

THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

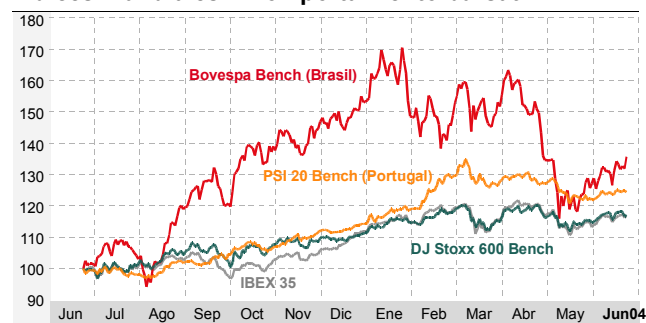
Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jegomez.madrid@sinvest.es

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

Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
aespasa.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
Cbergon.madrid@sinvest.es

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 25-Jun	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	242,0	-0,4	2,2	2,3	5,6
S&P 500	1.134,4	-0,1	1,2	0,7	2,0
Bono a 10 a. zona euro	4,30	-0,8	-0,1	10,3	0,7
Bono a 10 años EEUU	4,65	-0,9	-0,2	21,0	9,3
Tipo inter. 3M zona euro	2,12	0,0	1,4	8,4	-0,1
Tipo interés 3M EEUU	1,29	3,3	21,9	37,7	40,9
Euro-dólar	1,21	0,4	-0,6	-1,2	-3,3
Barril de Brent (US\$)	34,4	-1,4	-6,9	6,4	13,0
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,2	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

Universo de cobertura SCH – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/VC	
	04P	05P	04P	05P	BpA	EBITDA	04P	05P
CAC40	15,3	13,3	7,6	6,9	16,4	4,5	2,5	2,6
DAX30	15,0	12,6	6,5	5,7	32,7	4,8	2,5	2,2
MIB30	15,8	15,3	6,3	5,9	23,4	6,2	4,5	2,6
PSI20	16,1	13,4	7,9	7,1	21,5	7,9	3,0	2,1
IBEX35	15,3	13,8	7,9	7,0	18,7	6,6	3,1	3,2
DJ Stoxx 600	14,9	13,6	6,4	6,3	15,3	7,1	3,1	2,9
DJ Stoxx 50	14,4	13,1	8,1	7,4	16,2	4,7	3,2	2,8
DJ Euro Stoxx 50	14,1	12,6	6,6	6,1	22,1	4,4	3,2	2,5
P. Ib. B. capital	12,1	10,0	6,0	5,3	51,1	12,6	3,1	1,6
P. Ib. Construcc.	12,6	11,4	7,5	6,7	6,9	13,7	1,8	1,8
P. Ib. B. cons.	17,8	14,9	8,1	7,1	25,3	12,0	1,8	3,7
P. Ib. Serv. cons.	18,5	17,5	11,3	10,7	7,4	7,6	1,5	2,7
P. Ib. Finan.	14,1	12,0	n.d.	n.d.	17,2	n.d.	3,1	2,0
P. Ib. Petr. y gas	10,8	10,4	5,5	5,3	0,3	6,9	3,6	1,6
P. Ib. TMTs	23,6	19,4	7,4	6,7	-184	8,5	2,6	3,9
P. Ib. Utilities	12,8	11,5	8,0	7,4	9,8	5,7	4,4	1,6

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Central Hispano Bolsa.

Puntos destacados

- Como estaba previsto, la semana pasada se publicaba el primer borrador del Plan Nacional de Asignación español.
- Para las eléctricas, el impacto económico debería ser limitado (1,5% del EBITDA del sector).
- El resultado para **Endesa** no ha sido tan negativo como se esperaba.
- En otros sectores regulados, **Arcelor** podría ser el valor más perjudicado.

Puntos de interés

- Aumentar la exposición en Portugal. **BES**, **Brisa**, **EDP**, **Mediacapital** y **PT Mutlimedia** son nuestros valores preferidos.
- Revisamos al alza **Prisa**, de Mantener a Comprar.
- Seguimos alcistas con respecto a **Repsol YPF**.
- **Amadeus** sigue su recuperación.

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 25-Jun	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	3.711,4	1,6	4,4	2,4	4,3
DAX30	4.021,6	2,7	6,3	4,3	1,4
MIB30	28.148	2,4	3,4	3,0	5,4
PSI20	7.320,6	1,4	-0,5	-2,9	8,5
IBEX35	8.097,7	2,5	3,6	1,0	4,7
DJ Stoxx 600	241,9	1,9	3,8	2,3	5,5
DJ Stoxx 50	2.733,0	2,0	2,8	2,6	2,7
DJ Euro Stoxx 50	2.800,2	2,3	4,3	0,5	1,4
P. Ib. B. capital	n.d.	0,7	4,9	1,8	10,0
P. Ib. Construcción	n.d.	2,6	4,0	3,7	10,7
P. Ib. B. consumo	n.d.	1,3	6,6	2,3	13,3
P. Ib. Serv. consumo	n.d.	1,3	0,1	-0,1	10,5
P. Ib. Financieras	n.d.	2,6	3,8	0,5	-0,5
P. Ib. Petróleo y gas	n.d.	1,4	2,0	0,9	8,1
P. Ib. TMTs	n.d.	3,2	1,6	-0,6	6,5
P. Ib. Utilities	n.d.	2,5	3,4	2,1	6,7

