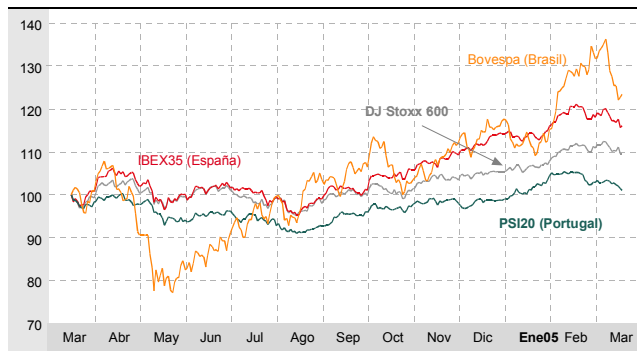


# THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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

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

## Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

## Comportamiento de los activos

	Cierre 17-mar	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	261,1	-0,6	-1,7	4,1	4,1
S&P 500	1.190,2	-1,6	-0,9	-1,8	-1,8
Bono a 10 a. zona euro	3,68	-1,8	1,0	0,5	0,5
Bono a 10 años EEUU	4,46	-1,4	5,0	6,2	6,2
Tipo inter. 3M zona euro	2,14	0,0	0,0	-0,9	-0,9
Tipo interés 3M EEUU	2,78	1,1	7,5	25,9	25,9
Euro-dólar	1,34	-0,7	2,1	-2,5	-2,5
Barril de Brent (US\$)	55,2	3,8	20,1	37,3	37,3
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	13,5	12,3	7,0	6,3	11,0	8,8	2,9	2,3
DAX30	13,5	11,9	5,6	5,0	22,9	8,4	2,9	1,9
MIB30	15,5	14,5	6,4	6,1	15,8	5,1	4,0	2,7
PSI20	16,2	7,5	8,0	7,3	40,4	9,1	2,0	1,7
IBEX35	15,3	13,4	7,9	6,8	13,9	4,8	3,3	3,1
DJ Stoxx 600	14,0	13,1	3,2	3,0	14,0	8,1	3,2	2,6
DJ Stoxx 50	13,5	12,7	7,4	7,0	10,7	5,3	3,5	2,7
DJ Euro Stoxx 50	13,3	12,3	6,3	5,8	12,8	6,1	3,5	2,4
P. lb. B. capital	8,7	12,3	4,6	5,9	29,9	11,8	3,1	1,6
P. lb. Construcc.	14,0	12,6	8,3	7,6	-15,6	13,3	3,5	2,2
P. lb. B. cons.	19,6	18,0	9,0	8,7	19,5	11,0	2,6	4,2
P. lb. Serv. cons.	14,4	16,8	10,0	11,5	5,6	2,1	2,5	2,4
P. lb. Finan.	14,0	12,9	n.d.	n.d.	16,9	n.d.	3,1	1,9
P. lb. Petr. y gas	14,2	12,1	6,8	6,5	11,5	6,6	2,6	2,1
P. lb. TMTs	38,7	29,0	15,3	13,5	48,8	14,5	1,3	9,6
P. lb. Utilities	13,5	13,5	6,6	7,1	6,9	2,5	4,2	2,6

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

## Puntos destacados

- La apuesta por los cambios del IBEX35 en los últimos cinco podría haber generado una rentabilidad media del 7,5% en un periodo de tres meses.
- La próxima revisión del IBEX35 a principios de junio ofrece una nueva oportunidad.
- Principales candidatos a salir: **Amadeus** y **NH Hoteles**; candidatos con mayores posibilidades de entrar: **Cintra** y **REE**.

## Puntos de interés

- Reducir la exposición a **Metrovacesa** tras su adquisición de Gecina.
- Comprar **Banco Popular**.
- Buenas perspectivas para **Prosegur** ante la presentación de los planes estratégicos el próximo mes.
- Seguimos optimistas en **Sogecable** por la probable emisión en abierto de Canal +.
- La reciente debilidad de las constructoras españolas presenta una buena oportunidad de compra. Comprar **Ferrovial**, **ACS** y **Acciona**.

## Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 17-mar	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.039,6	-0,2	0,3	5,7	5,7
DAX30	4.328,9	-0,7	-0,7	1,7	1,7
MIB30	31.863	0,2	-1,3	2,1	2,1
PSI20	7.787,1	-1,3	-3,2	2,5	2,5
IBEX35	9.269,1	-0,7	-3,1	2,1	2,1
DJ Stoxx 600	261,9	-0,4	-1,6	4,3	4,3
DJ Stoxx 50	2.865,9	-0,6	-1,7	3,3	3,3
DJ Euro Stoxx 50	3.050,4	-0,3	-0,7	3,4	3,4
P. lb. B. capital	n.d.	-1,1	-2,3	4,6	4,6
P. lb. Construcción	n.d.	-0,5	-4,2	10,2	10,2
P. lb. B. consumo	n.d.	-0,3	-2,0	4,7	4,7
P. lb. Serv. consumo	n.d.	-0,1	-4,2	6,0	6,0
P. lb. Financieras	n.d.	-1,7	-2,2	2,8	2,8
P. lb. Petróleo y gas	n.d.	-0,7	-2,4	3,3	3,3
P. lb. TMTs	n.d.	-0,8	-4,5	0,1	0,1
P. lb. Utilities	n.d.	1,1	-2,9	3,7	3,7

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.	Sol Melia, Logista, Aguas de Barcelona
TMTs	28,8%	↑	↑	Las telecomunicaciones siguen con el proceso de “desapalancamiento”, desprendiéndose de las actividades no estratégicas y centrándose en las estrategias “básicas” tras la fiebre de Internet. La exposición a Latinoamérica y las generosas políticas de remuneración a los accionistas deberían ofrecer cierto potencial de revalorización a corto plazo. Recomendamos sustituir los operadores de TV por los de prensa escrita a corto plazo.	TEF, Indra, Prisa, Sogecable
Utilities	10,4%	↓	↓	Los avances en “estrategias de integración” y el “desapalancamiento” financiero son las cuestiones básicas para un comportamiento relativo superior a largo plazo. Sin embargo, la incertidumbre que rodea a la implantación y los efectos del nuevo Programa del Comercio de Derechos de Emisiones de Gases de la UE continúan pesando en las compañías eléctricas españolas. El débil comportamiento frente a los homólogos europeos es merecido.	Iberdrola

Fuentes: estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

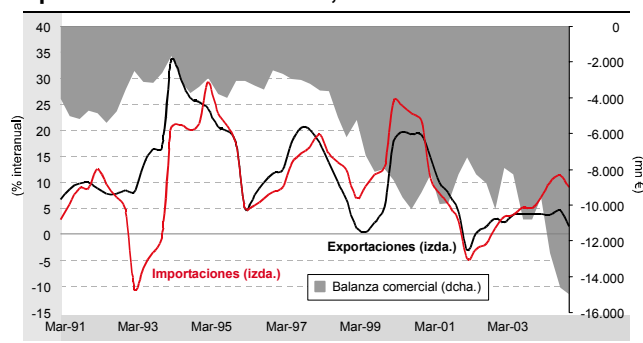
# THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

**Rui Constantino**  
(351) 21-389-3626  
rui.constantino@bsnp.pt

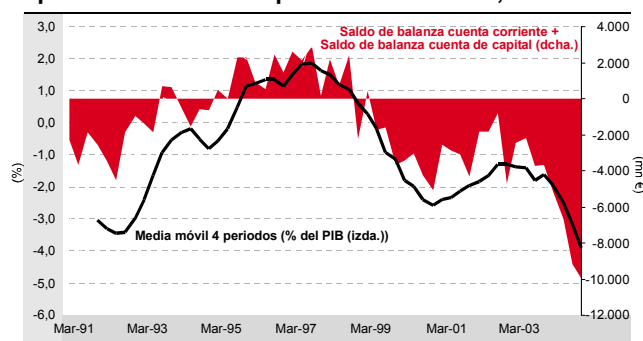
**Antonio Espasa**  
(34) 91-289-3313  
aespasa@gruposantander.com

## España – Balanza comercial, 1991-2004



Fuente: Mineco y SCH Bolsa.

## España – Saldo balanza por cuenta corriente, 1991-2004



Fuente: Mineco y SCH Bolsa.

## Asuntos a tener en cuenta esta semana

### En EEUU:

- (1) Seguramente la FED subirá los tipos de interés 25 pb.
- (2) En febrero, los precios de producción subirán moderadamente.
- (3) El IPC de febrero habría avanzado un 0,3% intermensual.
- (4) La venta de viviendas de segunda mano caería ligeramente en febrero.
- (5) Posible repunte de los pedidos de bienes duraderos en febrero.

### En la zona euro:

- (1) El índice IFO podría mejorar ligeramente en marzo.
- (2) El gasto del consumidor en Francia sería débil en febrero.
- (3) La balanza comercial de enero de la zona euro habría de arrojar datos positivos.
- (4) En Italia, la confianza empresarial podría mejorar en marzo.

