

THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

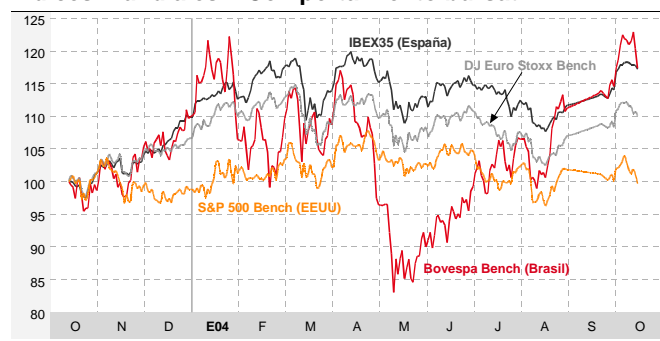
Jesús Gómez
(34) 91-289-3315
jegomez@gruposantander.com

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 14-Oct	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	240,0	-1,7	0,5	0,9	4,6
S&P 500	1.103,3	-2,4	-1,5	-1,0	-0,8
Bono a 10 a. zona euro	3,89	-1,7	-4,6	-2,8	-9,6
Bono a 10 años EEUU	4,02	-2,7	-3,5	-2,5	-5,4
Tipo inter. 3M zona euro	2,15	-0,1	1,5	-0,1	1,1
Tipo interés 3M EEUU	1,72	3,0	4,3	1,8	88,8
Euro-dólar	1,24	-0,2	2,1	-0,3	-1,3
Barril de Brent (US\$)	51,2	2,8	21,1	8,5	67,6
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	13,8	12,4	7,4	6,6	19,6	6,4	2,6	2,3
DAX30	14,9	12,4	6,2	5,5	32,2	5,1	2,6	2,2
MIB30	15,8	14,0	6,3	5,8	24,9	6,9	5,0	2,6
PSI20	15,8	13,4	8,3	7,6	23,2	7,5	3,1	2,2
IBEX35	15,3	13,4	7,9	7,7	20,5	7,9	3,1	3,3
DJ Stoxx 600	14,8	13,2	6,9	6,2	14,5	6,2	3,1	2,9
DJ Stoxx 50	13,8	12,9	7,6	7,1	6,5	5,4	3,3	2,7
DJ Euro Stoxx 50	13,5	12,2	6,4	5,9	8,8	5,6	3,4	2,3
P. lb. B. capital	12,5	10,7	6,2	5,6	53,4	14,1	2,9	1,8
P. lb. Construcc.	12,8	11,4	7,6	6,9	8,6	15,4	2,1	1,9
P. lb. B. cons.	18,4	15,7	8,5	7,5	25,3	12,2	1,8	3,8
P. lb. Serv. cons.	16,0	15,1	10,7	9,9	17,1	14,7	2,1	2,3
P. lb. Finan.	13,5	12,3	n.d.	n.d.	15,9	n.d.	3,1	2,0
P. lb. Petr. y gas	13,0	12,5	6,2	6,0	-0,2	6,1	2,5	1,9
P. lb. TMTs	21,5	17,7	7,6	6,7	-187	10,2	2,6	4,3
P. lb. Utilities	13,1	11,8	7,0	6,4	9,2	5,5	4,3	1,6

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Puntos destacados

- Optar por la rentabilidad por dividendo (RpD) es una buena estrategia en escenarios inseguros (como el actual).
- Ya se ha optado por valores tradicionales (*utilities*) y nuevos (bancos y construcción) con rentabilidad por dividendo elevada.
- Elegir compañías con potencial para sorprender al alza: valores de crecimiento (**Amadeus, Indra, Gamesa, Prisa**) o *blue chips* (**Telefónica, Repsol YPF, U. Fenosa e Inditex**).

Puntos de interés

- Revisamos al alza **Iberdrola** hasta Comprar.
- Las últimas noticias negativas podrían afectar a **EDP** a corto plazo.
- Comprar **Telecinco** y **Sacyr-Vallehermoso** para beneficiarse de los cambios en el IBEX35 previstos para diciembre.
- Los resultados del 3T04 de **Bankinter** confirman nuestra percepción negativa del valor.
- **Prisa** debería beneficiarse de los cambios regulatorios en el sector español de medios de comunicación.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 14-Oct	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	3.665,0	-2,5	-1,2	0,7	3,0
DAX30	3.940,5	-2,5	-0,2	1,2	-0,6
MIB30	28.523	-0,9	2,2	2,0	6,8
PSI20	7.448,4	0,3	1,1	1,2	10,4
IBEX35	8.255,5	-0,8	2,0	2,8	6,7
DJ Stoxx 600	240,0	-1,7	0,3	0,9	4,6
DJ Stoxx 50	2.696,3	-1,9	0,4	1,0	1,4
DJ Euro Stoxx 50	2.776,0	-2,1	0,2	1,8	0,6
P. lb. B. capital	n.d.	-2,6	0,7	-0,7	13,8
P. lb. Construcción	n.d.	-0,7	-0,4	1,9	15,3
P. lb. B. consumo	n.d.	-0,9	2,3	0,2	19,0
P. lb. Serv. consumo	n.d.	-0,7	0,3	-0,1	21,0
P. lb. Financieras	n.d.	0,0	3,0	4,2	-1,2
P. lb. Petróleo y gas	n.d.	-1,1	3,0	0,8	11,5
P. lb. TMTs	n.d.	-1,1	3,0	3,6	8,8
P. lb. Utilities	n.d.	-0,8	-0,4	0,8	8,0