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	27,9%	↓	↔	Los riesgos en Latinoamérica se han dejado aparcados de momento. Sin embargo, las valoraciones ajustadas de los bancos españoles reducen su potencial alcista. Encontramos mayor potencial entre los bancos portugueses —debido a la esperada recuperación económica y a las revisiones al alza de los beneficios en Portugal— y los bancos españoles domésticos. En el caso de una recuperación bursátil sostenida, los valores de beta alta superarían al mercado.	BPI, B. Popular
Bienes de capital	5,1%	↑	↑	El ciclo de inversión está tocando fondo, aunque son pocas las señales de una recuperación sólida de la inversión. Unos costes unitarios mucho más bajos han contrarrestado el limitado poder de fijación de precios y la debilidad de la demanda gracias a una nueva capacidad y una reestructuración más eficientes. Preferimos los valores con exposición al resistente sector servicios.	Arcelor, Gamesa, ENCE
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	6,0%	↑	↑	El atractivo sector vinícola (bodegas) es una buena oportunidad para apostar por un entorno de inflación superior a la media y una fuerte exposición a una demanda doméstica fuerte. Sin embargo, el perfil de los valores cíclicos retrasados de algunos segmentos (distribución no alimentaria) podría defraudar en 2003E. El tabaco parece un sector refugio.	Barón de Ley
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	9,1%	↑	↑	La estabilización de los (elevados) precios del petróleo, junto con la mejora de la situación en Latinoamérica, constituye un motivo concluyente para ser optimistas respecto al sector ibérico del petróleo. En el sector del gas, los posibles movimientos corporativos podrían añadir cierta presión vendedora a los valores.	Repsol YPF
Servicios	7,4%	↓	↓	A pesar de su apalancamiento a la fase de recuperación del ciclo, la industria de ocio podría mostrar un escaso poder de fijación de precios debido al exceso de capacidad. El sector inmobiliario podría sufrir ante la percepción de que el valor de los activos reales está alcanzando el límite y por la resaca de tanta actividad corporativa. Algunos segmentos del sector servicios ofrecen crecimiento a largo plazo (seguridad).	Brisa
TMTs	29,0%	↑	↑	Las telecomunicaciones siguen con el proceso de “desapalancamiento”, desprendiéndose de las actividades no estratégicas y centrándose en las estrategias “básicas” tras la fiebre de Internet. La exposición a Latinoamérica y las generosas políticas de remuneración a los accionistas deberían ofrecer cierto potencial de revalorización a corto plazo. Aunque prevemos una recuperación tardía en el ciclo de la tecnología, el bajo desarrollo del Sur de Europa debería de dar cierto respiro.	TEM, Indra
Utilities	10,5%	↓	↔	Los avances en “estrategias de integración” y el “desapalancamiento” financiero son las cuestiones básicas para un comportamiento relativo superior a largo plazo. Sin embargo, el tema clave en 2004P muy probablemente será la incertidumbre que rodea a la implantación y los efectos del nuevo Programa del Comercio de Derechos de Emisiones de Gases de la UE. Es difícil que se produzca actividad corporativa en el sector y muy poco probable que ésta sea un factor determinante.	Endesa, Unión Fenosa

Fuentes: estimaciones Santander Central Hispano Bolsa.

THE IBERIAN MACRO OBSERVER

Los españoles, más ricos que nunca

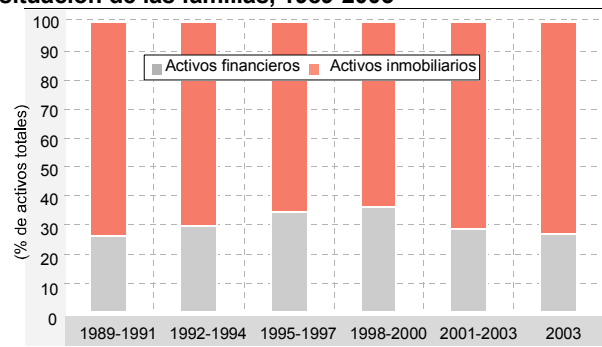
Jesús Gómez
(34) 91-701-9316
jegomez.madrid@sinvest.es

Nuria Cerdá
(34) 91-701-9283
ncerda.madrid@sinvest.es

Cristina Bergón
(34) 91-701-9309
Cbergon.Madrid@sinvest.es

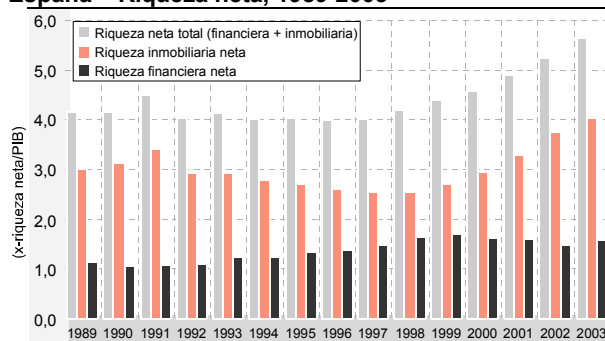
Antonio Espasa
(34) 91-701-9319
aespasa.madrid@sinvest.es

España – Distribución del activo en el balance de situación de las familias, 1989-2003



Fuentes: Banco de España y Santander Central Hispano Bolsa.

España – Riqueza neta, 1989-2003



Fuentes: Banco de España y Santander Central Hispano Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Los ingresos personales deberían seguir subiendo con fuerza.
- (2) El gasto familiar aumentaría un 0,8% intermensual en mayo.
- (3) La confianza del consumidor mejoraría en junio.
- (4) El FOMC podría subir los tipos de interés en 25 puntos básicos.
- (5) Junio habría de traer buenos datos de empleo.

En la zona euro:

- (1) En Francia, la confianza empresarial debería mejorar en junio.
- (2) Mínima subida prevista de los índices de la Comisión Europea en junio.
- (3) El BCE mantendría los tipos de interés sin cambios en el 2,0%.
- (4) El PMI manufacturero de la zona euro podría mantenerse plano en junio.

- El mercado de la vivienda sigue siendo la principal preocupación de la economía española. El Gobierno continúa preparando su estrategia, aunque parece que el Ministerio de la Vivienda todavía no ha llegado a un acuerdo con el Ministerio de Economía sobre las medidas necesarias para tratar de contener el precio de la vivienda.
- Por otro lado, en el “Rincón macro” analizamos el balance de situación de las familias españolas. Conclusión principal: los españoles son ahora más ricos que nunca, en especial gracias al *boom* inmobiliario.
- **La semana en la zona euro:** los principales indicadores no mostraban variaciones significativas en las tendencias económicas actuales. No obstante, el índice IFO sorprendía con una inesperada caída en junio, que pone en duda la sostenibilidad de la recuperación económica en Alemania y podría obligar, según el instituto IFO, a un recorte de los tipos de interés por parte del BCE.
- La próxima reunión del FOMC prevista para el 29 y 30 de junio podría traer una subida de los tipos de interés en EEUU de 25 puntos básicos. Esperamos que éstos lleguen a subir 100 puntos básicos en 2004E y acaben el año en el 2,0%.
- **La semana en EEUU:** prácticamente sin novedades. Algunos indicadores resultaban más débiles de lo previsto y el mercado de la vivienda seguía sorprendiendo al alza. Los pedidos de bienes duraderos caían, las solicitudes de subsidio de desempleo semanales subían y la venta de nuevas viviendas se incrementaba un 14,8% intermensual en mayo. En general, el mismo escenario económico.