- En nuestra opinión, los grandes desequilibrios de la economía española persisten: (1) el mercado inmobiliario sigue fuera de control, aunque ya se perciben signos de desaceleración en los precios y la actividad; (2) el déficit por cuenta corriente crece y roza máximos históricos; y (3) los precios continúan subiendo más rápido que en la zona euro, limitando la competitividad de España.
- La OCDE insistía en estos problemas, que ya comentáramos en nuestro informe *Estratega 2005 de España y Portugal* el pasado noviembre. Creemos que no existe una solución rápida e “indolora” para estos problemas, y el ajuste supondría un menor crecimiento del PIB.
- **En EEUU.** Datos mixtos esta semana: (1) las ventas al por menor apuntan a un comportamiento relativamente fuerte del consumo privado en el 1T05E; (2) mayor producción industrial en febrero, con fuerte actividad manufacturera; (3) posible contribución positiva de los inventarios empresariales al crecimiento del PIB en el 1T05E; y (4) el déficit de balanza por cuenta corriente en máximos históricos en el 4T04.
- **En la zona euro.** La actividad industrial se dispara en enero (0,5% intermensual), y el informe ZEW de marzo arroja datos positivos. Los precios siguen bajo control, con una subida del 2,0% interanual en febrero. La creación de empleo en Francia no levanta cabeza en el 4T04 y se revisan a la baja los datos del trimestre anterior.
- En 2004, la economía portuguesa crecía un 1,0%, ligeramente por debajo del 1,1% previsto por el Banco de Portugal y por nosotros. La demanda doméstica fue el principal motor del crecimiento, con un aumento del consumo privado del 2,3% y una subida de la inversión del 2,1%. En 2003, estos componentes perdían un 0,3% y un 9,8%, respectivamente. El comportamiento de la economía a finales de 2004 nos lleva a modificar nuestra previsión de crecimiento (1,8%) para 2005E, quizás con una ligera revisión a la baja.

**Datos macro publicados la semana pasada**

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real	
14-Marzo	Lunes	Zona euro	Producción de construcción (t/a)	4T	-0,4/-0,2	-	-0,3/-1,0	
15-Marzo	8:45	Francia	IPC (m/a)	Feb	-0,5/1,6	0,5/1,6	0,5/1,6	
Martes	10:00	Italia	Producción industrial (m/a)	Ene	-0,4/2,0	0,2/-2,0	0,1/-2,1	
	11:00	Alemania	ZEW (Sentimiento económico)	Mar	35,9	34,5	36,3	
	11:00	Alemania	ZEW (Situación actual)	Mar	-58,7	-56,3	-66,0	
	11:00	Zona euro	ZEW (Sentimiento económico)	Mar	36,0	38,0	37,3	
	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	4T	1,8 R	1,9	2,2	
			España	Saldo de balanza por cuenta corriente	Dic	-3729,4	-	5.710,4
	14:30	EEUU	Índice Empire de Manufacturas	Mar	19,19	19,90	19,61	
	14:30	EEUU	Avance de ventas minoristas	Feb	0,3 R	0,6	0,5	
	14:30	EEUU	Ventas minoristas sin automóviles	Feb	1,0	0,8	0,4	
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	Ene	0,2	0,7	0,9	
	15:00	EEUU	Comp. netas valores extranj. (miles mn US\$)	Ene	60,7 R	62,0	91,5	
	19:00	EEUU	NAHB Índice del Mercado de viviendas	Mar	69r	68	69	
	23:00	EEUU	ABC Confianza del Consumidor	13-Mar	-7	-	-	
	16-Marzo	10:00	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Feb	0,0/1,9	-	0,3/1,9
	Miércoles	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Feb	-0,6/1,9	0,3/2,0	0,3/2,1
11:00		Italia	Saldo de balanza por cuenta corriente (mn €)	Ene	-3006,0	-	-4350,0	
13:00		EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	11-Mar	-0,7	-	3,2	
14:30		EEUU	Saldo balance por cta. corr. (miles mn US\$)	4T	-165,9 R	-183,0	-187,9	
14:30		EEUU	Viviendas comenzadas	Feb	2,18 mn R	2,04 mn	2,19 mn	
14:30		EEUU	Permisos de construcción	Feb	2,13 mn R	2,06 mn	2,07 mn	
15:15		EEUU	Producción industrial	Feb	0,1 R	0,4	0,3	
15:15		EEUU	Capacidad utilizada	Feb	79,2 R	79,2	79,4	
17-Marzo		8:45	Francia	Empleo no agrícolas (t)	4T	0,0	0,1	0,0
Jueves		8:45	Francia	Cuenta corriente (mn €)	Ene	-1.184	-900 mn	-3.910 mn
	11:00	Zona euro	Producción industrial (m/a)	Ene	0,5/1,0	1,2/2,6	0,5/2,2	
	14:30	EEUU	Solicitudes semanales subsidio desempleo	12-Mar	328.000 R	317.000	318.000	
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	5-Mar	2,69 mn R	2,66 mn	2,64 mn	
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Feb	-0,3	0,1	0,1	
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Mar	23,9	20,0	11,4	
	18-Marzo	10:00	Italia	Balanza comercial (mn €)	Ene	-1009,0 r	-2.000,0	-1.982
Viernes	14:30	EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Feb	0,9/6,0	0,6/n.d.	0,8/6,1	
	15:45	EEUU	Informe confianza U. de Michigan	Mar	94,1	95,0	92,9	

