

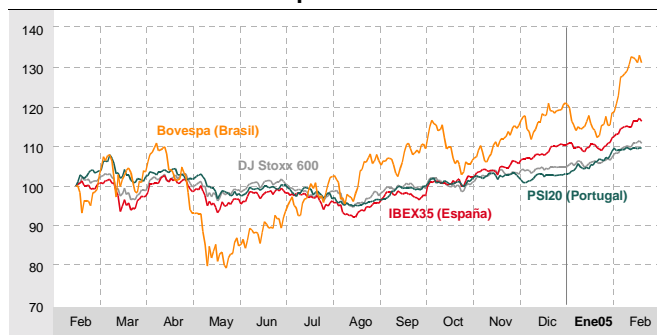
# THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

**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  
aespa@gruposantander.com

## Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

## Comportamiento de los activos

	Cierre 17-Feb	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	265,4	1,0	4,6	5,8	5,8
S&P 500	1.210,3	0,7	1,8	-0,5	-0,5
Bono a 10 a. zona euro	3,56	3,6	0,7	-3,0	-3,0
Bono a 10 años EEUU	4,15	2,0	-0,9	-1,1	-1,1
Tipo inter. 3M zona euro	2,14	-0,2	-0,4	-0,9	-0,9
Tipo interés 3M EEUU	2,57	2,4	9,2	16,2	16,2
Euro-dólar	1,31	1,4	0,0	-3,5	-3,5
Barril de Brent (US\$)	45,7	2,1	0,7	12,9	12,9
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,1	-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	13,4	12,2	6,9	6,4	10,6	7,8	2,9	2,2
DAX30	13,6	12,1	5,7	5,1	22,5	8,0	2,8	2,0
MIB30	16,0	14,8	6,6	6,3	16,0	5,0	3,8	2,9
PSI20	14,9	12,3	8,1	7,4	21,3	8,2	3,5	2,2
IBEX35	15,3	13,4	12,6	7,2	13,3	2,9	3,2	3,3
DJ Stoxx 600	14,1	13,4	3,3	3,0	13,6	7,2	3,1	2,5
DJ Stoxx 50	13,7	12,8	7,4	6,9	10,5	5,6	3,4	2,7
DJ Euro Stoxx 50	13,4	12,4	6,3	5,9	12,5	5,8	3,4	2,4
P. lb. B. capital	8,8	12,6	4,9	6,0	30,0	11,5	3,0	1,6
P. lb. Construcc.	14,9	13,3	8,7	7,8	-15,3	11,6	3,3	2,3
P. lb. B. cons.	18,5	31,9	8,7	14,6	-2,8	-8,3	1,8	4,1
P. lb. Serv. cons.	18,1	17,6	11,1	11,6	5,5	2,1	1,9	2,6
P. lb. Finan.	14,6	13,4	n.d.	n.d.	16,3	n.d.	3,0	1,9
P. lb. Petr. y gas	14,3	12,2	6,7	6,3	11,7	7,2	2,5	2,0
P. lb. TMTs	39,5	31,4	15,9	14,3	39,0	14,1	1,2	10,3
P. lb. Utilities	13,9	14,0	7,2	7,2	6,8	2,5	4,1	2,7

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

## Puntos destacados

- Escaso potencial de revalorización para las compañías españolas tras las revisiones al alza del beneficio neto en 2005P y 2006P (9,5% y 7,4%, respectivamente) desde mediados de 2004.
- Atención a las revisiones a la baja en cíclicas: **Arcelor y Acerinox**.
- Comprar **Enagás**.

## Puntos de interés

- Nuestro *XI Seminario de Small y Mid caps en España y Portugal* (8-9 febrero) reunió a 18 compañías y a cerca de 150 inversores institucionales.
- Comprar **Uralita y Ebro Puleva**, dos compañías en procesos de reestructuración con potencial para crear valor mediante adquisiciones.
- Comprar **Prisa** aprovechando su buen momento gracias a **Sogetec** y al mercado de la publicidad.
- Excluimos **Aguas de Barcelona** y **Gamesa** de nuestra lista de recomendaciones. Incluimos **Cortefiel** y **Sol Meliá** tras las revisiones al alza.

## Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 17-Feb	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.007,8	0,9	3,3	4,9	4,9
DAX30	4.369,6	0,6	2,9	2,7	2,7
MIB30	32.588,0	0,4	3,3	4,4	4,4
PSI20	8.058,3	0,1	3,7	6,0	6,0
IBEX35	9.605,9	1,6	5,6	5,8	5,8
DJ Stoxx 600	266,4	1,3	4,9	6,1	6,1
DJ Stoxx 50	2.920,0	1,1	4,6	5,2	5,2
DJ Euro Stoxx 50	3.079,7	1,2	3,9	4,4	4,4
P. lb. B. capital	n.d.	2,9	8,4	7,5	7,5
P. lb. Construcción	n.d.	2,3	9,0	15,8	15,8
P. lb. B. consumo	n.d.	1,5	6,5	6,2	6,2
P. lb. Serv. consumo	n.d.	1,6	7,4	10,7	10,7
P. lb. Financieras	n.d.	0,9	4,6	5,3	5,3
P. lb. Petróleo y gas	n.d.	1,9	5,0	4,9	4,9
P. lb. TMTs	n.d.	1,0	3,6	5,1	5,1
P. lb. Utilities	n.d.	2,6	7,6	7,3	7,3