CALENDARIO ECONÓMICO

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	Real
MARTES	8:53	Alemania	Pedidos de construcción (BBK) (m/a)	Abr	-13,2 R/-7,9 R	-	1,8/-6,6
	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	May	1,5/3,8	-0,4/4,3	-0,2/4,8
22-Jun	9:30	Italia	Confianza consumidor desest./no desest.	Jun	97,1/98,6	98,4/99,0	99,9/101,9
	11:00	Alemania	Informe Zew (sentimiento económico)	Jun	46,4	47,3	47,4
MIÉRCOLES	11:00	Alemania	Informe Zew (condiciones actuales)	Jun	-72,5	-72,3	-69,8
	8:45	Francia	IPC (m/a)	May F	0,3/2,1	0,4/2,6	0,4/2,6
23-Jun	9:30	Italia	Ventas al por menor (m/a)	Abr	-0,1/0,2	0,4/0,4	0,2/0,8
	23-29	Alemania	Producción industrial (m/a)	Abr F	-1,0/0,4	-	1,4/2,2
JUEVES	0:30	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Jun 20	-20	-	-15
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Jun 18	5,6	-	0,1
24-Jun	9:30	Italia	Balanza comercial (no UE)	May	-45 mn R	875 mn	94 mn
	9:30	Italia	Confianza empresarial	Jun	94,5 R	95,0	93,6
13:45	Alemania	IPC (m/a)	June	0,2/2,0	0,1/1,8	0,1/1,8	
	14:30	EEUU	Pedidos de bienes duraderos	May	-2,6 R	1,6	-1,6
14:30	EEUU	Excluyendo automóviles	May	-1,7 R	1,3	-0,7	
	14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Jun 19	336.000	340.000	349.000
14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Jun 12	2,89 mn R	2,87 mn	2,96 mn	
	16:00	EEUU	Ventas de viviendas nuevas	May	1,09 mn	1,12 mn	1,36 mn
VIERNES	8:00	Alemania	Índice de precios de importación (m/a)	May	0,5/0,4	0,5/2,3	0,7/2,5
	9:00	España	IPRI (m/a)	May	0,8/2,6	0,6/3,7	0,7/3,8
10:00	Zona euro	Saldo balanza cta. corr. desest./no desest.	Abr	5.300/12.500 mn R	9.000/-2.000 mn	9.000/70.400 mn	
	Alemania	IFO Informe industrial (clima empresarial)	Jun	96,1	96,5	94,6	
10:00	Alemania	IFO Condiciones actuales	Jun	94,4	95,0	93,2	
	Alemania	IFO Expectativas	Jun	97,8	98,0	96,0	
11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	Abr	1,5/12,1	1,1/4,5	-	
	14:30	EEUU	PIB	1T F	4,4	4,4	-
14:30	EEUU	PIB Deflactor de los precios	1T F	2,6	2,6	-	
	14:30	EEUU	Consumo personal	1T F	3,9	3,9	-
15:50	EEUU	Confianza de la U de Michigan	Jun F	95,2	95,0	-	
	16:00	EEUU	Venta de viviendas de segunda mano	May	6,64mn	6,50mn	-

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
LA SEMANA	29-2	Alemania	Ventas al por menor	May	0,6/-1,8	-
LUNES	9:30	Italia	Informe del sector servicios	Jun	17	-
	28-Jun	9:30	Italia	Confianza general del sector distribución	May	95,4
9:30	Italia	IPRI (m/a)	May	0,5/1,7	-	
	10:00	Zona euro	M3 desest. (media tres meses/a)	May	6,1/5,6	-
14:30	EEUU	Ingresos personales/Gastos	May	0,6/0,3	0,5/0,8	
	MARTES	8:45	Francia	Confianza empresarial	Jun	104,0
29-Jun	8:50	Francia	IPRI (m/a)	May	0,4/1,3	-
	16:00	EEUU	Confianza del consumidor	Jun	93,2	95,0
MIÉRCOLES	8:40	Francia	Confianza del consumidor	Jun	-23,0	-
	30-Jun	8:45	Francia	Tasa de desempleo/variación	May	9,8/-10,000
8:50	Francia	PIB (t/a)	1T F	0,8/1,7	-	
	9:00	España	Ventas al por menor (m/a)	May	-	-
9:30	Italia	IPC (NIC incl. tabaco) (m/a)	Jun P	0,2/2,3	-	
	10:30	Italia	Tasa de desempleo desest.	Abr	8,5	-
11:00	Zona euro	Confianza industrial	Jun P	-5,0	-	
	11:00	Zona euro	Confianza del consumidor	Jun	-16,0	-
11:00	Zona euro	Estimación del IPC (a)	Jun	-	-	
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Jun 25	0,1	-
16:00	EEUU	PMI de Chicago	Jun	68,0	64,0	
	20:15	EEUU	Decisión del FOMC sobre tipos	Jun 30	1,0	1,25
JUEVES	8:00	Alemania	Ventas al por menor (m/a)	May	0,6/-1,8	0,1/-0,3
	1Jul	10:00	Zona euro	PMI Manufacturas	Jun	54,7
11:00	Zona euro	Tasa de desempleo	May	9,0	9,0	
	13:45	Zona euro	El BCE anuncia tipos de interés	Jul	2,00	2,00
14:30	EEUU	Solicitudes de subsidio de desempleo	Jun 26	-	-	
	14:30	EEUU	Renovación de solicitudes	Jun 19	-	-
16:00	EEUU	Gasto en construcción (m)	May	1,3	0,5	
	16:00	EEUU	ISM Manufacturas	Jun	62,8	61,4
16:00	EEUU	ISM Precios pagados	Jun	86,0	82,5	
	20:00	EEUU	Actas de la reunion del FOMC (4 de mayo)	-	-	-
-	EEUU	Ventas de vehículos totales	Jun	17,8 mn	16,9 mn	
	-	EEUU	Ventas de vehículos nacionales	Jun	14,3 mn	13,6 mn
VIERNES	9:00	España	Producción industrial no desest./ajust. (a)	May	-	-
	2-Jul	11:00	Zona euro	IPRI (m/a)	May	0,4/1,4
14:30	EEUU	Tasa de desempleo	Jun	5,6	5,6	
	14:30	EEUU	Salario medio por hora (m/a)	Jun	0,3/2,2	0,3/-
14:30	EEUU	Variación de empleos no agrícolas	Jun	248.000	250.000	
	14:30	EEUU	Variación de empleos de manufacturas	Jun	32.000	33.000
14:30	EEUU	Jornada semanal media	Jun	33.000	32.000	
	16:00	EEUU	Pedidos de fábrica	May	-1,7	1,4