**Datos macro que se publicarán esta semana**

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	
La semana		Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	Feb	0,7/2,9	1,6/3,5	
21-Marzo	9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	Ene	4,9	-	
Lunes	10:00	Italia	Tasa de desempleo	4T	8,1	8,1	
	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Feb	1,5/3,8	-0,5/3,6	
Martes	14:30	EEUU	Índice de precios de producción (m/a)	Feb	0,3/4,2	0,3/4,7	
	14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	-	0,8/2,7	0,1/2,8	
	20:15	EEUU	Decisión de FOMC sobre tipos de interés	22-Mar	2,50	2,75	
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	20-Mar	-8	-	
	9:00	España	Ocupación hotelera (%)	Feb	39,6	-	
23-Marzo	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Feb	0,5	-	
	9:30	Italia	Confianza del consumidor	Mar	104,4	104,0	
	10:00	Italia	Balanza comercial (no Europa) (mn €)	Feb	-1.959,0	-285,0	
	10:00	Alemania	IFO – Clima empresarial	Mar	95,5	96,5	
	10:00	Alemania	IFO – Condiciones actuales	Mar	94,5	94,8	
	10:00	Alemania	IFO – Expectativas	Mar	96,4	96,4	
	10:00	Zona euro	Saldo balanza cta. corriente (miles mn €)	Ene	2,7	3,0	
	11:00	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Ene	0,0/-0,5	0,2/-1,5	
	11:00	Zona euro	Balanza comercial (miles mn €)	Ene	4,2	4,8	
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Ene	8,8/17,0	-5,0/13,8	
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	18-Mar	3,2	-	
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Feb	0,1/3,0	0,3/2,9	
	14:30	EEUU	IPC excl. alimentación y energía	Feb	0,2/2,3	0,2/2,3-	
	16:00	EEUU	Venta viviendas segunda mano (mn unid.)	Feb	6,8	6,68	
	24-Marzo		Alemania	IPC (m/a)	Mar	0,4/1,8	0,2/1,7
Jueves		9:30	Italia	Confianza empresarial	Mar	86,8	87,0
10:00		Italia	PIB (a)	4T	1,3	1,0	
14:30		EEUU	Pedidos de bienes duraderos	Feb	-1,3	0,7	
14:30		EEUU	Duraderos excl. transporte	Feb	0,3	0,2	
14:30		EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	19-Mar	318.000	315.000	
14:30		EEUU	Renovación de solicitudes	12-Mar	2,64 mn	-	
16:00	EEUU	Venta de viviendas nuevas	Feb	1,10 mn	1,14 mn		
25-Marzo	8:45	Francia	Salarios (t)	4T	0,8	-	
Viernes	10:00	Italia	Pedidos industriales (m/)	Ene	5,6/9,1	-3,2/7,5	
	10:00	Italia	Ventas industriales (m/a)	Ene	-0,6/3,1	0,2/3,5	

(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

### Revisión del IBEX35

A mediados del periodo (3 de diciembre de 2004 a 31 de mayo de 2005) tenido en cuenta para la próxima revisión ordinaria del IBEX35 (prevista para los días 7 y 8 de junio), creemos que Cintra y REE serán los candidatos a entrar en el índice, al tiempo que NH Hoteles y Amadeus son los principales candidatos a salir, aunque el momento de exclusión de Amadeus sigue sin estar claro.

### CANDIDATOS A ENTRAR EN EL IBEX35

### Cintra y REE, preparados para entrar

Desde su salida a bolsa en octubre de 2004, el volumen de negociación de Cintra ha sido elevado y su peso en el IBEX rondaría el 0,75% (equivalente al volumen negociado diario de cuatro días adquirido por los fondos replicadores de la evolución de la Bolsa). Por su parte, tras ser excluida del índice en la última revisión, REE ha mejorado su liquidez y su peso rondaría el 0,69% (equivalente al volumen negociado diario de cuatro días adquirido por los fondos replicadores de la evolución de la Bolsa). De hecho, en dos de las últimas tres revisiones, algunos valores que se habían excluido en revisiones anteriores, volvieron a ser incluidos (Sacyr-Vallehermoso y Prisa).

### Volumen mensual ajustado de los candidatos a entrar, diciembre 2004-febrero 2005

(mn €)	Dic-04	Ene-05	Feb-05	Total (3 m)
Cintra	228,6	464,4	299,5	992,5
REE	385,8	144,1	364,5	894,4
Antena 3	129,6	207,6	246,8	583,9

Fuentes: Sociedad de Bolsas y Santander Central Hispano Bolsa.