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	27,1%	↓	↔	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, BES
Bienes de capital	5,6%	↑	↑	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, 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	6,2%	↑	↑	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, 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	9,2%	↑	↑	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 portuguesas por su crecimiento y carácter defensivo.	Brisa, NH Hoteles, Logista, Aguas de Barcelona
TMTs	28,6%	↑	↑	Las telecomunicaciones siguen con el proceso de “desapalancamiento”, desprendiéndose de las actividades no estratégicas y centrándose en las estrategias “básicas” tras la fiebre de Internet. La exposición a Latinoamérica y las generosas políticas de remuneración a los accionistas deberían ofrecer cierto potencial de revalorización a corto plazo. Recomendamos sustituir los operadores de TV por los de prensa escrita a corto plazo.	TEF, Indra, Prisa, Sogecable
Utilities	10,4%	↓	↔	Los avances en “estrategias de integración” y el “desapalancamiento” financiero son las cuestiones básicas para un comportamiento relativo superior a largo plazo. Sin embargo, la incertidumbre que rodea a la implantación y los efectos del nuevo Programa del Comercio de Derechos de Emisiones de Gases de la UE continúan pesando en las compañías eléctricas españolas. El débil comportamiento frente a los homólogos europeos es merecido.	Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa

Fuentes: estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

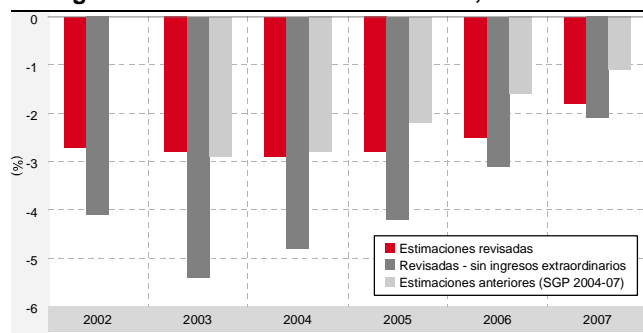
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

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

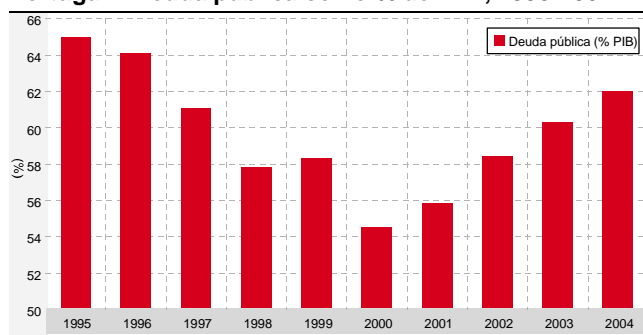
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

Portugal – Estimaciones del déficit fiscal, 2002-07



Fuentes: Ministerio de Economía.

Portugal – Deuda pública como % del PIB, 1995-2004



Fuentes: Ministerio de Economía.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) El índice NAHB podría mantenerse plano en octubre.
- (2) En septiembre el IPC podría subir ligeramente.
- (3) Posible caída del número de viviendas iniciadas en septiembre.
- (4) Los indicadores adelantados podrían volver a caer en septiembre.
- (5) Posible ligera subida del índice de la Fed de Filadelfia en octubre.

En la zona euro:

- (1) Posible caída del 1,0% intermensual de la producción industrial de la zona euro de agosto.
- (2) El gasto del consumidor en Francia podría volver a ser fuerte en septiembre.
- (3) La confianza del consumidor en Italia podría ser plana en octubre.
- (4) Posible reducción del superávit de la balanza comercial de agosto.
- (5) Los nuevos pedidos industriales en la zona euro podrían disminuir de nuevo en agosto.

■ El Banco de España anunciaba que la economía española podría crecer este año por debajo de la previsión del Gobierno del 2,8% en 2004 y añadía que el 3,1% previsto por el Gobierno para 2005 parecía muy optimista. Por nuestra parte, creemos que la economía española podría crecer sólo un 2,5% en 2004E y 2005P.

■ **En EEUU:** Los datos de esta semana apuntan a un fuerte crecimiento del PIB del 3T04E. Sin embargo, el futuro no parece tan halagüeño y, en nuestra opinión, la desaceleración de la economía está a la vuelta de la esquina. Las ventas al por menor sorprendían al alza, apuntando a un aumento del consumo privado del 4,5% intertrimestral anualizado en el 3T04E, y los inventarios empresariales deberían seguir apoyando el crecimiento del PIB en el 3T04E. La semana pasada asistíamos a otro fuerte incremento del déficit de la balanza comercial de agosto, un aumento mayor de lo previsto de las solicitudes de subsidio de desempleo semanales, la debilidad de la producción industrial y el desplome de la confianza del consumidor.

■ **En la zona euro:** Aumentan los signos de desaceleración en la zona euro. Los datos de producción industrial de agosto de los países más importantes (Italia, -0,8% intermensual; Francia, -1,9% intermensual) han sido muy débiles, lo que apunta a un retroceso de la producción industrial de la zona euro del 1,0% intermensual. El IPC refuerza nuestra visión de que la inflación no supone un problema en estos momentos (pese a la subida del petróleo). Las diferentes balanzas comerciales de agosto incluyen descensos del superávit o aumentos del déficit, por lo que el sector exterior podría dejar de ser un apoyo importante para el PIB del 3T04E. En este entorno, se mantienen las previsiones de la Comisión Europea para el 3T04 y el 4T04, pero creemos que tendrán que revisarse a la baja en el futuro.