(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

REACCIÓN A LA PROPUESTA DEL PLAN NACIONAL DE ASIGNACIÓN

Plan Nacional de Asignación

El lunes 21 de junio, el Gobierno español publicaba un primer borrador del Plan Nacional de Asignación (PNA) que servirá de punto de partida para asignar los derechos de emisión con el fin de cumplir con el programa de emisión de gases de la UE. Sin embargo, este primer borrador deja bastantes interrogantes sobre su estructura futura. En esta sección trataremos de averiguar el impacto que dicha propuesta podría tener en los diferentes sectores involucrados.

Las ideas principales del primer borrador del Plan Nacional de Asignación

España pretende cumplir con el protocolo de Kyoto

El Gobierno español ha previsto un plan de dos fases para cumplir los objetivos de emisión de gases —en 2008-12 la emisión no habría de superar en más de un 15% el nivel de referencia de 1990—. En la primera fase (2005-07), el Gobierno pretende que la emisión total ronde el nivel de 2002, 400 mn de toneladas (39% más que en 1990). En la segunda (2008-12), las emisiones se reducirían a 355 mn de toneladas (24% por encima de 1990), con lo que España cumpliría con el Protocolo de Kioto gracias a la flexibilidad del programa de emisión de gases de la UE.

Plan Nacional de Asignación (Primer borrador) – Objetivos de emisión

(mn toneladas)	1990	2001	2002	2005-07 frente a 1990 (%)	2008-12 frente a 1990 (%)
Objetivo de Kyoto					329,2 15,0
Créditos internacionales					20,0 7,0
Otros					5,7 2,0
Total España	286,3	381,2	399,7	398,1	39,0 355,0 24,0

Fuentes: Ministerio de Medio Ambiente y Santander Central Hispano Bolsa.

Versión definitiva para agosto

En el primer borrador del PNA, el Gobierno ha introducido los objetivos que deben cumplir los diferentes sectores regulados en 2005-07. Ahora, estos objetivos tienen que debatirse con las compañías, y la versión definitiva del PNA se presentará a Bruselas antes del 1 de agosto.

Plan Nacional de Asignación (Primer borrador) – Asignación sectorial

(mn toneladas)	1990	2001	2002	2005-2007 frente a 1990 (%)
Total España	286,3	381,2	399,7	398,1 39,0
Generación de energía	63,7	83,0	95,9	88,0 38,1
Otros sectores regulados	57,6	68,2	69,8	73,3 27,3
Total sectores regulados	121,3	151,2	165,8	161,3 33,0
Sectores no regulados	165,0	230,0	234,0	236,8 43,5

Fuentes: Ministerio de Medio Ambiente y Santander Central Hispano Bolsa.

El Gobierno ha dividido los objetivos de reducción de emisiones proporcionalmente entre los sectores regulados y los no regulados. Entre los primeros, el Gobierno ha sido más condescendiente en la asignación de derechos de emisión con los sectores expuestos a la competencia mundial (acero, refino y pasta y papel) y más severo con los sectores menos afectados por la competencia internacional (generación de energía y cemento).

Eléctricas

La asignación total para el sector de la electricidad en 2005-07 es de 264 mn de toneladas (88 mn toneladas/año), y se acerca a la propuesta de Endesa (290 mn de toneladas; 97 mn toneladas/año) frente a la de Iberdrola (209 mn de toneladas; 70 mn toneladas/año). Según el Gobierno, la emisión total del sector debería ser de 94 mn de toneladas en el periodo, lo que supone un déficit de derechos de emisión de 6 mn de toneladas para todo el sector. Según Unesa, el grupo empresarial del sector (excluyendo Iberdrola), el déficit rondaría los 9 mn de toneladas. En nuestro escenario base de 10,00 €/tonelada, el impacto económico representaría el 1,5% del EBITDA 2003 del sector eléctrico español.

PNA español (Primer borrador) – Impacto económico entre las generadoras de energía

	Déficit emisiones (mn toneladas)	Precio de derechos de emisión (€/tonelada)			
		5	10	15	20
Impacto económico (mn €)					
Déficit según el regulador	6,0	30	60	90	120
Déficit según Unesa (excl. IBE)	8,7	44	87	131	174
Impacto económico (% EBITDA)					
Déficit según el regulador (%)	6,0	0,5	1,0	1,5	2,0
Déficit según Unesa (excl. IBE) (%)	8,7	0,7	1,5	2,2	2,9

Fuentes: Ministerio de Medio Ambiente y Santander Central Hispano Bolsa.

Otras características de la propuesta española para el sector eléctrico son:

- (1) no habrá *pool* de derechos de emisión (en línea con la propuesta de Iberdrola), lo que implica la internacionalización del entorno de precios;
- (2) la reserva de derechos de emisión cercana al 3% para nueva capacidad. Quedan algunas dudas sobre los criterios de asignación de esta reserva entre las diferentes compañías y los numerosos proyectos de TGCC (una posible ventaja para aquellas compañías que antes se hagan con capacidad de generación de TGCC); y
- (3) España firmará acuerdos con otros países (probablemente, en Latinoamérica) sobre la aplicación de los mecanismos de flexibilidad del programa de emisión de gases, que permite comercializar con los derechos de emisión. Esta posibilidad sería especialmente positiva para Endesa, dada su fuerte presencia en Latinoamérica.

