. El incremento de la deuda debería potenciar la valoración y una de las grandes preocupaciones con Telefónica era el riesgo de adquisición en Europa, que a estas alturas ya no es tal. Además, O2 era probablemente la mejor opción de entre todas las que se rumoreaban en Europa (KPN, Telecom Italia, Portugal Telecom), aunque nos ha sorprendido el momento de llevarla a cabo.

Preferimos dejar nuestra recomendación y precio objetivo de Telefónica en revisión y esperar a tener un análisis más exhaustivo del impacto de la operación. Creemos que es más sensato no apresurarnos en este asunto.

PUNTOS DE INTERÉS

- **Prosegur** (Comprar; precio objetivo: 23,50 €) ofrece una buena oportunidad de compra. Creemos que el valor estratégico de la compañía limita el riesgo a la baja para los inversores a medio plazo. La posición líder de Prosegur en España y principales países de Latinoamérica la convierten en buen candidato a actividad corporativa. Sin embargo, no encontramos muchas posibilidades de ofertas a corto plazo, ya que el equipo directivo (nombrado en septiembre de 2004) está logrando crecimiento, adquisiciones a precios razonables y mejoras de márgenes. La familia Gut controla Prosegur, con una participación del 50,1%. Creemos que cualquier posible oferta que la familia recibiera de un competidor (por ejemplo, Group4) o compañía de capital riesgo representaría un reto para el nuevo equipo directivo para crear más valor para el accionariado principal de la compañía. Recomendamos a los accionistas minoritarios que se mantengan en el valor para aprovechar esta situación.
- **Iberia** (Infraponderar; precio objetivo: 2,00 €) parece disfrutar de un entorno comercial más positivo a corto plazo, lo que la hace ser más optimista sobre su capacidad para trasladar la subida de combustible a los consumidores. A 12 meses vista, nos mantendríamos prudentes con la acción por dos razones: (1) el nuevo Plan Director evidencia el escenario tan complicado que atraviesa la compañía: Ryanair y los competidores domésticos han obligado a Iberia a anular algunas de sus rutas tradicionales, a pesar de los esfuerzos de la compañía por reducir costes. También existe la posibilidad de que ocurra lo mismo con los trayectos desde Madrid-Barajas cuando se inaugure el nuevo aeropuerto de Ciudad Real; (2) el riesgo de ejecución del plan es muy alto al basarse en medidas pendientes todavía de negociación con los sindicatos (que incrementaría en cerca de 225 mn € el EBIT, si se consigue), o que dependen de la respuesta de los consumidores (que podría añadir otros 165 mn € al EBIT).
- Seguimos apostando por **Cintra** (Comprar; precio objetivo: 12,70 €) como la mejor opción para ganar exposición al próspero negocio de concesiones en infraestructuras, una industria en expansión en Europa y EEUU. Esta tendencia positiva debería prolongarse durante los próximos 12 meses, y la valoración (Cintra cotiza con una TIR del 9,6% frente al 7,8% de media del sector) apoya nuestra recomendación de Comprar. A más largo plazo, Cintra ofrece a los inversores un considerable potencial al alza a través de: (1) el valor oculto en su actual cartera (potencial de 0,90 €/acción); y (2) nuevas concesiones (potencial de 7,19 €/acción). De materializarse lo anterior, valoraríamos la compañía a 20,76 €/acción.
- **La Seda** (Comprar; precio objetivo: 3,05 €) es una compañía en la creciente industria de los PET (se beneficia del efecto de sustitución del PVC, otros plásticos, etc.), con previsión de crecimiento anual del 10-12% en los próximos años. La Seda es uno de los líderes europeos en el sector gracias a sus inversiones de los últimos dos años, que le han permitido incrementar su capacidad de producción en casi un 70%, hasta 190.000 toneladas. Una mayor expansión, bien orgánica, bien a través de adquisiciones, debería procurarle su ascensión a una posición líder.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2006P		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
4-Nov	La Seda	Comprar	-	3,05	-	-	0,16	-	-	Reinicio de cobertura
25-Oct	Cintra	Comprar	Comprar	12,70	11,50	10,4	0,28	0,20	43,4	Actualización de la valoración Aumento de estimaciones
24-Oct	Repsol YPF	Comprar	Comprar	28,50	26,70	6,7	2,80	2,63	6,5	para precios del petróleo
13-Oct	Portugal Telecom	Comprar	Manten	8,62	8,40	2,6	0,47	0,45	-4,0	Analizamos la venta de Vivo
13-Oct	EDP	Infrapond.	En rev.	2,39	2,45	-2,4	0,22	0,18	23,7	Regulación y competencia
28-Sept	Cimpor	Infrapond.	N/R	3,85	N/R	-	0,28	N/R	-	Valoración ajustada
26-Sept	Acciona	Comprar	Comprar	105,00	82,00	28,0	5,37	4,95	8,5	Mejores perspectivas para renovables
26-Sept	Corp Mapfre	Infrapond.	Infrapond.	14,00	11,50	21,7	1,18	1,01	16,8	Buenos resultados y uso de plusvalías