CALENDARIO ECONÓMICO

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
11 Oct. Lunes	8:00	Alemania	Precios al por mayor (m/a)	Sep	0,6/4,2	0,2/3,7	0,0/3,4
12 Octubre	8:30	Alemania	IPC (m/a)	Sep F	0,2/2,0	-	-0,3/1,8
Martes	8:45	Francia	Balanza comercial	Ago	-464 mn R	-150 mn	-2.454 mn
	8:50	Francia	Producción industrial (m/a)	Ago	0,0/2,3 R	0,1/3,0	-1,9/0,7
	8:50	Francia	Producción manufacturas (m/a)	Ago	0,1/3,3 R	0,0/3,2	-2,1/0,9
	11:00	Alemania	Informe ZEW (cond. actuales/sent. económico)	Oct	-61,5/38,4	-60,0/35,5	-58,9/31,3
13 Octubre	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Oct 10	-12	-	-11
Miércoles	8:00	Zona euro	Matriculaciones de coches nuevos (a)	Sep	-0,9	-	-0,6
	8:45	Francia	IPC (m/a)	Sep P	0,3/2,4	0,2/2,2	0,2/2,2
	9:30	Italia	Producción industrial (m/a) (desest./ajust.)	Ago	0,3/-0,8 R	0,0/-0,4	-0,8/-3,5
14 Octubre	9:00	España	IPC (m/a)	Sep	0,4/3,3	0,1/3,1	0,2/3,2
Jueves	9:00	España	IPC índice subyacente (m/a)	Sep	0,3/2,9	0,2/2,9	0,2/2,9
	9:30	Italia	IPC (m/a)	Sep F	0,2/2,3	-	0,0/2,1
	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	2T 2	0,6/1,3	0,5/2,0	0,5/2,0
	-	-	La CE publica previsiones del PIB del 3T-4T 2004	-	-	-	-
	14:30	EEUU	Balanza comercial	Ago	-50.500 mn R	-51.000 mn	-54.000 mn
	14:30	EEUU	Precios de importación (m/a)	Sep	1,4/7,0	0,3/0,3	0,2/7,8
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Oct 9	337.000 R	341.000	352.000
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Oct 2	2,85 mn R	-	2,84 mn
15 Octubre	8:45	Francia	Saldo balanza por cuenta corriente	Ago	-765,0 mn	300,0 mn	-1.486 mn
Viernes	9:00	España	Gasto familiar (t)	2T	3,8	-	-2,2
	9:30	Italia	Total balanza comercial	Ago	3.187 mn R	580 mn	1.111 mn
	9:30	Italia	Balanza comercial zona euro	Ago	1.909 mn R	0	99 mn
	11:00	España	Saldo balanza por cuenta corriente	Jul	-4.546,8 mn	-	-3.736,0 mn
	14:30	EEUU	IPRI (m/a)	Sep	-0,1/3,4	0,1/0,7	0,1/3,3
	14:30	EEUU	IPRI subyacente (m/a)	Sep	-0,1/1,5	0,2/1,8	0,3/1,9
	14:30	EEUU	Avance ventas al por menor	Sep	-0,2	0,6	1,5
	14:30	EEUU	-excl. automóviles	Sep	0,2	0,3	0,6
	14:30	EEUU	Empire – Manufacturas	Oct	27,26	25,0	17,43
	15:15	EEUU	Producción industrial (m/a)	Sep	-0,1 R	0,4	0,1
	15:15	EEUU	Utilización de la capacidad	Sep	77,2 R	77,5	77,2
	15:50	EEUU	Confianza consumidor de la Univ. de Michigan	Oct P	94,2	95,0	87,5
	16:00	EEUU	Inventarios empresariales	Ago	0,9	0,7	0,7

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
18 Oct	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Sep	0,2/2,3	0,2/2,1
Lunes	15:00	EEUU	Compras netas extranjeras de seguridad	Ago	64.000 mn	-
	19:00	EEUU	NAHB – Índice del Mercado de la vivienda	Oct	68	68
19 Oct	8:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Sep	0,3/2,2	0,1/2,2
Martes	11:00	Zona euro	Producción industrial (m/a)	Ago	0,4/2,4	-1,0/1,7
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Sep	0,1/2,7	0,2/-
	14:30	EEUU	IPC - Índice subyacente (m/a)	Sep	0,1/1,7	0,2/-
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Sep	2,0 mn	1,95 mn
	14:30	EEUU	Permiso de construcción	Sep	1,96 mn	1,95 mn
20 Oct	0:30	EEUU	ABC – Confianza del consumidor	Oct 17	-11	-
Miércoles	9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	Ago	5,6	-
	9:30	Italia	Pedidos industriales (m/a)	Ago	2,3/0,7	-0,8/5,0
	9:30	Italia	Ventas industriales (m/a)	Ago	0,7/-1,8	-0,2/4,1
	-	Alemania	Pedidos de construcción (m/a)	Ago	-3,1/-13,9	-
	13:00	EEUU	MBA – Solicitudes de hipotecas	Oct 15	-9,2	-
21 Oct	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Sep	0,5/5,4	0,9/3,0
Jueves	9:30	Italia	Confianza consumidor (desest./no desest.)	Oct	102,8/103,0	102,8/-
	11:00	Zona euro	Balanza comercial	Ago	12.563 mn	7.550 mn
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Oct 16	352.000	-
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Oct 9	2,84 mn	-
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Sep	-0,3	-0,1
	18:00	EEUU	La Fed de Filadelfia	Oct	13,4	19,5
22 Oct	8:45	Francia	IPC (m/a)	Sep F	0,3/2,4	0,2/2,2
Viernes	9:00	España	Ocupación hotelera	Sep	73,6	-
	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Sep	2,1	-
	9:30	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Ago	-0,4/-0,3	0,2/0,3
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Ago	-0,6/5,4	-0,5/7,9