Aunque todavía quedan muchos asuntos pendientes en relación con el programa de emisión de gases, nuestras primeras conclusiones para las diversas compañías afectadas son las siguientes:

Endesa. El impacto económico para Endesa en 2005-07 es limitado, aunque la compañía no puede olvidar, en su estrategia a largo plazo, el compromiso del Gobierno con Kfelo para 2008-12. Creemos que Endesa cuenta con posibilidades estratégicas para lidiar con el programa de emisión de gases (sobre todo, dados los mecanismos de flexibilidad). Sin embargo, los límites del programa podrían plantear a la compañía la posibilidad de consolidación, en especial con el negocio del gas natural, pues incrementaría la flexibilidad en su *mix* de generación. Creemos que una buena estrategia sería unirse con Gas Natural (como apuntaban los recientes rumores).

Iberdrola. Parece que el borrador del PNA coincide con la estrategia de la compañía y con sus objetivos en la internacionalización del entorno de precios y en el déficit para el sector, aunque la asignación final para el sector ha sido más generosa de lo que Iberdrola esperaba. Creemos que Iberdrola mantendrá sus previsiones de crecimiento basadas en la energía renovable y TGCC. Un interrogante significativo que sigue sin resolver los criterios de asignación para los proyectos de TGCC, ya que las emisiones de CO₂ de Iberdrola van a crecer más rápido que las de otras compañías debido a su estrategia de TGCC.

Gas Natural. El PNA es coherente con las propuestas de Gas Natural, aunque la asignación de reservas para nueva capacidad es primordial para la compañía. En general, el PNA español resulta neutral para la estrategia vigente de Gas Natural, aunque podría variar ante la posibilidad de fusiones.

Unión Fenosa. También el borrador del PNA es neutral para Unión Fenosa, gracias a la flexibilidad de la compañía. Con 2.400 MW de capacidad de generación de TGCC en 2006 y 2.050 MW de carbón, Unión Fenosa debería poder limitar el impacto económico del programa de emisión de gases. Por otro lado, la compañía se muestra abierta a acuerdos de fusión.



En nuestra opinión, el borrador del PNA español es positivo para todas las *utilities* del país al **reducir la incertidumbre que ha perjudicado al comportamiento bursátil del sector**. Tras un mal comportamiento relativo frente a sus homólogas europeas desde principios de año (5-10%), las perspectivas de las *utilities* españolas para el 2S04E son más halagueñas. En términos de **inversión**, el PNA podría **ser positivo para las acciones de Endesa**, pues el mercado estaba descontando una aplicación más estricta del programa de emisión de gases para 2005-07. Además, Endesa podría seguir recibiendo buenas noticias en el 2S04E de sus actividades en Latinoamérica y de su participación del 33% en Auna. La acción cotiza con un descuento del 10-15% frente a Iberdrola.

Nos mantenemos neutrales frente a **Iberdrola**, pues consideramos que en su **cotización ya se ha descontado el efecto positivo del PNA**. En nuestra opinión, el PNA es neutral para las acciones de Unión Fenosa y de Gas Natural.

Otros sectores regulados

Decíamos líneas más arriba que el Gobierno ha sido más condescendiente en la asignación de derechos de emisión con los sectores expuestos a la competencia internacional (acero, refino, y pasta y papel) y más severo con los sectores menos perjudicados por la competencia mundial (generación de energía y cemento). En total, el descuadre podría ascender a 3,61 mn de toneladas en 2006, lo que supone un impacto económico de 36,1 mn €.

PNA español (Primer borrador) – Asignación de otros sectores regulados

(mn de toneladas)	1990	Media 00-02	frente a 1990 (%)	Previsión 2006	Derechos asignados (% déficit)
Refino de petróleo	12,6	15,0	18,9	16,0	4,8
Metales	13,8	10,8	-22,0	11,9	3,0
Cemento	22,4	27,6	23,6	30,0	6,8
Vidrio	6,5	10,6	64,0	11,1	-
Pasta y papel	2,3	4,2	82,0	5,4	4,5

Fuentes: Ministerio de Medio Ambiente y Santander Central Hispano Bolsa.

- ❑ **Pasta y papel.** El impacto en ENCE debería ser limitado ya que el descuadre en derechos de emisión de sus tres fábricas en España será prácticamente contrarrestado por los derechos asignados a la compañía por su inversión en bosques que absorben CO₂.
- ❑ **Refino de petróleo.** Repsol YPF tiene un 60% de cuota de mercado en actividades de refino en España; su descuadre en los derechos de emisión será de 0,5 mn de toneladas, con un impacto económico de 5 mn € (frente a más de 6.000 mn € del EBITDA).
- ❑ **Cemento.** El sector sería uno de los más castigados. El borrador del PNA obliga al sector a recortar sus emisiones casi 2,2 mn de toneladas, con un impacto económico de casi 22 mn € (a 10,00 €/tonelada) para cumplir los límites asignados. **Cementos Portland** tiene un 16% de cuota de mercado, con un impacto económico de 4 mn € al año, lo que supone un 1,4% del EBITDA de CPL y 0,5% del EBITDA consolidado de FCC. En términos de beneficios netos imputables, el impacto podría ser de 1,7% para CPL y 0,5% para la participación del 58% de FCC en CPL. El impacto de otras compañías de materiales de construcción como **Uralita** sería mínimo.

Metales. Aunque **Arcelor** se adelantó al PNA reduciendo su emisión de CO₂ en un 22%, la UE no ha reconocido esta reducción, por lo que el impacto en la compañía podría ser significativo. Además, dentro del proceso actual de reestructuración, Arcelor pretende cerrar fábricas en el norte de Francia y abrir en el sur de Francia y norte de España. El sistema vigente no permite transferir certificados de un país a otro, por lo que el impacto económico del descuadre de derechos de emisión en algunas plantas europeas podría ser, en el peor escenario, del 10-15% del beneficio operativo.