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	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.	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, Ence, 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.	Brisa, NH Hoteles, 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.	Iberdrola

Fuentes: estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

# THE IBERIAN MACRO OBSERVER

## La economía española supera al resto de la zona euro

Jesús Gómez

(34) 91-289-3315

jegomez@gruposantander.com

Manuel Preto

(351 21 389 3623

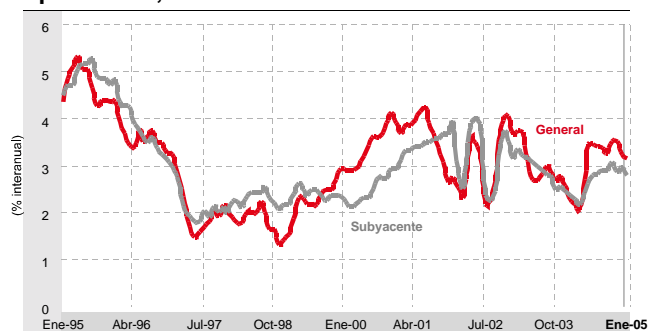
manuel.preto@bsnp.pt

Antonio Espasa

(34) 91-289-3313

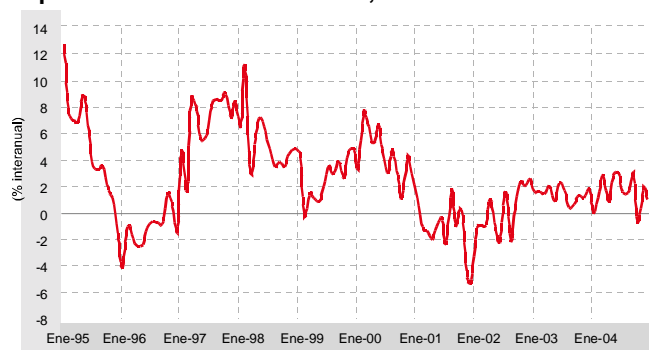
aespasa@gruposantander.com

### España - IPC, 1995-2005



Fuentes: Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.

### España – Producción industrial, 1995-2004



Fuentes: Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.

### Asuntos a tener en cuenta esta semana

#### En EEUU:

- (1) La confianza del consumidor sería plana en febrero
- (2) El IPC podría subir ligeramente en enero
- (3) Los pedidos de bienes duraderos subirían un 0,2% en enero
- (4) El índice de ofertas de empleo se mantendría en 38 en enero
- (5) El PIB del 4T04 podría revisarse del 3,1% al 3,5%

#### En la zona euro:

- (1) En Alemania, prevemos una subida del índice IFO en febrero
- (2) En Francia, la confianza empresarial mejoraría en febrero
- (3) En Italia, la confianza empresarial se estabilizaría en febrero
- (4) Desglose del PIB alemán
- (5) Nueva moderación de los precios de producción de enero en Francia y España

- La economía española volvía a tener un comportamiento superior al de la zona euro, con un crecimiento del PIB en el 4T04 del 0,8% intertrimestral, lo que deja la tasa interanual en el 2,7% (0,6% intertrimestral, 2,6% interanual en el 3T04). Por tanto, España creció un 2,7% en 2004. Por su parte, las economías italiana y alemana se contraían en el último trimestre del año, mientras que Francia avanzaba un +0,7% intertrimestral. La economía de la zona euro crecía un 0,2% intertrimestral en el 4T04.

- Pese a desconocer todavía el desglose del PIB, es previsible que el principal motor de crecimiento haya sido la demanda interna, liderada por el consumo privado y la recuperación de la inversión empresarial. Por el contrario, la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB podría haber sido negativa, reduciendo la contribución hasta los 1,0-1,5 pp en 2004. Esta evolución negativa también se refleja en el fuerte incremento del déficit de balanza por cuenta corriente.

- Portugal celebra sus elecciones el día 20 de febrero y, a estas alturas, las encuestas son rotundas: el regreso de los socialistas es inminente. Todas las encuestas les conceden entre un 45% y un 49% de los votos, mientras que los socialdemócratas conseguirían entre un 28% y un 33%.

- La única duda posible es si los socialistas se harán con los 116 escaños necesarios para la mayoría absoluta. El límite no es preciso, aunque el 45% de los votos suele garantizar dicha mayoría. En 1999, los socialistas obtenían 115 escaños con el 44% de los votos.

### Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	Real
15-Feb	10:00	Italia	Producción industrial (m/a)	Dic	-1,0/-3,0	0,3/-1,6	-0,6/-3,1
Martes	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	4T	0,3/1,8	0,4/1,8	0,2/1,6
	11:00	Italia	PIB (t/a)	4T	0,4/1,4	0,2/1,5	-0,3/1,0
	8:00	Alemania	PIB (t/a)	4T	0,0/1,2	0,2/1,1	-0,2/0,6
	9:00	España	PIB (t/a)	4T	0,6/2,6	0,7/2,6	0,8/2,7
	11:00	Alemania	Informe ZEW (sentimiento económico)	Feb	26,9	30,0	35,9
	10:00	Italia	Producción industrial (m/a)	Dic	-1,0/0,1	0,3/-1,5	-0,6/1,9
		España	Balanza por cuenta corriente (mn)	Nov	-2.939,5	-	-3.729,4
	14:30	EEUU	Empire Manufacturas	Feb	20,08	20,0	19,19
	14:30	EEUU	Avance de ventas al por menor	Ene	1,1 R	-0,4	-0,3
	14:30	EEUU	Ventas al por menor menos automóviles	Ene	0,3 R	0,4	0,6
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	Dic	1,1	0,2	0,2
	19:00	EEUU	NAHB Índice del mercado de la vivienda	Feb	70	69	68
16-Feb	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	13-Feb	-10	-	-10
Miércoles	8:45	Francia	Empleo no agrícola (t)	4T	0,1	0,1	0,0
	8:45	Francia	Salarios (t)	4T	0,8	0,4	0,3
	8:45	Francia	Balanza por cuenta corriente (mn €)	Dic	-268	-1.200	-1.892
	9:00	España	IPC (m/a)	Ene	-0,1/3,2	-0,9/3,0	-0,8/3,1
	9:00	España	IPC subyacente (m/a)	Ene	0,1/2,9	n.d./2,9	-0,8/2,8
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Ene	2,06 mn R	1,93 mn	2,15 mn
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Ene	2,06 mn R	1,99 mn	2,10 mn
	15:15	EEUU	Producción industrial	Ene	0,7 R	0,3	0,0
	15:15	EEUU	Capacidad utilizada	Ene	79,1	79,3	79,0
	16:00	EEUU	Greenspan informa de la situación económica				
17-Feb	14:30	EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Ene	-1,4/6,7 R	0,6/n.d.	0,9/6,0
Jueves	14:30	EEUU	Solic. semanales de subsidio de desempleo	12-Feb	304.000 R	315.000	302.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	5-Feb	2,73 mn R	2,71 mn	2,71 mn
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Ene	0,2	-0,2	-
	18:00	EEUU	Informe Fed de Filadelfia	Feb	13,2	17,0	-
18-Feb	9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	Dic	13,4	-	-
	10:00	Italia	Balanza comercial (mn €)	Dic	-244,0	-800,0	-
Viernes	11:00	Italia	Pedidos industriales (m/a)	Dic	0,6/9,6	-0,4/2,3	-
	11:00	Italia	Ventas industriales (m/a)		-3,2/5,5	1,0/2,7	-
	11:00	Zona euro	Producción industrial (m/a)	Dic	-0,3/0,5	0,6/1,1	-
	14:30	EEUU	Índice de precios de producción (m/a)	Ene	-0,7/4,1	0,2/n.d.	-
	14:30	EEUU	IPP excl. alimentos y energía (m/a)	Ene	0,1/2,2	0,2/n.d.	-
	15:45	EEUU	Informe de confianza de U. de Michigan	Feb P	95,5	95,3	-

### Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
Durante la semana		Alemania	Pedidos de construcción (m/a)	Dic	-6,0/-13,1	-
		Alemania	IPC (m/a)	Feb	-	-
21-Feb	10:00	Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Ene	-0,9/2,2	0,7/2,8
		Italia	IPC (m/a)	Ene	0,2/2,0	-
22-Feb	8:00	Alemania	PIB (t/a)	4T	0,0/1,2	-0,2/0,6
Martes	8:00	Alemania	Presupuesto (% PIB)	31 Dic	-3,8	-3,9
	8:45	Francia	IPC (m/a)	Ene	0,2/2,1	0,0/2,0
	8:50	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Ene	0,2/6,6	-0,2/2,7
	9:00	Italia	Confianza del consumidor	Feb	89,2	103,5
	10:00	Zona euro	Saldo balanza por cuenta corriente	Dic	400 mn	-
	11:00	Zona euro	Balanza comercial	Dic	2.869 mn	3.300 mn
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Feb	103,4	103,0
23-Feb	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	20-Feb	-10	-
Miércoles	9:30	Italia	Confianza empresarial	Feb	89,2	89,4
	9:30	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Dic	0,2/-0,4	0,4/n.d.
	10:00	Alemania	IFO Informe industrial (clima empresarial)	Feb	96,4	96,7
	10:00	Alemania	IFO Condiciones actuales	Feb	95,3	95,7
	10:00	Alemania	IFO Expectativas	Feb	97,6	97,9
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos de fábrica (m/a)	Dic	1,7/12,2	2,3/8,1
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas (m)	18-Feb	-0,5	-
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Ene	-0,1/3,3	0,2/n.d.
	14:30	EEUU	IPC excl. alimentación y energía (m/a)	Ene	0,2/2,2	0,2/n.d.
	20:00	EEUU	Actas de la reunión del FOMC			
24-Feb	9:00	España	Ocupación hotelera	Ene	40,2	-
Jueves	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Ene	1,2	-
	10:00	Italia	Balanza comercial (no Europa)	Ene	800,0 mn	-
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Ene	0,6	0,2
	14:30	EEUU	-excl. transporte	Ene	2,1	-0,5
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	19-Feb	-	310
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	12-Feb	-	-
	16:00	EEUU	Índice de oferta de empleo	Ene	38	38
25-Feb	8:45	Francia	Confianza empresarial	Feb	105,0	105,7
	8:45	Francia	Indicador de perspectivas de producción	Feb	-4,0	0,0
Viernes	8:45	Francia	Tasa de desempleo	Ene	9,9	9,9
	8:45	Francia	Precios de producción (m/a)	Ene	-0,4/3,0	0,2/2,7
	9:00	España	Precios de producción (m/a)	Ene	-	-
	14:30	EEUU	PIB anualizado	4T	3,1	3,5
	14:30	EEUU	Deflactor del PIB	4T	2,0	2,0
	16:00	EEUU	Ventas viviendas de segunda mano (mn)	Ene	6,69	6,75

(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

**Sigue el rally español**

El mercado español recuperaba terreno en febrero tras el tímido despegue del año. Algunos valores parecen posicionados para una corrección, dada la posibilidad de decepción con las expectativas de beneficios. En esta sección analizamos la evolución de los beneficios de algunas compañías españolas y el potencial de sorpresa en el futuro.