(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

En busca de la remuneración a los accionistas

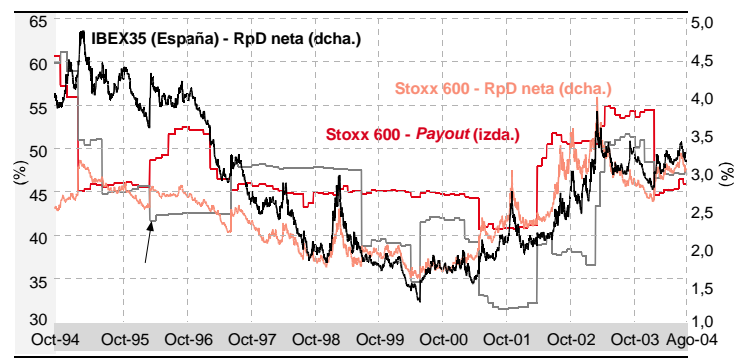
Ante escenarios de incertidumbre, una de las estrategias de inversión más atractivas para los inversores es centrarse en compañías con rentabilidad por dividendo, remuneración a los accionistas y crecimiento sostenido del dividendo. Esta semana dedicamos el “Rincón” a analizar esta posibilidad de inversión en relación con los componentes del IBEX 35.

LA RENTABILIDAD POR DIVIDENDO NO LO ES TODO

Margen de mejora para la remuneración

Tradicionalmente, el mercado español ha registrado rentabilidades por dividendo elevadas gracias, en parte, a su estructura (notable peso de *utilities*, *telecoms* y financieras, y baja presencia de cíclicas y compañías con perfil de crecimiento). Sin embargo, a finales de los años noventa y principios de 2000, las estrategias de crecimiento de las compañías defensivas a través de adquisiciones redujeron la RpD y la parte de beneficios destinada a dividendos. En los últimos tres años, en medio del proceso de mejora de sus balances, las compañías han vuelto a aumentar las remuneraciones. En la actualidad, la parte de beneficios destinada por las compañías españolas a pagar dividendos (47%) supera la media histórica (43%), aunque todavía se sitúa por debajo de los máximos del ciclo de remuneración (50-60%). Por tanto, en este sentido, no hay que descartar noticias positivas a corto plazo, puesto que los mercados de renta variable y bonos no ven con buenos ojos las estrategias de adquisición.

Componentes del IBEX35 – Rentabilidad por dividendo, en el año



Fuentes: JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Si nos fijamos en el IBEX, cinco compañías cotizan con una RpD superior a la rentabilidad del bono a 10 años a finales de 2005P (4,5%): FCC, TPI, Iberdrola, Endesa y REE. La RpD media del mercado español habría de ser del 3,6% en 2005P, y 10 de los 35 componentes del IBEX tienen una RpD superior al 4%.

¿QUÉ ELEGIR? RENTABILIDAD POR DIVIDENDO O CRECIMIENTO DE LOS DIVIDENDOS

El crecimiento de los dividendos supera la rentabilidad por dividendo

Si nos centramos en los valores españoles de mayor rentabilidad, la opción indudable sería sobreponderar en *utilities* (cinco de los diez valores de mayor rentabilidad), bancos (dos) y construcción (dos). Sin embargo, si nos centramos en el crecimiento de la RpD, las conclusiones son completamente diferentes: algunos valores con perfil de crecimiento (Indra, Inditex, Amadeus) encabezan la lista, y vemos a dos *blue chips* (Telefónica y Repsol YPF) que habrían de mejorar la remuneración a sus accionistas, dadas las mejoras de sus balances de situación y el buen comportamiento operativo.

IBEX 35 – Rentabilidades por dividendo más altas frente a crecimientos de dividendos más altos

(%)	RpD			TACC DpA		TACC DpA 2003-06P	
	2004E	2005P	2006P	1999-03	2003-06P		
Endesa	4,7	4,9	5,2	7,0	4,5	Indra	36,0
TPI	4,7	5,1	5,8	41,2	19,0	Inditex	29,1
FCC	4,5	5,1	2,1	21,6	11,5	Amadeus	25,2
Iberdrola	4,4	5,0	3,5	n.d.	13,1	Telefónica	23,3
REE	4,3	4,8	4,1	25,7	12,1	Acciona	21,3
Banco Popular	3,8	4,2	0,6	-5,7	0,3	Banco Sabadell	20,3
BBVA	3,5	4,1	2,3	-6,6	8,8	Bankinter	20,2
Gas Natural	3,5	3,8	5,6	8,4	12,2	Unión Fenosa	19,9
Acciona	3,5	4,1	2,2	177,2	29,1	FCC	19,0
Enagás	3,4	3,9	2,4	7,5	36,0	Repsol YPF	17,3
Media IBEX35	3,3	3,6	4,2	20,7	14,7		

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

SORPRESAS EN DIVIDENDOS

Diversos ratios

Para medir el potencial de las compañías para sorprender al mercado con remuneraciones a los accionistas superiores a las previstas, hemos utilizado cuatro ratios: (1) el *payout* basado en el BpA y el FCpA; (2) la diferencia entre la rentabilidad del FCL y la RpD; (3) el apalancamiento financiero (ratio de deuda neta sobre recursos propios); y (4) deuda/EBITDA.