NOTICIAS DE LATINOAMÉRICA

Mercado

Indices	24-Jun	D/D %		MTM %		YTD %	
	Close	Local	US\$	Local	US\$	Local	US\$
Argentina	939	-2.3	-2.3	-0.5	-0.5	-12.4	-12.9
Brazil	20,708	-0.6	-0.1	10.9	13.9	-6.9	-12.9
Chile	1,477	0.3	1.0	5.5	6.3	-0.5	-7.1
Colombia	3,015	1.1	1.5	1.4	4.0	29.2	33.1
Mexico	10,183	0.4	0.6	2.9	4.5	15.8	14.9
Peru	2,876	1.0	1.0	1.3	2.1	18.1	17.9
Venezuela	25,611	Closed		4.9	4.9	15.3	-3.6
Latam (IFC)	1,055	--	0.9	--	3.1	--	-1.2

Country	Risks	Int Rates	FX	Trading Vol.		Mkt Cap ¹
				Local	ADR	
Argentina	4980	1.1	2.95	11.0	14.1	11,909
Brazil	638	16.0	3.09	322.0	332.2	173,632
Chile	85	1.6	635	35.0	20.7	55,229
Colombia	475	7.9	2698	1.6	0.1	2,893
Mexico	218	6.6	11.32	175.0	149.8	114,920
Peru	431	8.5	3.47	2.0	17.4	6,926
Venezuela	609	11.4	1918	Closed	2.2	2,173
Latam	--	--	--	546.6	536.6	367,682

Valoración del universo SCHI

	P/BV	P/E		EV/EBITDA		3-yr CAGR	
		04E	05E	04E	05E	Earn	EBITDA
Argentina	1.4	11.5	9.4	5.5	4.7	NM	29%
Brazil	1.8	12.2	11.7	4.9	4.3	34%	11%
Chile	1.7	18.4	17.5	10.3	9.8	41%	11%
Colombia	1.4	9.7	7.2	6.6	5.7	28%	19%
Mexico	1.9	12.7	11.3	6.2	5.5	24%	10%
Peru	1.8	8.2	9.7	6.4	7.1	26%	32%
Venezuela	1.1	17.9	7.9	2.9	2.2	84%	5%
Latin America	1.8	12.9	12.0	6.2	5.5	37%	11%
Cement/Constr	1.7	11.0	9.8	6.5	5.7	36%	10%
Conglomerates	1.0	11.0	8.8	5.5	5.0	34%	3%
Electric Utilities	0.3	6.4	5.4	8.0	6.8	NM	-8%
Financial Svcs	4.3	22.1	19.2	NA	NA	18%	NA
Food/Beverage	1.5	12.6	11.2	6.1	5.4	21%	20%
Miscellaneous	2.3	10.6	9.2	3.0	2.1	21%	11%
Oil, Gas/Chem.	1.4	7.1	8.6	5.2	5.2	27%	17%
Pulp & Paper	1.6	22.0	24.2	12.6	13.0	4%	7%
Retail	2.0	17.9	14.8	9.7	8.2	21%	18%
Steel/Mining	2.2	9.4	10.5	7.1	7.4	37%	16%
Telecom/Media	2.1	13.3	11.1	4.7	4.0	82%	12%

Fuente: Santander Central Hispano Investment.

Resumen macro

Crecim. PIB (%)	Crecim. PIB		IPC		Med. tip. interés	
	03E	04P	03E	04F	03E	04F
Argentina	6,8	3,0	6,0	9,0	3,5	9,6
Brasil	3,3	3,0	6,5	6,0	14,7	12,0
Chile	5,1	4,5	1,4	2,8	2,0	3,4
Colombia	3,9	3,6	6,3	6,1	8,1	10,1
México	3,2	4,0	4,0	3,5	6,1	6,3
Perú	3,8	3,8	2,5	2,5	9,9	11,0
Venezuela	9,7	2,9	32,9	29,4	19,0	33,0
Latinoamérica	4,5	3,8	6,5	6,0	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

Pese a la escasez de datos macro publicados en la última quincena, la cifra del PIB del 1T04 ha sido bueno, con una subida de 11,2% interanual, frente al +9,8% estimado por el Banco Central (REM). La notable recuperación en el 1T04 vino liderada por la producción de bienes, en especial en los sectores manufacturero y de construcción, con un +15,6% y +41,3% interanual, respectivamente. Para 2004E, seguimos apostando por un crecimiento del 6,8%, que incluye cierta desaceleración de la actividad económica durante el resto del año.

Por otro lado, el sentimiento respecto a la crisis energética mejoraba con el anuncio del Gobierno de reducir las restricciones de exportación de gas natural a Chile (de 7 mn de metros cúbicos a 4 mn).

Brasil

El COPOM decidía mantener la tasa Selic en el 16% anual con un sesgo neutral, respetando con ello las expectativas de mercado. Confiamos en que el Banco Central mantenga esta tendencia conservadora a corto plazo.

Las noticias en el frente político no son positivas, ya que el Senado no aprobaba la medida provisional del Gobierno de establecer un nuevo sueldo mínimo de 260 R\$. La enmienda actual es la del senador Cesar Borges, que establece el salario en 275 R\$. La propuesta tiene que volver ahora a la Cámara Baja y será allí donde se apruebe o rechace la modificación propuesta por el Senado. Esta situación quedaba reflejada en la última encuesta de opinión, donde la valoración del Gobierno pasaba de 34,6% a 29,4%.

México

Destacar la decisión del Banco de México de mantener el "corto" en el mismo nivel de 37 mn MXN diarios. El Banco Central hacía notar la reducción de presión inflacionista en el lado de la oferta en los últimos meses (bienes agrícolas, servicios de transporte), mientras subían los tipos de interés, principalmente en el tramo largo de la curva. Sin embargo, las autoridades avisaban de los riesgos a la hora de converger con los objetivos anuales de inflación: la tasa subyacente sigue cercana al 3,50%, y las expectativas de mercado para el IPC siguen por encima del objetivo de inflación.