**Santander, más agresivo que el mercado**

### PREVISIONES DE SANTANDER FRENTE A PREVISIONES DE CONSENSO

Aunque en términos agregados nuestras estimaciones para las compañías del IBEX 35 se acercan a las de consenso (un 1,2% y 3,4% inferiores para 2004E y 2005P, respectivamente, y un 0,9% por encima para 2006P), nuestras recomendaciones difieren de las de consenso en un 56% de los casos. En SCH Bolsa solemos tener una visión más agresiva y recomendamos Mantener en tan sólo el 19% de las acciones, frente a la media del 26% del mercado. Tenemos valoraciones relativamente negativas del 41% de los valores en el IBEX35, frente al 26% del mercado, y apostamos por el 41% de las acciones (frente al 48% del mercado).

#### IBEX 35 – SCH Bolsa frente a consenso – Estimaciones de beneficios y recomendaciones

	SAN vs mercado			Recom. SCH Bolsa	Recom. mercado	Rec. pos. Mercado %	Tend. de mercado	
	BN 04	BN 05	BN 06				Alza	Baja
Abertis	-13,1	-3,4	-2,3	Reducir	Reducir	7,1	0	1
ACS	0,0	0,0	-0,8	Comprar	Comprar	68,8	1	2
Acerinox	-14,3	16,0	-27,5	Reducir	Comprar	64,3	0	2
Altadis	3,1	-1,4	-10,2	Reducir	Mantener	33,3	1	7
Amadeus	-7,3	-10,6	2,4	Comprar	Mantener	35,3	2	6
Grupo Acciona	2,7	3,4	13,2	Mantener	Mantener	11,1	0	6
BBVA	-2,1	-4,2	-4,5	Reducir	Reducir	34,6	2	4
Bankinter	2,4	3,5	4,6	Reducir	Reducir	4,8	0	5
Banesto	n.d.	n.d.	n.d.	Sin recom.	Comprar	50,0	3	4
Endesa	-3,8	-4,0	-0,8	Mantener	Comprar	44,0	2	3
Enagas	0,5	0,5	-3,4	Comprar	Reducir	31,8	3	2
FCC	0,8	1,8	1,0	Mantener	Reducir	33,3	3	0
Grupo Ferrovial	-4,8	-6,0	-2,5	Comprar	Comprar	92,3	0	1
Gamesa	0,0	0,1	7,4	Comprar	Mantener	43,8	4	2
Gas Natural	7,5	0,7	-1,3	Reducir	Comprar	47,6	2	0
Iberdrola	-0,4	-0,3	0,1	Comprar	Comprar	55,6	4	2
Iberia	0,1	-0,4	-0,6	Mantener	Comprar	50,0	0	1
Indra	-2,7	0,0	4,9	Comprar	Reducir	40,0	0	3
Inditex	5,6	4,1	-0,4	Sin recom.	Comprar	59,3	4	3
Arcelor	-1,0	-5,2	35,3	Reducir	Comprar	92,3	1	1
Mapfre	-5,2	-6,7	-5,7	Reducir	Comprar	75,0	1	1
Metrovacesa	-0,4	0,2	-2,1	Reducir	Mantener	21,4	4	0
NH Hoteles	-18,1	-2,8	43,3	Comprar	Mantener	42,9	0	0
Banco Popular	0,1	-0,3	3,5	Comprar	Comprar	60,0	4	1
Grupo Prisa	24,2	4,7	4,6	Comprar	Comprar	62,5	0	0
Repsol YPF	-1,1	2,5	11,7	Comprar	Mantener	39,4	0	5
Banco Sabadell	0,0	7,6	2,0	Reducir	Reducir	33,3	3	1
Banco Santander	n.d.	n.d.	n.d.	Sin recom.	Comprar	44,0	5	1
Sogecable	-59,9	242,5	-144,5	Comprar	Comprar	69,2	0	1
Sacyr y Vallehermoso	-1,1	4,1	7,7	Reducir	Reducir	0,0	0	3
Telefónica	-2,7	-11,6	-3,9	Comprar	Comprar	76,0	1	1
Telefónica Móviles	-0,3	0,1	5,8	Mantener	Mantener	18,2	0	0
Telecinco	0,8	3,4	-12,5	Reducir	Comprar	46,7	1	1
Tpi	-0,7	-2,3	-5,8	Reducir	Mantener	30,0	0	3
Unión Fenosa	0,7	5,9	6,1	Mantener	Reducir	25,0	2	0
<b>Ibex 35</b>	<b>-1,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>0,9</b>			<b>43,3</b>	<b>53</b>	<b>73</b>

Fuentes: Santander Central Hispano Bolsa y JCF.