Las cíclicas no serían una opción

Nuestra conclusión es que, mientras que algunas compañías cíclicas —**Acerinox** y **Arcelor**— tienen un margen significativo para mejorar la rentabilidad por dividendo, es precisamente la “ciclicidad” de sus entornos operativos y la baja visibilidad lo que limita el potencial para utilizar esto como un argumento positivo para estos dos valores.

Atractivas compañías con perfil de crecimiento...

Algunas compañías con perfil de crecimiento muestran potencial para aumentar la remuneración a los accionistas aprovechando sus saneados balances de situación, la alta rentabilidad del FCL y, en algunos casos, su posición de caja neta. **Amadeus**, **Gamesa**, **Indra** y **Grupo Prisa** formarían parte de este grupo.

... y algunos *blue chips*

En los últimos años, algunos *blue chips* han conseguido mejorar sus balances de situación y, dado que el mercado insiste en valorar negativamente las estrategias de adquisición, estos deberían verse beneficiados por un mejor entorno operativo. En este grupo, destacaríamos **Inditex** (con una posición de caja neta atractiva y un programa de recompra de acciones en marcha). **Telefónica** habría de usar su notable generación de flujo de caja libre para revisar su programa de recompra de acciones y rentabilidad por dividendo en los próximos años. **Repsol YPF** podría aprovechar la posible revisión al alza de su calificación crediticia por parte de las agencias internacionales ante la mejora de la situación en Argentina para aumentar la remuneración a los accionistas. Por último, **U. FENOSA** ha completado su agresivo plan de inversión, lo que debería incrementar la remuneración a los accionistas en el futuro.



IBEX 35 – Potencial de mejora de la remuneración a los accionistas

	Rev. en el año			Payout como % de				Rent. FCL		Rent. FCL-RpD		Deuda/RRPP		D/EBITDA	
	DpA 04E	DpA 05P	Tend.	BpA 04E	BpA 05P	FCpA 04E	FCpA 05P	04E	05P	04E	05P	04E	05P	04E	05P
	Abertis	6,3	6,0	+	66,7	66,7	37,9	41,6	8,2	8,1	5,0	4,4	100,9	88,9	3,2
Acciona	13,5	14,4	+	50,0	50,0	30,0	28,6	11,8	3,3	8,3	-0,8	7,8	7,8	0,4	0,4
Acerinox	8,8	11,4	+	29,8	22,3	17,5	14,8	5,0	13,4	1,6	9,7	31,4	16,3	1,1	0,5
ACS	12,2	15,5	+	25,0	25,0	15,4	16,2	-4,6	3,1	-6,7	0,7	72,7	58,4	1,6	1,4
Altadis	-1,0	-2,0	-	50,0	50,0	27,2	27,8	10,7	10,7	7,5	6,7	120,5	108,8	1,5	1,3
Amadeus	-4,3	-6,0	-	21,3	29,4	8,5	9,6	5,0	7,7	3,9	6,1	-4,6	-25,8	-0,1	-0,5
Arcelor	3,6	0,5	+	15,1	18,1	30,1	26,4	18,4	26,1	15,2	22,9	54,7	38,6	1,9	1,5
Enagás	4,5	6,3	+	50,0	50,0	27,7	27,5	-8,9	-8,9	-12,3	-12,8	152,2	169,3	3,6	3,7
Endesa	12,7	9,1	+	57,1	56,1	22,8	23,3	5,7	8,6	1,0	3,6	194,7	183,8	3,6	3,4
FCC	59,5	61,1	+	50,0	52,5	29,5	30,9	6,2	7,2	1,7	2,1	19,8	13,0	0,5	0,4
Ferrovial	1,3	8,7	+	26,0	26,0	17,3	17,3	-1,3	4,7	-3,0	2,9	296,8	263,3	6,4	5,8
Gamesa	88,1	81,1	+	32,2	32,2	20,2	20,2	8,5	8,1	5,7	4,9	85,3	53,7	1,5	1,0
Gas Natural	14,0	17,5	+	47,5	50,0	29,5	30,1	-4,9	-2,3	-8,4	-6,2	56,7	65,2	1,9	2,1
Grupo Prisa	38,4	37,5	+	16,6	12,7	7,6	7,2	3,3	4,4	2,8	3,9	55,3	29,4	1,5	0,8
Iberia	-21,2	-28,0	-	26,9	39,2	18,1	19,7	6,6	8,7	4,3	6,4	-60,2	-62,5	-2,7	-3,4
Iberdrola	2,7	5,5	+	57,8	57,8	69,0	35,3	-4,8	2,8	-9,2	-2,2	126,9	120,6	3,8	3,4
Inditex	29,8	28,7	+	26,7	26,0	18,4	19,5	2,6	3,2	1,3	1,7	-10,0	-14,6	-0,2	-0,3
Indra	26,6	25,8	+	35,0	35,0	26,6	27,8	0,1	0,9	-1,6	-1,1	-29,2	-21,6	-0,8	-0,6
Metrovacesa	20,0	10,8	+	31,6	31,8	26,8	26,6	-7,2	-3,6	-10,2	-6,7	321,5	274,6	7,2	7,1
NH Hoteles	31,5	35,5	+	68,8	63,3	22,7	23,0	6,7	8,0	4,1	5,3	70,9	60,8	2,3	2,0
REE	0,0	-3,5	-	67,0	67,0	30,1	27,3	-1,2	3,6	-5,5	-1,2	245,5	242,1	4,6	4,4
Sogecable	n.d.	n.d.		0,0	0,0	0,0	0,0	6,3	6,5	6,3	6,5	355,3	232,9	3,6	2,2
Telefónica	11,6	10,8	+	77,4	65,2	20,8	23,9	8,9	10,0	5,8	6,9	153,7	134,0	2,2	1,9
T. Moviles	-6,3	-0,8	-	41,8	40,0	22,0	21,3	5,6	7,5	3,3	5,0	186,5	114,8	2,0	1,4
Repsol YPF	16,1	7,6	+	26,5	30,6	12,3	14,5	6,8	6,0	4,0	2,6	31,2	25,7	0,7	0,6
TPI	66,7	52,6	+	100,0	100,0	59,2	58,7	8,3	9,2	3,7	4,0	38,8	10,9	0,4	0,1
Unión Fenosa	4,4	7,6	+	44,8	49,2	18,1	25,7	15,0	19,4	11,8	15,1	175,3	158,9	4,3	3,6
Zeltia	n.d.	n.d.		0,0	0,0	0,0	0,0	-5,2	-5,8	-5,2	-5,8	-8,1	7,1	-10,1	8,1