PUNTOS DE INTERÉS

- Los días 17 y 18 de junio, el Grupo Santander celebraba su X Conferencia Anual de Telecomunicaciones, con presentaciones de los equipos directivos de 20 *telecoms* europeas. Las compañías ibéricas dibujaron un escenario convincente para el futuro más cercano, basado en el crecimiento de la telefonía móvil y de Latinoamérica, un marco regulatorio estable y el incremento de la remuneración a los accionistas. La posible entrada en bolsa de **Auna** y **ONO** en los próximos meses aportará emoción al sector.
- En el amplio informe —se cubren 22 valores— sobre el mercado portugués que publicábamos el día 22 (*Private consumption is back*), queda claro que la recuperación de la economía portuguesa y de los beneficios empresariales que preveíamos a finales de 2003 nos sorprendía, tanto a nosotros como al mercado, muy positivamente. Para seguir apostando por esta recuperación, recomendamos una cartera de cinco valores: **BES** (comprar; precio objetivo: 16,50 €), **Brisa** (comprar; precio objetivo: 7,60 €), **EDP** (comprar; precio objetivo: 2,65 €), **MediaCapital** (comprar; precio objetivo: 6,00 €) y **PT Multimedia** (comprar; precio objetivo: 20,60 €).
- Revisamos al alza nuestra recomendación y precio objetivo de **Prisa** (a Comprar; precio objetivo: 17,50 €) dada su reciente corrección frente al máximo de abril (-13%), su fuerte potencial de aumento de los beneficios condicionado por *El País* y la recuperación de sus unidades más pequeñas. Esperamos que los resultados del 2T04E (previstos para julio) sorprendan al alza y propicien una revisión al alza de las estimaciones de consenso, lo que beneficiaría a la acción a corto plazo. Con un EV/EBITDA de 7,9 x y un PER ajustado de 19,4x (excluyendo Sogecable) en 2005P, frente a una TACC del 14,2% del EBITDA 2003-08P y un BpA ajustado de 34,2%, Prisa cotiza con un descuento cercano al 5% frente al sector europeo de los medios de comunicación.
- También revisamos al alza la recomendación de **PT Multimedia** (comprar; precio objetivo: 20,60). Tres años mejorando los márgenes han dado a la compañía un nivel de caja importante. Es muy probable que esta liquidez extra se destine a mejorar la remuneración a los accionistas con dividendos o recompra de acciones, debido a: (1) que no hay otras oportunidades de inversión; (2) que los gastos en inversión son mínimos; y (3) su estructura accionarial (directa e indirectamente, PT controla el 66% de PTM). Creemos que la compañía verá crecer más sus beneficios en 2004E —el EBITDA podría crecer un 46% y el beneficio neto triplicarse—. Pese a una posible desaceleración de la tasa de crecimiento a partir de 2005P (por el escaso potencial de mejora de los márgenes de la TV de pago), seguimos esperando un crecimiento del EBITDA 2005P y 2006P del 23% y del 11%, respectivamente.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		% Var.	BpA 2004P		% Var.	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
05-May-04	Jeronimo Martins	Mantener	Infrapond.	10,20	8,00	28	0,75	0,75	0	Mejora de las perspectivas
12-May-04	Gas Natural	Infrapond.	Infrapond.	20,50	19,50	5	1,44	1,36	6	Resultados del 1T04
17-May-04	Iberia	Mantener	Mantener	2,75	3,00	-8	0,20	0,25	-18	Resultados del 1T04
19-May-04	Enagas	Comprar	Mantener	11,00	10,00	10	0,66	0,66	0	Mejora del <i>momentum</i>
19-May-04	EDP	Comprar	Comprar	2,65	2,40	10	0,17	0,15	13	Buenos resultados 1T04
25-May-04	Repsol YPF	Comprar	Comprar	21,00	19,50	8	1,99	1,70	17	marco regulatorio de las materias primas. Precios del Brent
15-Jun-04	PT Multimedia	Comprar	Infrapond.	20,60	20,60	0	0,51	0,51	1	Generación de flujo de caja y dividendos
15-Jun-04	Ferrovial	Comprar	Comprar	43,80	38,70	13	2,41	2,32	4	Valoración de Cintra
23-Jun-04	Cimpor	Mantener	Infrapond.	4,90	4,20	17	0,28			Revisión al alza de las estimaciones
23-Jun-04	Novabase	Infrapond.	Comprar	6,25	8,45	-26	0,14			Ausencia de factores que motiven un buen comportamiento a corto plazo
23-Jun-04	Semapa	Mantener	Infrapond.	4,40	3,70	19	0,18			—
23-Jun-04	Sonae.com	Comprar	Comprar	3,60	3,40	6	0,01			—

Nota: s.n. = sin recomendación.

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.



CARTERA MODELO IBÉRICA

Large caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Central Hispano Bolsa

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)							En el año
		Actual	31-dic-03	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Altadis	09-Ene-04	25,16	22,50	11,8	8,4	8,9	3,0	5,2	14,2	14,7	
Unión Fenosa	12-Feb-04	17,13	14,89	15,0	11,6	12,1	1,8	7,4	20,1	19,5	
Ferrovial	16-May-03	32,74	27,78	17,9	14,4	14,9	6,3	9,3	23,5	23,4	
Endesa	04-Sep-03	14,85	15,25	-2,6	-6,0	-5,6	5,9	9,1	4,3	4,9	
Repsol	17-Jul-03	17,35	15,46	12,2	8,8	9,3	6,3	11,5	20,6	19,3	
Telefónica Móviles	14-Abr-04	8,42	8,28	1,7	-1,7	-1,3	1,3	1,5	2,9	3,9	
Lista recom. large caps	–	133,39	123,14	8,3	4,9	5,4	n.d.	n.d.	n.d.	-4,9	
Large caps ibéricas	–	123,14	119,09	3,4	0,0	0,5	n.d.	n.d.	n.d.	8,7	
IBEX35	–	7.965,40	7.737,20	2,9	-0,5	0,0	2,1	2,1	5,5	5,0	
PSI20	–	7.268,73	6.739,63	7,9	4,4	4,9	1,8	-2,4	9,1	8,5	
DJ Stoxx 50	–	2.688,92	2.656,07	1,2	-2,2	-1,7	1,9	2,7	3,3	2,2	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