Al analizar las diferencias entre nuestras recomendaciones y las de consenso de mercado, es interesante ver cuáles son los valores en los que no coincidimos. Mientras que el consenso sigue siendo más positivo que nosotros (aunque ha revisado sus recomendaciones a la baja) en Acerinox, Altadis, Endesa, Iberia y TPI, nosotros somos más optimistas que el consenso (que lentamente se está acercando a nuestras recomendaciones) en Enagás, FCC, Gamesa y Unión Fenosa.

Nosotros apostamos por NH Hoteles y Repsol YPF al tiempo que el consenso de mercado es muy prudente en términos de expectativas de beneficios para 200P (nuestras estimaciones son un 43,3% y 11,7% superiores, respectivamente, a las de mercado). Por tanto, no descartamos que las revisiones al alza de los beneficios se acerquen a nuestras estimaciones en estos dos casos. Por otro lado, nuestra visión de Arcelor es negativa, aunque nuestras estimaciones están un 35% por encima de las de consenso para 2006P, y creemos que no se cumplirán las expectativas de beneficios para Telecinco en 2006P.

### ¿LLEVA RAZÓN EL CONSENSO DE MERCADO?

**Consenso de mercado, indicador retardado**

Las estimaciones de beneficios de consenso suelen ser indicadores retardados de la evolución de los beneficios. Sin embargo, en nuestra opinión, las modificaciones en las estimaciones del consenso pueden servir para conocer la evolución de los beneficios (y ayudar así a prever futuros comportamientos relativos buenos y malos).

#### IBEX 35 – Modificaciones en las estimaciones de consenso y comportamiento bursátil

	Beneficio neto 2004				Beneficio neto 2005				Beneficio neto 2006				Comportamiento		
	En el año	-3M	-6M	-8M	En el año	-3M	-6M	-8M	En el año	-3M	-6M	-8M	En el año	-3M	-6M
Abertis	4,3	5,5	15,2	14,2	3,5	7,1	9,8	8,1	4,7	3,5	8,4	2,5	15,1	23,4	31,6
ACS	0,8	0,8	2,9	2,9	0,0	-0,2	4,9	3,4	-0,4	-3,8	5,4	5,3	17,2	26,1	47,3
Acerinox	-0,1	0,0	16,0	39,3	-0,3	3,1	11,6	24,9	6,2	4,8	-37,4	2,2	14,6	22,0	23,6
Altadis	1,3	-0,6	-3,9	-3,9	1,1	-3,3	-0,3	-7,0	2,0	-2,1	3,5	-0,7	-0,3	14,5	31,8
Amadeus	-0,9	-0,9	8,6	9,4	-0,5	-0,5	5,6	3,9	-6,2	-4,6	0,8	8,6	-4,4	11,4	47,2
Grupo Acciona	1,8	-0,1	3,7	5,8	3,9	0,1	10,2	15,4	-1,2	-2,2	9,7	17,4	11,5	26,8	48,0
BBVA	3,7	3,7	5,2	5,2	4,2	4,2	8,2	9,6	6,4	4,5	13,2	19,3	2,3	9,4	26,5
Bankinter	1,4	0,8	-2,6	-0,5	0,0	1,5	0,1	-0,1	0,0	0,7	7,2	-0,1	2,6	11,8	40,0
Banesto	-8,0	-8,0	-7,4	-7,0	1,5	1,2	1,2	3,1	2,8	4,0	5,1	7,2	12,1	16,3	32,5
Endesa	-3,7	-3,0	-0,4	-0,6	-2,7	-5,3	-4,3	-3,4	-1,7	-5,7	-5,7	-6,2	3,4	9,7	22,7
Enagás	1,5	1,4	1,0	2,2	2,8	2,8	3,5	3,2	-1,1	-1,1	3,0	-0,4	5,7	33,3	40,7
FCC	0,0	-1,0	2,0	2,9	-0,2	-1,8	-0,1	-0,5	-0,7	-2,8	-2,3	-1,1	10,4	28,1	35,2
Grupo Ferrovial	0,2	1,4	6,7	4,7	-0,1	0,8	4,0	4,7	0,2	-7,7	1,7	3,3	22,3	34,2	34,1
Gamesa	0,0	0,0	-3,4	-4,1	-0,1	-6,6	-21,0	-20,9	-6,0	-9,0	-25,5	-24,7	4,5	0,1	0,4
Gas Natural	1,0	2,1	0,8	0,2	2,0	0,7	0,1	-0,5	1,1	1,2	-17,5	1,3	2,7	12,1	24,0
Iberdrola	0,2	0,8	1,0	-0,8	-0,6	-0,4	-0,1	-1,9	0,8	1,2	0,7	-1,3	7,7	16,1	22,5
Iberia	-1,4	-2,1	-7,5	-13,3	-2,0	5,4	-17,0	-25,1	-0,7	16,5	-4,9	-22,1	6,7	12,9	37,4
Indra	0,3	0,3	2,2	1,8	-0,7	-0,4	2,0	1,1	0,1	-0,7	5,8	0,8	9,1	16,6	36,1
Inditex	0,0	2,6	6,9	4,8	0,0	0,6	4,8	4,6	0,1	-0,6	1,5	0,5	4,9	11,9	25,4
Arcelor	-0,9	0,3	40,4	108,7	-1,3	-0,7	54,9	123,4	-21,1	-27,1	-11,9	17,6	10,2	16,9	39,1
Mapfre	3,8	3,4	8,1	8,1	2,3	4,5	9,4	8,6	1,7	1,6	8,0	6,2	11,2	15,2	34,6
Metrovacesa	-0,1	-0,1	2,7	3,2	3,5	3,5	0,3	3,9	5,7	5,7	-2,1	2,0	13,5	13,0	19,8
NH Hoteles	4,2	9,9	-3,5	-2,9	-0,5	-6,7	-6,6	-9,0	-1,6	-4,2	9,4	-5,7	11,3	15,7	28,5
Banco Popular	1,1	1,1	1,5	0,4	0,3	0,3	-2,5	-1,0	-0,5	0,7	0,0	-1,6	8,7	16,9	21,7
Grupo Prisa	-7,6	-2,3	-7,6	-8,4	0,0	5,2	-0,7	7,9	1,3	7,8	1,7	1,8	2,2	2,5	28,1
Repsol	-0,2	-0,3	2,9	3,6	-0,3	-1,4	4,0	6,1	1,0	-0,2	0,8	7,6	5,0	15,9	22,3
Banco Sabadell	4,7	4,7	1,4	6,7	1,9	1,9	-1,5	9,1	-2,7	-2,7	-6,8	-3,7	11,0	13,0	20,2
Banco Santander	-2,1	-1,1	2,6	2,4	3,1	9,9	23,6	25,0	1,2	4,9	29,4	31,0	6,5	8,1	25,3
Sogecable	2,9	2,9	33,1	113,6	202,2	202,2	-75,1	-81,4	15,4	15,4	-25,9	-27,4	-1,7	-2,8	13,6
Sacyr Y Valleherm	-0,7	-2,1	-2,5	-0,8	-3,9	-3,9	-11,1	-8,1	-1,9	-4,0	-7,5	-4,0	9,0	5,8	22,2
Telefónica	2,7	3,0	-2,9	-3,5	-0,8	-0,8	-0,2	5,5	1,8	-1,6	2,8	3,2	5,1	12,9	30,0
Telefónica Móviles	-1,6	-4,9	-6,7	-5,5	-4,7	-2,6	-4,8	-4,6	2,1	4,1	2,3	3,5	9,2	16,2	27,7
Telecinco	-0,8	0,2	13,3	27,2	3,0	3,5	16,8	31,9	2,7	6,2	24,6	33,4	7,8	9,6	30,9
Tpi	1,8	2,0	6,0	7,2	1,4	2,0	5,4	7,6	-2,0	-0,6	-1,9	7,8	5,7	18,8	43,1
Unión Fenosa	-0,6	0,2	-0,1	0,4	0,0	0,9	2,4	2,3	-3,4	-0,3	2,8	1,9	15,1	19,8	24,8
Ibex 35	0,1	0,3	3,2	5,2	0,4	1,3	6,3	9,5	0,6	-0,1	4,2	7,4	6,1	13,1	27,1