A pesar de su ampliación de capital y mayor volumen de negociación (ocupa la novena posición en el periodo), Jazztel no es candidato a entrar en el índice ya que su peso en el IBEX35 (0,14% al precio actual) hasta el momento no llegaría al 0,30% exigido.

### CANDIDATOS A SALIR DEL IBEX35

Amadeus es la gran incógnita. El 17 de marzo Bruselas dio luz verde a la OPA, y en estos momentos los interesados preparan los últimos detalles antes de registrar sus ofertas con la CNMW. Finalizado este trámite, la CNMW dispone de 15 días de revisión, seguidos de un periodo de aceptación (entre uno y dos meses).

Lo que todavía no está claro es el momento de la OPA, que podría no haber finalizado antes de la próxima reunión del comité del IBEX. De ser así, el comité del IBEX podría optar por un único cambio de momento —Cintra por NH Hoteles—, y dejar la sustitución de Amadeus (si la aceptación de la OPA lo justifica) para una reunión extraordinaria posterior.

Existe la posibilidad de que sean dos los cambios que se introduzcan en la próxima reunión (suponiendo que la oferta para Amadeus no se ha cerrado todavía): inclusión de Cintra y REE y exclusión de NH Hoteles y Banesto o Bankinter (parejos en posición de salida). Sin embargo, esto abriría la posibilidad de un nuevo cambio en el IBEX35 a corto plazo: la posible salida de Amadeus y la entrada de Antena 3. Conviene señalar que en los últimos cinco años el comité del IBEX no ha introducido más de dos cambios en la composición del índice.

**IBEX 35 – Clasificación por volumen ajustado y por capitalización bursátil media, diciembre 2004-febrero 2005**

Pos.	Cód.	Compañía	Volumen total <sup>1</sup> (mn €)	Free float ajustado (%)	Cap. burs. media <sup>1</sup>		IBEX35	Comentarios
					Total (mn €)	Peso (%)		
1	TEF	Telefónica	26.151	100,0	68.861,3	20,52	IBEX	
2	SAN	Grupo Santander	19.710	100,0	43.816,4	13,06	IBEX	
3	BBVA	BBVA	14.097	100,0	43.738,8	13,03	IBEX	
4	REP	Repsol YPF	9.049	100,0	23.547,6	7,02	IBEX	
5	ELE	Endesa	6.373	100,0	18.094,1	5,39	IBEX	
6	IBE	Iberdrola	4.463	100,0	16.971,2	5,06	IBEX	
7	ALT	Altadis	2.933	100,0	9.490,7	2,83	IBEX	
8	POP	Banco Popular	2.497	100,0	11.201,2	3,34	IBEX	Ampl. cap. (15,7 mn acciones) eleva el peso al 3,56%
9	JAZ	Jazztel	1.962	100,0	465,1	0,14		No cualificado dado su peso inferior al 0,30%
10	AMS	Amadeus	1.931	100,0	4.232,5	1,26	IBEX	Pendiente de aceptación de OPA
11	ITX	Inditex	1.867	60,0	8.229,8	2,45	IBEX	
12	SGC	Sogecable	1.752	100,0	3.992,3	1,19	IBEX	
13	ACS	ACS	1.580	100,0	6.320,8	1,88	IBEX	
14	ACX	Acerinox	1.373	100,0	3.137,3	0,93	IBEX	
15	TEM	T. Móviles	1.351	10,0	4.128,6	1,23	IBEX	
16	UNF	Unión Fenosa	1.294	100,0	6.170,6	1,84	IBEX	
17	TL5	Telecinco	1.290	60,0	2.324,8	0,69	IBEX	
18	GAM	Gamesa	1.137	80,0	2.039,0	0,61	IBEX	
19	LOR	Arcelor	1.036	60,0	5.500,1	1,64	IBEX	
20	CIN	Cintra	993	60,0	2.505,5	0,75		Candidato a entrar
21	ENG	Enagás	943	80,0	2.279,6	0,68	IBEX	
22	REE	REE	894	100,0	2.322,5	0,69		Candidato a entrar
23	IBLA	Iberia	889	100,0	2.405,5	0,72	IBEX	
24	GAS	Gas Natural	883	60,0	6.031,1	1,80	IBEX	
25	FER	Ferrovial	810	80,0	4.747,1	1,41	IBEX	
26	ABE	Abertis	791	100,0	8.230,2	2,45	IBEX	El coeficiente de free float se ajustará hasta el 80% en la próxima reunión
27	SAB	Banco Sabadell	771	100,0	5.542,9	1,65	IBEX	
28	SYV	Sacyr Valleher.	725	80,0	2.427,2	0,72	IBEX	
29	FCC	FCC	656	60,0	2.800,1	0,83	IBEX	
30	MVC	Metrovacesa	605	100,0	2.239,8	0,67	IBEX	
31	IDR	Indra	605	100,0	1.899,8	0,57	IBEX	
32	ANA	Acciona	596	80,0	3.359,9	1,00	IBEX	
33	A3TV	Antena 3	584	60,0	1.856,0	0,55		Candidato a entrar
34	MAP	Corp. Mapfre	539	80,0	2.118,1	0,63	IBEX	
35	TPI	TPI	539	80,0	2.009,8	0,60	IBEX	El coeficiente de free float se ajustará hasta el 60% tras la recompra de acciones
36	ZEL	Zeltia	462	100,0	1.125,7	0,34		
37	PRS	Prisa	452	60,0	2.027,1	0,60	IBEX	
38	FAD	Fadesa	447	80,0	1.395,7	0,42		
39	ALD	Aldeasa	417	100,0	668,2	0,20		
40	EVA	Ebro Puleva	386	100,0	1.711,4	0,51		
41	BKT	Bankinter	362	100,0	2.987,3	0,89	IBEX	Candidato a salir
42	BTO	Banesto	355	20,0	1.516,9	0,45	IBEX	Candidato a salir
43	ECR	Ercros	328	100,0	152,0	0,05		
44	NHH	NH Hoteles	321	100,0	1.199,3	0,36	IBEX	Candidato a salir
45	TRR	Terra	256	40,0	735,7	0,22		
46	AGS	Aguas Barcelona	202	80,0	1.776,2	0,53		
47	LOG	Logista	193	60,0	1.115,3	0,33		
48	TPZ	Telepizza	168	100,0	368,1	0,11		
49	ENC	Ence	156	100,0	604,1	0,18		
50	SPS	Service Point Sol.	151	100,0	119,8	0,04		