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 (%)						
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Sogecable	30-Sep-04	31,18	32,66	-4,5	-14,3	-18,9	3,3	10,9	10,5	-3,2
BBVA	23-May-05	14,16	13,05	8,5	-1,2	-5,8	2,6	4,5	17,8	8,7
Ferrovial	16-May-03	58,45	39,32	48,7	38,9	34,3	-13,2	0,7	32,4	47,4
Endesa	22-Apr-05	20,99	17,29	21,4	11,7	7,1	-0,1	12,4	26,2	21,3
Repsol	17-Jul-03	24,22	19,16	26,4	16,7	12,1	-7,9	5,8	22,6	25,5
Inditex	04-Mar-05	24,30	21,70	12,0	2,2	-2,4	0,3	9,2	3,7	11,3
Lista recom. large caps	–	122,28	100,00	22,3	12,5	7,9	ND	ND	ND	22,3
Large caps ibéricas	–	109,75	100,00	9,7	0,0	-4,6	ND	ND	ND	9,7
IBEX35	–	10.382,30	9.080,80	14,3	4,6	0,0	-1,1	3,6	15,2	14,4
PSI20	–	7.907,98	7.571,85	4,4	-5,3	-9,9	-0,7	5,1	1,0	3,8
DJ Stoxx 50	–	3.141,49	2.774,77	13,2	3,5	-1,1	-2	1,2	11,7	12,9

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 (%)						
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Obrascón Huarte	30-Dec-04	11,43	6,30	81,4	59,6	67,1	-9,8	-2,0	33,2	79,0
Sol Meliá	16-Feb-05	10,60	7,30	45,2	23,4	30,9	-6,1	-8,5	19,7	43,4
Prisa	30-Dec-04	15,23	15,62	-2,5	-24,3	-16,8	-3,3	-4,4	-0,3	-2,3
Enagás	23-May-05	14,21	12,20	16,5	-5,3	2,1	-5,4	-1,3	18,9	16,1
Viscofán	30-Dec-04	9,30	7,45	24,8	3,1	10,5	0,4	17,2	18,7	23,5
Prosegur	08-Mar-05	19,20	14,48	32,6	10,8	18,3	-6,8	0,2	13,9	31,8
Lista recom. SMC	–	132,13	100,00	32,1	10,4	17,8	ND	ND	ND	32,1
Small-mid caps ibéricas	–	121,78	100,00	21,8	0,0	7,4	ND	ND	ND	21,8
IBEX35	–	10.382,30	9.080,80	14,3	-7,4	0,0	-1,1	3,6	15,2	14,4
PSI20	–	7.907,98	7.571,85	4,4	-17,3	-9,9	-0,7	5,1	1,0	3,8
DJ Small 200 Europe	–	148,61	129,16	15,1	-6,7	0,7	-6,0	-0,7	8,6	14,3

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: Ence, ACS FCC, Ferrovial, Ebro Puleva, Sos Cuétara, Zeltia, NH Hoteles, Sacyr-Vallehermoso, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Portugal Telecom, Sogecable, Antena 3, Recoletos, Telecinco e Iberdrola.

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

Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Banco Popular, Ferrovial, Amadeus, Logista, Inmobiliaria Urbis, Banesto, BBVA, Cepsa, Telefónica, Antena 3, Endesa, Iberdrola y 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.