Fuentes: Santander Central Hispano Bolsa y JCF.

En algunos casos, la revisión a la baja de las expectativas de beneficios para 2005P y 2006P supone un riesgo, como ocurre con Endesa, Gamesa, Arcelor, Sabadell y Sacyr Vallehermoso. También ha habido revisiones al alza de los beneficios, entre las que destacan las de Abertis, Acerinox, BBVA y Telecinco.

## ELECCIONES EN PORTUGAL

### ¿Mayoría absoluta para los socialistas?

Las elecciones generales se celebran el 20 de febrero en Portugal. En la cuenta atrás para ese día, las encuestas parecen confirmar la victoria del partido socialista, aunque queda por comprobar si será una victoria aplastante. Aprovechamos estas páginas para analizar el posible impacto del resultado electoral en el mercado portugués.

### Reducir en sectores regulados

Como suele ocurrir, los sectores regulados (*telecoms* y *energía*) son los más proclives a verse afectados a corto plazo por un cambio de gobierno. El partido socialista ya ha anunciado su intención de favorecer la competencia y conceder mayor poder a los reguladores. En el caso de **Portugal Telecom**, el regulador de las telecomunicaciones ANACOM podría obtener amplio poder para seguir reduciendo el control de PT en el mercado, tal como viene exigiendo el Tribunal de la competencia. Es bastante improbable que PT se encuentre con un entorno regulatorio más favorable que el disfrutado en los últimos años. PT sigue cotizando con una prima (12%) frente al sector (EV/EBITDA 2005P de 6,6x frente a 5,9x), lo que deja margen suficiente para una caída ante la introducción de cambios regulatorios. En el caso de **EDP**, podría ejercerse algo de presión sobre ERSE para que contenga su intención de reducir más los dividendos. Esto va en contra del escenario planteado por el equipo de EDP, que el mercado ya ha descontado. EDP cotiza con un descuento del 4% frente al sector (EV/EBITDA 2005P de 7,7x frente a 8,0x del sector), pese a las perspectivas de pérdida de cuota de mercado de generación, reducción de los márgenes de distribución y cambios en el equipo gestor.