(1) Desde el 1 de diciembre de 2004 hasta el 28 de febrero de 2005.

Nota: las compañías marcadas en un cuadro son candidatos a entrar en el índice, y las compañías en color gris son los candidatos a salir.

Fuentes: Sociedad de Bolsas (volumenes de negociación ajustados para diciembre 2004-febrero 2005) y Santander Central Hispano Bolsa.



## BENEFICIARSE DE LOS CAMBIOS EN EL IBEX 35

Como muestra la siguiente figura, una identificación acertada de los cambios en el IBEX35 tres meses antes de las revisiones habría supuesto (asumiendo posición larga en los candidatos a entrar y corta en los candidatos a salir, e idéntico peso en todas las posiciones) una rentabilidad absoluta media del 7,5% (8,1% por encima del propio IBEX35). Según nuestros análisis publicados, en las últimas diez revisiones ordinarias de los últimos cinco años, haber seguido esta estrategia sólo habría generado una rentabilidad negativa en dos ocasiones.

Además, para los inversores que tomaran exclusivamente una posición larga, una cartera compuesta por valores entrantes en el IBEX habría originado una rentabilidad absoluta del 17,3% y habría sido positiva en siete de las diez revisiones (recordemos que en la revisión de diciembre de 2001 no hubo cambios en los componentes del IBEX35).

### IBEX35 – Revisiones y comportamientos en tres meses anteriores a cambios en la composición

	ENTRA	ENTRA	SALE	SALE	IBEX35	Cambios IBEX
<b>13-dic-2004</b>	SacyrValleherm	Telecinco	REE	Zeltia	–	–
<b>-3 m</b>	-0,3	7,0	6,8	-5,8	9,5	1,4
<b>8-jun-2004</b>	B, Sabadell	–	SacyrVallehermoso		–	–
<b>-3 m</b>	7,9	–	-13,4		-3,2	10,6
<b>11-dic-2003</b>	Banesto	Prisa	Dragados	Terra	–	–
<b>-3 m</b>	15,7	11,1	-1,6	-2,1	4,5	7,6
<b>11-jun-2003</b>	Mapfre	–	Prisa	–	–	–
<b>-3 m</b>	20,2	–	66,4	–	21,1	-23,1
<b>9-dic-2002</b>	Metrovacesa	Vallehermoso	Alba	Sol Melia	–	–
<b>-3 m</b>	21,8	25,6	-2,0	-8,6	2,4	14,5
<b>11-jun-2002</b>	Iberia	–	Telepizza	–	–	–
<b>-3 m</b>	30,3	–	-0,2	–	-9,2	15,2
<b>11-dic-2001*</b>	–	–	–	–	–	–
<b>-3 m</b>	–	–	–	–	–	–
<b>12-jun-2001</b>	Inditex**	–	Picking Pack	–	–	–
<b>-3 m</b>	28,2	–	-25,5	–	-0,5	26,8
<b>12-dic-2000</b>	T, Moviles**	Picking Pack	Aguas	Vallehermoso	–	–
<b>-3 m</b>	0,8	-26,2	6,9	-9,1	-13,8	-5,8
<b>7-jun-2000</b>	REE	Zeltia	Aumar	Mapfre	–	–
<b>-3 m</b>	17,1	66,7	8,7	-7,1	-15,6	20,6

(\*) Sin cambios en los componentes del IBEX35 en la revisión de diciembre de 2001.