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

NOTICIAS DE LATINOAMÉRICA

Mercado

Indices	14-Oct	D/D%		MTM %		YTD %	
	Close	Local	US\$	Local	US\$	Local	US\$
Argentina	1,193	2.3	2.3	14.9	15.7	11.3	9.6
Brazil	22,959	-1.4	-2.5	2.9	4.3	3.3	3.8
Chile	1,681	0.2	-0.2	3.1	4.2	13.2	10.2
Colombia	3,732	0.7	0.2	6.1	4.5	59.9	73.6
Mexico	10,876	-0.6	-1.5	1.6	3.4	23.7	21.8
Peru	3,377	-1.2	-1.7	14.1	14.8	38.7	44.2
Venezuela	30,580	0.3	0.3	-1.9	-1.9	37.7	15.1
Latam (IFC)	1,225	--	-1.1	--	4.3	--	14.7

Country	Risks	Int Rates	Trading Vol.			Mkt Cap ¹
			FX	Local	ADR	
Argentina	5293	5.7	2.97	3.9	43.5	15,433
Brazil	478	16.3	2.88	498.0	305.1	145,999
Chile	76	2.3	609	90.5	25.0	42,510
Colombia	407	7.6	2561	10.3	0.3	3,636
Mexico	189	7.7	11.39	200.0	124.0	124,540
Peru	351	9.3	3.33	6.1	30.2	7,851
Venezuela	474	11.4	1918	1.8	2.6	2,502
Latam	--	--	--	810.7	530.8	342,471

Valoración del universo SCHI

	P/E		EV/EBITDA		3-yr CAGR		
	P/BV	04E	05E	04E	05E	Earn	EBITDA
Argentina	1.6	14.6	12.1	6.4	5.6	NM	29%
Brazil	1.4	7.9	7.3	4.4	3.7	45%	21%
Chile	1.9	22.6	18.8	11.3	10.1	68%	13%
Colombia	1.6	13.4	9.5	7.1	6.3	27%	24%
Mexico	2.0	12.8	11.8	6.5	5.9	23%	9%
Peru	2.2	15.7	15.9	8.8	8.7	11%	28%
Venezuela	1.3	20.6	9.1	3.4	2.6	84%	5%
Latin America	1.6	10.7	9.7	5.8	5.1	44%	16%
Cement/Constr	1.7	11.0	9.8	6.5	5.7	35%	11%
Conglomerates	1.1	8.4	8.7	5.9	5.3	38%	5%
Electric Utilities	0.7	13.7	10.6	7.1	6.1	NM	11%
Financial Svcs	2.0	10.1	8.8	NA	NA	18%	NA
Food/Beverage	1.8	14.7	13.6	7.1	6.8	18%	14%
Miscellaneous	2.6	10.8	9.1	3.4	2.5	32%	14%
Oil, Gas/Chem.	1.6	5.4	5.2	4.3	3.5	62%	37%
Retail	2.3	19.8	16.2	10.6	9.0	21%	18%
Steel/Mining	1.7	8.0	8.5	4.8	4.6	59%	23%
Telecom/Media	2.2	14.3	11.8	5.1	4.4	64%	11%

Fuente: Santander Central Hispano Investment.

Resumen macro

Crecim. PIB (%)	Crecim. PIB		IPC		Med. tip. interés	
	04E	05P	04E	05F	04E	05F
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

El dato más destacado de la semana es el dato del IPC de septiembre, que registraba una subida del 0,6%, ligeramente por encima del 0,5% del consenso de mercado recogido en las previsiones económicas del Banco Central (REM). Con este dato, la inflación alcanzó cerca de un 6% en los 12 meses hasta septiembre, lo que apunta a una aceleración, pese a los muchos servicios que todavía dependen del severo control gubernamental de precios.

Brasil

El 4 de octubre se celebraba la primera vuelta de las elecciones municipales. El PT ratificaba su posición líder a escala local como primera fuerza. El número de ciudades bajo el control del Gobierno podría aumentar. La noticia negativa para Lula podría ser la disputa en Sao Paulo, donde la alcaldesa Marta Suplicy, del PT, es desafiada por Jose Serra, del PSDB.

Por otro lado, se publicaba el informe sobre la inflación del 3T04 del Banco Central. La autoridad monetaria ha elevado sus estimaciones de inflación en 2004 y 2005 hasta el 7,2% y 5,6%, respectivamente, asumiendo una tasa Selic del 16,25% y un tipo de cambio de 2,90 R\$/US\$ a finales de 2005. El informe también habla del ritmo del crecimiento económico. La estimación para el PIB en 2004 se ha revisado hasta el 4,4%, 0,9 puntos porcentuales por encima de la estimación anterior. El IGP-M para septiembre registraba una inflación del 0,68% frente al 1,22% de agosto. El resultado se situaba por debajo de las previsiones (0,82-1,00%). La diferencia obedece, principalmente, a la desaceleración de los precios al por mayor.