### Dudas sobre Brisa

En el caso de Brisa, el posible impacto positivo de la introducción de peaje en la red de peaje en sombra, tal como prometía la actual coalición de gobierno, podría retrasarse o incluso eliminarse. Del mismo modo, la licitación de nuevas autopistas podría verse retrasada.

### Estrategia propuesta

Nuestra estrategia a corto plazo para el mercado portugués de renta variable se centra en sectores con fuerte exposición al consumo y a la inversión, que podrían verse favorecidos por un gobierno socialista:

- **Bancos:** habría una reducción de las exigencias de provisionamiento, dado que el descenso de créditos impagados impulsaría los beneficios netos (BCP).
- **Distribución:** este sector, potencial beneficiario del consumo privado a corto plazo, ha podido relajarse al comprobar que la emisión de licencias para nuevos comercios podría verse reducida (Sonae y Jerónimo Martins).
- **Medios de comunicación:** no se esperan cambios regulatorios y el mercado de la publicidad sigue fuerte (Impresa).

---

## PUNTOS DE INTERÉS

- Los días 8 y 9 de febrero celebramos nuestro *XI Seminario de Small y Mid Caps en España y Portugal* en Madrid con la asistencia de 18 compañías españolas y portuguesas y cerca de 150 inversores institucionales. A los inversores les gustaron sobre todo las presentaciones de **Ebro Puleva** (Comprar; precio objetivo: 13,00 €), **Uralita** (Comprar; precio objetivo: 4,65 €), **Cortefiel** (Comprar; precio objetivo: 14,35 €) y **Prisa** (Comprar; precio objetivo: 17,50 €).
- **Ebro Puleva** (Comprar; precio objetivo: 13,00 €) presentó un panorama de diversificación muy sólido, junto con un programa de reestructuración de los activos en negocios maduros. Podríamos no tardar en asistir a una adquisición en el segmento de la comida liofilizada. Aparentemente, no hay riesgo de pago excesivo, conociendo la buena trayectoria demostrada en adquisiciones hasta la fecha. La desregulación del negocio del azúcar después de 2007 podría suponer un +30% en el EBITDA de su división del azúcar.
- **Uralita** (Comprar; precio objetivo: 4,65 €) ofreció buenas perspectivas. Lleva muy adelantado su plan de reestructuración y ventas, lo que podría provocar también el adelanto de su plan de adquisiciones (principalmente en Europa del Este y Rusia). El mercado de aislantes marcha muy bien, y la compañía planea invertir 50 mn € para incrementar la capacidad de producción. Su endeudamiento es mejor de lo esperado tras la venta de activos inmobiliarios por valor de 62 mn € lo que debería permitir un *payout* del 30-40%, superior a nuestra estimación del 30%. Las expectativas para el EBITDA 2004 coinciden por completo con nuestras estimaciones, aunque las de 2005-06 están por encima de las nuestras.
- **Cortefiel** (Comprar; precio objetivo: 14,35 €) pretende utilizar su flujo de caja para aumentar la remuneración a los accionistas si no surge la posibilidad de ninguna adquisición. Queda margen de mejora de los márgenes, algo que podría reflejarse en los resultados del 1T05P.
- **Prisa** (Comprar, precio objetivo: 17,50 €) confirmaba el buen comportamiento de las nuevas promociones lanzadas, que están superando las expectativas de la propia compañía. La publicidad en *El País* sigue muy fuerte, y la reestructuración de las unidades en pérdidas sigue su curso. La participación en Sogecable se incrementará hasta casi el 25%.
- Excluimos **Aguas de Barcelona** (Comprar; precio objetivo: 17,50 €) y **Gamesa** (Comprar; precio objetivo: 12,50 €) de nuestra lista de recomendaciones de *small y mid caps* ibéricas, ya que se ha reducido la visibilidad de sus historias bursátiles y seguramente se mantendrán a los niveles actuales. Incluimos **Sol Meliá** (Comprar; precio objetivo 10,35 €), tras nuestra reciente revisión al alza, dada la mayor visibilidad del valor de su cartera inmobiliaria (que la convierte en la compañía inmobiliaria más barata en España), y **Cortefiel** (Comprar; precio objetivo: 14,35 €), revisada al alza al no estar descontado todavía el potencial de mejora de márgenes gracias a fluctuaciones positivas del tipo de cambio y mejor gestión de inventarios.



### Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		% Var.	BpA 2005E		% Var.	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
20-Ene	Cortefiel	Comprar	Mantener	14,35	10,35	38,6	1,06	0,81	30,9	Márgenes a largo plazo elevados
20-Ene	Vidrala	En rev.	N/R	16,00	-	-	1,30	-	-	Reinicio de cobertura
02-Feb	Indra	Comprar	Comprar	15,80	14,00	12,9	0,67	0,67	0,5	Cambios en la remuneración a accionistas
03-Feb	Uralita	Comprar	Comprar	4,65	4,00	16,3	0,25	0,25	1,0	Incluyendo la venta de Aragonesas
07-Feb	Abengoa	Comprar	Comprar	9,60	8,70	10,3	0,70	0,72	-2,8	Mayor valoración de Telvent /menor capex
07-Feb	Gamesa	Comprar	Comprar	12,50	12,00	4,2	0,88	1,09	-19,3	Débil comportamiento en aeronáutica
07-Feb	Iberia	Mantener	Mantener	2,85	2,35	21,3	0,11	0,13	-15,4	Mayores costes por aumento de capacidad
07-Feb	NH Hoteles	Comprar	Comprar	12,10	10,60	14,2	0,45	0,44	2,3	Mejores perspectivas para Alemania
08-Feb	PT Multimedia	Mantener	Comprar	22,00	22,00	0,0	0,69	0,69	0,0	Potencial alcista limitado
10-Feb	Sol Melia	Comprar	En rev.	10,35	6,70	54,5	0,35	0,35	0,0	Mayor visibilidad en el VPN del sector inmobiliario
14-Feb	Enagás	Comprar	Comprar	14,50	11,00	31,8	0,76	0,76	0,0	Menor deuda/mayor inversión futura
17-Feb	Iberdrola	Comprar	Comprar	24,00	20,50	17,1	1,54	1,47	4,8	Incluyendo nuevos planes de inversión