(\*\*) Precio de la OPA usado como precio de inicio para Inditex y TEM, ya que transcurrieron menos de tres meses entre su salida a Bolsa y la inclusión en el IBEX35.

Fuentes: Sociedad de Bolsas, Bloomberg y Santander Central Hispano Bolsa.

## PUNTOS DE INTERÉS

- El 16 de marzo, **Metrovacesa** (Infraponderar; precio objetivo: 39,50 €) anunciaba la adquisición del grupo inmobiliario Gecina por 5.400 mn €, que añade una prima del 11% al VAN de la compañía. Dos motivos justifican la operación: (1) diversificación de la actividad residencial en España; y (2) acceso al favorable sistema fiscal para las sociedades de inversión inmobiliaria en Francia. Sin embargo, en nuestra opinión, el efecto será dilutivo en un 11-14% en el VAN de Metrovacesa en un 11-14%, al tiempo que aumentará su sensibilidad al ciclo de tipos de interés (al aumentar su endeudamiento financiero del 40% al 78%). Recomendamos sustituirla por **Inmobiliaria Colonial** (Comprar; precio objetivo: 41,00 €).
- El 15 de marzo, el **B. Popular** (Comparar; precio objetivo: 60,00 €) anunciaba una ampliación de capital del 6,9% (793 mn €) sin derecho preferente para los accionistas. Con ello se pretende: (1) conservar la calificación crediticia AA; (2) mantener el fuerte crecimiento de los activos; y (3) contrarrestar el impacto de la normativa IFRS en el capital básico. Insistimos en que B. Popular ofrece el mejor valor entre los bancos españoles puramente domésticos.
- Está previsto que el Gobierno apruebe la emisión en abierto de Canal+ próximamente. Esto repercutiría positivamente en la valoración de **Sogetecable** (Comprar; precio objetivo: 42,00 €) y mejoraría la visibilidad de su comportamiento bursátil, acelerando la migración de los actuales suscriptores de Canal+. Incluso siendo conservadores, este factor añadiría 9,00 €/acción a la valoración de Sogetecable.
- El 11 de marzo celebramos en Londres el **III Seminario de construcción de Santander**, donde tanto las cinco compañías participantes como los 30 inversores institucionales asistentes se mostraron muy optimistas. Prevemos un crecimiento de los beneficios por encima del 10% en 2005 gracias a una cifra récord en la cartera de pedidos y la creación de valor en las actividades de diversificación (cerca de dos años de actividad constructora). Mantenemos nuestra visión positiva en **Ferrovial** (Comprar; precio objetivo: 49,90 €) y **ACS** (Comprar; precio objetivo: 20,50 €). **Acciona** también ofrece una buena oportunidad de compra (Comprar; precio objetivo: 82,00 €).
- Revisamos al alza la recomendación y precio objetivo de **Prosegur** (Comprar; precio objetivo: 20,00 €) por su valoración atractiva (PER 2005P de 11,5x, 15% de descuento frente a sus homólogos), los planes estratégicos para mediados de abril, que arrojarán luz sobre el equipo gestor, los planes para promover el crecimiento y la posibilidad de nuevas consolidaciones en el sector ibérico de servicios de seguridad. Incorporamos Prosegur a nuestra lista de recomendaciones de SMCs y excluimos Ence ( Comprar; precio objetivo: 28,00 €).

### Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2004E		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
14-Mar	Acciona	Comprar	Mantener	82,00	79,00	3,8	4,24	4,17	1,7	Ajuste tras resultados 2004
14-Mar	Aldeasa	En rev.	Comprar	34,50	28,70	20,2	1,77	1,77	0	Fin tras la oferta de adquisición
14-Mar	Barón de Ley	En rev.	Comprar	34,40	38,40	-10,4	2,29	2,58	-11,2	La mayor competición podría reducir la rentabilidad
14-Mar	C. Portland	Comprar	En rev.	67,40	50,00	34,8	4,55	5,08	-10,4	Eliminamos el descuento del 30% en la valoración
14-Mar	Metrovacesa	En rev.	En rev.	39,50	34,50	14,5	3,79	3,46	9,5	El efecto del nuevo VAN en la valoración
14-Mar	Miquel y Costas	En rev.	Comprar	37,00	36,30	1,9	2,27	4,12	-45,0	Resultados 2004 débiles
14-Mar	Sacyr Valleherm.	Mantener	En rev.	14,90	11,90	25,2	1,49	1,48	0,7	Mejora del VAN
10-Mar	Prosegur	Compra	Mantener	20,00	15,00	33,3	1,40	0,93	50,5	Eliminación fondo de comercio
04-Mar	Inditex	Comprar	N/R	27,85	N/R	-	1,12	N/R	-	Reinicio de cobertura
02-Mar	Ebro Puleva	Comprar	Comprar	15,90	13,00	22,3	1,08	1,10	-2,0	Adquisición de Panzani
18-Feb	Acciona	Mantener	Mantener	79,00	58,50	35,0	4,17	4,26	-2,2	Revisión al alza de SDP
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		
Sogecable	30-Sep-04	31,16	32,66	-4,6	-6,0	-6,3	-2,6	-2,3	-4,5	-4,6	
BCP	25-Ene-05	2,10	1,88	11,7	10,3	10,0	-1,9	12,8	17,9	11,6	
Ferrovial	16-May-05	43,10	39,32	9,6	8,3	7,9	-8,4	12,4	16,0	9,4	
Iberdrola	25-Ene-05	19,89	18,70	6,4	5,0	4,7	-2,2	9,2	18,2	6,3	
Repsol	17-Jul-03	20,46	19,16	6,8	5,4	5,1	-0,4	10,2	20,9	7,3	
Inditex	04-Mar-05	22,76	21,70	4,9	3,5	3,2	-4,0	3,6	11,0	4,0	
<b>Lista recom. large caps</b>	-	<b>104,28</b>	<b>100,00</b>	<b>4,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>4,3</b>	
Large caps ibéricas	-	101,36	100,00	1,4	0,0	-0,3	n.d.	n.d.	n.d.	1,4	
IBEX35	-	9.235,80	9.080,80	1,7	0,3	0,0	-3,1	4,6	14,7	2,1	
PSI20	-	7.757,44	7.571,85	2,5	1,1	0,7	-3,1	3,4	6,3	2,5	
DJ Stoxx 50	-	2.856,31	2.774,77	2,9	1,6	1,2	-2	4,0	5,7	3,3	

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		
Ebro Puleva	30-Dic-04	12,72	10,50	21,1	13,2	19,4	3,4	23,0	36,5	22,1	
Sol Meliá	16-Feb-05	8,89	7,30	21,8	13,8	20,1	1,7	24,1	33,9	21,2	
Prisa	30-Dic-04	15,67	15,62	0,3	-7,6	-1,4	-2,1	4,4	5,8	0,9	
Cortefiel	16-Feb-05	13,38	11,64	14,9	7,0	13,2	0,7	18,6	46,9	14,2	
Indra	30-Dic-04	13,36	12,57	6,3	-1,7	4,6	0,4	7,4	24,1	6,2	
Prosegur	08-Mar-05	16,58	14,48	14,5	6,6	12,8	13,2	20,7	28,6	16,3	
<b>Lista recom. SMC</b>	-	<b>107,94</b>	<b>100,00</b>	<b>7,9</b>	<b>0,0</b>	<b>6,2</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>7,9</b>	
Small-mid caps ibéricas	-	9.235,80	9.080,80	1,7	-6,2	0,0	-3,1	4,6	14,7	2,1	
IBEX35	-	7.757,44	7.571,85	2,5	-5,5	0,7	-3,1	3,4	6,3	2,5	
PSI20	-	137,38	129,16	6,4	-1,6	4,7	-1,5	7,5	14,9	6,5	
DJ Small 200 Europe	-	107,94	100,00	7,9	0,0	6,2	n.d.	n.d.	n.d.	7,9	

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%.

**Infraponer**

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: Brisa, Sonae SGPS, Banesto, BES, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Repsol YPF, Sogecable and Antena 3.**

**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, Tubacex, Uralita, Acciona, ACS, FCC, Ferrovial, OHL, Altadis, Ebro Puleva, Faes, Inditex, Viscofán, Zeltia, NH Hoteles, TelePizza, Amadeus, Iberia, Brisa, Cintra, Metrovacesa, Sacyr-Vallehermoso, Aguas de Barcelona, B. Sabadell, Bankinter, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Enagás, Repsol YPF, Telefónica, Telefónica Móviles, Portugal Telecom, Jazztel, Antena 3, Recoletos, Telecinco, Endesa, Iberdrola, REE and Unión Fenosa.**

**Santander 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: Arcelor, Ence, Ferrovial, Cintra and Telecinco.**

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

El presente informe ha sido preparado por Santander 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.