México

La noticia más importante era la decisión del Banco Central de mantener los tipos de interés, con el corto en 51,00 MXN.

Según el Informe de Expectativas de septiembre del Banco de México, agosto volvía a registrar una fuerte actividad industrial, con una subida por encima de las expectativas (5,2% frente al 4,7% previsto). La actividad manufacturera avanzaba un 5,7% interanual.



PUNTOS DE INTERÉS

- Hemos revisado al alza nuestra recomendación de **Iberdrola** (Comprar, precio objetivo: 20,50 €) dada la revisión del Gobierno del actual marco regulatorio, que podría suponer buenas noticias para las compañías que invierten en distribución y energías renovables al ser remuneradas con parte de los CTCs. La presentación estratégica a mediados de noviembre podría favorecer al valor, dando mayor visibilidad a la estrategia de la compañía en el negocio de generación.
- Parece que las noticias que llegan sobre **EDP** (Comprar; precio objetivo: 2,65 €) pierden fuerza tras: (1) la exhaustiva revisión de la Comisión Europea de la operación con GALP para transformar el escenario del negocio del gas natural en Portugal; y (2) la reciente publicación de las tarifas eléctricas para 2005 (la versión final se aprobará el 15 de diciembre), que recortarían ligeramente las estimaciones de beneficios en su actividad de distribución. A corto plazo, preferimos mantener la prudencia frente al valor.
- La próxima revisión del IBEX35 (prevista para principios de diciembre) podría traer la inclusión de **Telecinco** (Mantener; precio objetivo: 15,50 €) y **Sacyr Vallehermoso** (Infraponderar; precio objetivo: 12,50 €) y la exclusión de **Banesto** (sin recomendación) y **Zeltia** (Infraponderar; precio objetivo: 4,65 €). Es muy probable que el coeficiente de *free float* de **Abertis** (Infraponderar; precio objetivo: 15,40 €) se reduzca del 100% al 80% tras los recientes aumentos de las participaciones de algunos de sus principales accionistas.
- **Bankinter** (Infraponderar; precio objetivo: 35,00 €) cerraba la publicación de resultados del 3T04 en España. Ni los márgenes ni los volúmenes cumplían las expectativas. Bankinter está poniendo freno a los préstamos hipotecarios, mientras que sigue siendo complicado conseguir un crecimiento rentable de los préstamos a PYMEs. Insistimos en nuestra recomendación de Infraponderar y aconsejamos reducir la exposición al valor. Bankinter cotiza a 14,4x PER 2005P y no encontramos catalizadores para el valor a menos que caiga lo suficiente como para volver a provocar rumores de adquisiciones.
- **Telefónica Móviles** (Comprar; precio objetivo: 10,55 €) anunciaba la aprobación de la adquisición de tres de los activos de Bellsouth en Latinoamérica (Ecuador, Guatemala y Panamá) por 1.700 mn US\$ (el 29% de la inversión total acordada con Bellsouth). La compañía reiteraba que el acuerdo total se cumplirá a finales de 2004, lo que beneficiará a la cotización pese a la mayor competencia nacional.
- Es probable que los cambios en el panorama español de medios de comunicación se ajusten a la actual revisión del modelo de negocio de los canales públicos (TVE), la nueva regulación sobre televisión local y la suspensión de la emisión en análogo (prevista para 2013). Aunque el futuro escenario sigue sin conocerse, creemos que **Prisa** (Comprar; precio objetivo: 17,50 €) sería la principal beneficiada por estos cambios regulatorios.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recomendación		Pr. objetivo		%	BpA 2004E		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
02-Sept-04	Sol Meliá	Infrapond.	Infrapond.	6,70	6,70	0	0,27	0,31	-13	Empeoramiento de las condiciones de negociación
02-Sept-04	Zardoya Otis	Infrapond.	Infrapond.	18,55	17,50	6	0,63	0,56	13	Buen comportamiento en el 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	Infrapond.	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	Infrapond.	Infrapond.	20,50	15,80	30	0,93	1,01	-8	Buen comportamiento en 1S04
02-Sept-04	Telepizza	Infrapond.	Infrapond.	1,35	1,25	8	0,09	0,08	13	Buen comportamiento en 1S04
02-Sept-04	Viscofán	Comprar	Infrapond.	7,30	8,10	-10	0,42	0,59	-29	<i>Profit warning</i> en 1S04
06-Sep-04	Repsol YPF	Comprar	Comprar	21,00	21,00	0	2,03	1,99	2	Revisión de las estimaciones de los precios del petróleo y las divisas
13-Sept-04	Union Fenosa	Comprar	Comprar	22,00	21,00	5	1,23	1,23	0	Buen <i>momentum</i>
08-Oct-04	Banco Pastor	Infrapond.	Comprar	25,00	30,00	-17	0,99	0,99	0	Prima de riesgo más elevada
08-Oct-04	Iberdrola	Comprar	Mantener	20,50	18,50	11	1,31	1,31	0	Actualización de la valoración