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-04	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
		17-Feb-05	31-Dic-04								
Sogecable	30-Sep-04	31,10	32,66	-4,8	-9,9	-10,3	3,3	0,4	11,3	-1,3	
BCP	25-Ene-05	2,14	1,88	13,8	8,7	8,3	6,5	16,3	25,1	13,2	
Ferrovial	16-May-03	47,58	39,32	21,0	15,9	15,4	4,8	32,8	29,8	20,2	
Iberdrola	25-Ene-05	20,40	18,70	9,1	3,9	3,5	9,0	16,3	23,0	8,8	
Repsol YPF	17-Jul-03	20,28	19,16	5,8	0,7	0,3	6,0	16,2	24,2	7,3	
Telefónica Móviles	14-Abr-04	9,95	9,26	7,5	2,3	1,9	2,7	15,0	24,0	7,8	
<b>Lista recom. large caps</b>	-	<b>107,78</b>	<b>100,00</b>	<b>7,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>2,2</b>	
Large caps ibéricas	-	105,15	100,00	5,1	0,0	-0,4	n.d.	n.d.	n.d.	5,1	
IBEX35	-	9.585,70	9.080,80	5,6	0,4	0,0	5,5	11,1	24,4	5,6	
PSI20	-	8.051,95	7.571,85	6,3	1,2	0,8	3,7	6,8	14,8	5,9	
DJ Stoxx 50	-	2.909,03	2.774,77	4,8	-0,3	-0,7	4	4,3	13,6	5,1	

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-04	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
		17-Feb-05	31-Dic-04								
Ebro Puleva	30-Dic-05	12,31	10,50	17,2	7,1	11,7	11,0	29,2	34,2	16,9	
Gamesa (*)	30-Dic-05	10,86	10,30	5,4	-4,7	-0,1	-1,7	4,1	-1,1	4,3	
Prisa	30-Dic-05	16,23	15,62	3,9	-6,3	-1,7	6,6	3,7	29,4	5,2	
Aguas de Barcelona (*)	30-Dic-05	16,56	15,38	7,7	-2,5	2,1	4,4	21,0	15,2	7,5	
Indra	30-Dic-05	13,35	12,57	6,2	-4,0	0,6	3,2	13,3	30,0	5,8	
Ence	30-Dic-05	25,25	22,53	12,1	1,9	6,5	4,5	13,6	10,7	11,4	
<b>Lista recom. SMC</b>	-	<b>108,76</b>	<b>100,00</b>	<b>8,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>3,2</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>8,8</b>	
Small-mid caps ibéricas	-	110,16	100,00	10,2	0,0	4,6	n.d.	n.d.	n.d.	10,2	
IBEX35	-	9.585,70	9.080,80	5,6	-4,6	0,0	5,5	11,1	24,4	5,6	
PSI20	-	8.051,95	7.571,85	6,3	-3,8	0,8	3,7	6,8	14,8	5,9	
DJ Small 200 Europe	-	139,64	129,16	8,1	-2,1	2,6	5,6	12,5	22,5	8,2	

(\*) El 17 de febrero reemplazamos Gamesa y Aguas de Barcelona por Cortefiel y Sol Meliá

Fuentes: estimaciones y previsiones 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****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 Central Hispano Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión:** : Acciona, ACS, FCC, Ferrovial, Altadis, Ebro Puleva, Faes, Amadeus, Iberia, Sacyr Vallehermoso, NH Hoteles, TelePizza, Sogecable, Endesa, Iberdrola, REE y Unión Fenosa.

**Santander Central Hispano Bolsa ha recibido ingresos de las siguientes compañías en los últimos 12 meses por servicios de banca de inversión:** Arcelor, Cimpor, Ence, Acciona, ACS, FCC, Ferrovial, OHL, Abertis, Aguas de Barcelona, Iberia, Metrovacesa, B. Sabadell, Banesto, CF Alba, Enagás, Telefónica, Jazztel y Endesa.

**Santander Central Hispano Bolsa ha dirigido o codirigido una oferta pública de venta de los títulos valores de las siguientes compañías en los últimos 12 meses:** Cimpor, Ence, Abertis y Banesto.

**SCH o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de:** Acerinox, Ferrovial, OHL, Amadeus, Urbis, Sacyr Vallehermoso, Banesto, BBVA, Cepsa, Repsol YPF, Telefónica, Endesa y Unión Fenosa.

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Central Hispano 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 Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2005. Reservados todos los derechos.