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 (%)						
		Actual	31-Dic-03	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Sogecable	30-Sept-04	30,45	27,66	10,1	2,5	3,4	-6,7	-1,8	-16,1	10,1
Unión Fenosa	12-Feb-04	18,61	14,89	25,0	17,4	18,3	0,3	6,3	5,4	25,3
Ferrovial	16-May-03	36,90	27,78	32,8	25,2	26,1	-0,8	0,9	7,3	32,4
Endesa	14-Abr-04	15,46	15,25	1,4	-6,2	-5,3	-1,4	0,8	-0,5	1,4
Repsol	17-Jul-03	17,52	15,46	13,3	5,7	6,6	2,8	-2,6	-4,2	13,0
Telefonica Móviles	14-Abr-04	8,68	8,28	4,8	-2,8	-1,9	2,8	2,3	-2,7	5,9
Lista recom. large caps	-	149,91	123,14	21,7	14,1	15,0	n.d.	n.d.	n.d.	15,4
Large caps ibéricas	-	128,15	119,09	7,6	0,0	0,9	n.d.	n.d.	n.d.	8,7
IBEX35	-	8.255,50	7.737,20	6,7	-0,9	0,0	2,2	3,1	-1,5	6,8
PSI20	-	7.448,38	6.739,63	10,5	2,9	3,8	0,9	1,1	-3,5	9,5
DJ Stoxx 50	-	2.696,34	2.656,07	1,5	-6,1	-5,2	-0,9	3,0	-2,7	1,0

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 (%)						
		Actual	31-Dic-03	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Ebro Puleva	30-Sept-04	9,20	8,99	2,3	-12,1	-4,4	-1,8	-2,9	-7,8	2,6
Gamesa	09-Ene-04	10,69	8,70	22,9	8,4	16,2	-9,8	-8,8	-10,1	25,6
Prisa	02-Sept-04	14,65	11,50	27,4	13,0	20,7	-3,2	2,3	-8,2	25,4
Uralita	02-Sept-04	3,19	2,46	29,7	15,2	23,0	1,3	9,2	9,8	30,9
Mapfre	02-Sept-04	9,59	10,78	-11,0	-25,5	-17,7	-3,0	-2,9	-8,9	-11,4
NHH	02-Sept-04	9,36	9,11	2,7	-11,7	-4,0	9,4	4,4	7,1	4,7
Lista recom. SMC	-	156,76	125,49	24,9	10,5	18,2	n.d.	n.d.	n.d.	17,7
Small-mid caps ibéricas	-	137,17	119,86	14,4	0,0	7,7	n.d.	n.d.	n.d.	12,5
IBEX35	-	8.255,50	7.737,20	6,7	-7,7	0,0	2,2	3,1	-1,5	6,8
PSI20	-	7.448,38	6.739,63	10,5	-3,9	3,8	0,9	1,1	-3,5	9,5
DJ Small 200 Europe	-	118,73	107,91	10,0	-4,4	3,3	-1,1	0,0	-2,1	9,6

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

España – Cartera modelo Santander Central Hispano Bolsa a cierre del día 14 de octubre

	Precio (€)		Var. (%)	Ponderación (%)		
	14-Oct-04	31-Dic-03		Cartera modelo		Diferencia
				SCHB	IGBM	
Viscofán	7,56	7,05	7,2	0,96	0,11	0,85
Ebro Puleva	9,20	8,99	2,3	4,40	0,42	3,98
Aldeasa	25,92	20,00	29,6	1,04	0,16	0,88
Inditex	19,81	16,10	23,0	4,18	3,64	0,54
Total bienes de consumo	1.139,70	949,53	20,0	10,58	8,20	2,37
Gamesa	10,69	8,69	23,0	1,72	0,78	0,94
Arcelor	15,20	13,67	11,2	3,36	0,52	2,84
Uralita	3,19	2,46	29,7	1,16	0,19	0,98
Grupo Empresarial Ence	22,58	17,15	31,7	1,18	0,16	1,02
Total bienes de capital	1.397,67	1.186,58	17,8	7,42	4,70	2,73
Endesa	15,46	15,25	1,4	5,47	4,81	0,66
Iberdrola	16,92	15,67	8,0	4,95	4,04	0,91
Repsol YPF	17,52	15,46	13,3	6,94	5,96	0,97
ENAGAS	9,72	8,60	13,0	1,60	0,41	1,18
Total energía	1.086,68	996,58	9,0	18,95	20,71	-1,76
ACS	15,13	12,90	17,3	4,10	1,55	2,54
Ferrovial	36,90	27,78	32,8	3,55	1,51	2,03
Total construcción	1.469,54	1.307,60	12,4	7,64	6,14	1,50
BBVA	11,76	10,95	7,4	10,86	11,72	-0,86
Grupo Santander	8,41	9,39	-10,4	11,73	11,80	-0,07
Banco Popular	44,14	47,30	-6,7	4,17	2,91	1,25
Banesto	9,61	9,50	1,2	0,22	0,23	0,00
Total servicios financieros	951,84	968,64	-1,7	26,97	31,67	-4,70
Telefónica	12,64	11,64	8,6	17,72	17,44	0,29
Telefónica Móviles	8,68	8,28	4,8	2,66	0,78	1,87
Sogecable	30,45	27,66	10,1	0,91	0,65	0,25
Prisa	14,65	11,50	27,4	1,13	0,93	0,20
Total comunic. y serv. inform.	938,20	844,12	11,1	22,42	21,75	0,67
Aguas de Barcelona	13,72	11,83	16,0	1,50	0,52	0,99
Amadeus	6,42	5,15	24,7	2,73	0,81	1,92
NHH	9,36	9,11	2,7	1,77	0,33	1,44
Total servicios	1.366,11	1.125,05	21,4	6,01	6,83	-0,82
Total IGBM	872,98	807,98	8,0	100,00	-	-
Cartera modelo SCHB	116,86	108,77	7,4	-	100,00	-

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 de año)¹

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.

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 and 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 and 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 and 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 and 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. 2004. Reservados todos los derechos.