Small y mid caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Central Hispano Bolsa

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)							En el año
		Actual	31-dic-03	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
Ence	09-Ene-04	21,81	17,15	27,2	17,2	24,2	-0,4	-1,1	26,1	25,7	
Gamesa	09-Ene-04	12,05	8,70	38,5	28,5	35,6	-0,7	12,4	37,0	39,8	
Indra	09-Ene-04	10,74	10,17	5,6	-4,4	2,7	2,2	0,0	4,9	5,2	
Tubacex	14-Abr-04	1,60	1,42	12,7	2,7	9,7	3,1	1,9	17,0	16,2	
Abengoa	12-Feb-03	6,71	5,77	16,3	6,3	13,3	3,1	3,3	19,2	19,6	
Brisa	30-Sep-03	5,67	5,32	6,6	-3,4	3,6	3,2	5,6	10,4	10,6	
Lista recom. SMC	–	142,89	125,49	13,9	3,9	10,9	n.d.	n.d.	n.d.	-20,4	
Small-mid caps ibéricas	–	131,83	119,86	10,0	0,0	7,0	n.d.	n.d.	n.d.	12,5	
IBEX35	–	7.965,40	7.737,20	2,9	-7,0	0,0	2,1	2,1	5,5	5,0	
PSI20	–	7.268,73	6.739,63	7,9	-2,1	4,9	1,8	-2,4	9,1	8,5	
DJ Small 200 Europe	–	117,69	107,91	9,1	-0,9	6,1	2,6	2,7	12,6	12,0	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Central Hispano Bolsa.

España – Cartera modelo Santander Central Hispano Bolsa a cierre del día 25 de junio de 2004

	Precio (€)		Var. (%)	Ponderación (%)		
	25-Jun-04	30-Dic-03		Cartera modelo SCHB	IGBM	Diferencia
Viscofán	7,87	7,05	11,6	0,99	0,12	0,88
Altadis	25,80	22,50	14,7	4,24	2,25	1,98
Aldeasa	22,65	20,00	13,3	0,96	0,10	0,86
Inditex	19,19	16,10	19,2	4,04	3,60	0,44
Total bienes de consumo	1.093,16	949,53	15,1	10,23	7,99	2,24
Gamesa	12,16	8,69	39,9	1,40	0,89	0,51
Tubacex	1,65	1,42	16,2	1,02	0,07	0,95
Arcelor	13,59	13,67	-0,6	2,99	0,39	2,60
Uralita	2,89	7,38	-60,8	0,59	0,17	0,41
Grupo Empresarial Ence	21,56	17,15	25,7	1,12	0,15	0,97
Total bienes de capital	1.365,73	1.186,58	15,1	7,12	4,62	2,51
Endesa	16,00	15,25	4,9	5,98	5,09	0,89
Iberdrola	17,33	15,67	10,6	5,06	4,23	0,83
Repsol YPF	18,45	15,46	19,3	7,28	6,42	0,86
Enagás	9,12	8,60	6,0	1,53	0,40	1,13
Total energía	1.104,75	996,58	10,9	19,85	21,51	-1,66
ACS	13,96	12,90	8,2	3,03	1,48	1,55
Acciona	50,60	48,25	4,9	1,88	0,97	0,91
Ferrovial	34,27	27,78	23,4	2,37	1,44	0,93
Total construcción	1.416,48	1.307,60	8,3	7,28	6,02	1,26
BBVA	11,06	10,95	1,0	10,18	11,27	-1,09
Grupo Santander	8,69	9,39	-7,5	12,40	12,46	-0,06
Banco Pastor	24,75	24,34	1,7	0,83	0,41	0,43
Banco Popular	45,95	47,30	-2,9	3,48	3,14	0,34
Banesto	10,00	9,50	5,3	0,24	0,24	0,00
Total servicios financieros	945,20	968,64	-2,4	27,13	32,16	-5,02
Telefónica	12,06	11,64	3,6	17,86	16,97	0,88
Telefónica Móviles	8,60	8,28	3,9	2,78	0,78	2,00
Indra	10,70	10,17	5,2	0,96	0,48	0,49
Recoletos	5,42	5,89	-8,0	1,06	0,21	0,85
Total comunic. y serv. inform.	889,09	844,12	5,3	22,66	21,29	1,37
Aguas de Barcelona	13,72	11,83	16,0	1,59	0,53	1,06
Amadeus	5,24	5,15	1,7	2,27	0,67	1,60
Prosegur	12,70	12,90	-1,6	1,62	0,24	1,38
Total servicios	1.263,61	1.125,05	12,3	5,48	6,43	-0,95
Total IGBM	853,30	807,98	5,6	99,74	-	-
Cartera modelo SCHB	117,19	110,13	6,4	-	100,00	-

Fuente: Santander Central Hispano Bolsa.

Delegaciones Internacionales

Madrid

Tel: 34-91-701-9009
Fax: 34-91-701-9114

Lisboa

Tel: 351-21-389-3400
Fax: 351-21-389-3682

Londres

Tel: 44-207-332-6900
Fax: 44-207-332-6909

Nueva York

Tel: 212-692-2550
Fax: 212-407-4540

Bogotá

Tel: 571-644-8006
Fax: 571-592-0638

Buenos Aires

Tel: 54114-341-1052
Fax: 54114-341-1226

Caracas

Tel: 582-401-4306
Fax: 582-401-4219

Lima

Tel: 511-215-8100
Fax: 511-215-8185

México

Tel: 5255-5629-5040
Fax: 5255-5629-5846

Santiago

Tel: 562-336-3300
Fax: 562-697-3869

São Paulo

Tel: 5511-5538-8226
Fax: 5511-5538-8407

Tokio

Tel: 813-3211-0356
Fax: 813-3211-0362

Clave de Recomendaciones (Final del Año)

Comprar	Potencial alcista superior al 20%.
Mantener	Potencial alcista del 15%-20%.
Infraponderar	Potencial alcista inferior al 15%.

(1) Los precios objetivo fijados de enero a junio son para el 31 de diciembre del año actual; los precios objetivo fijados de julio a diciembre son para el 31 de diciembre del año siguiente.

El presente informe ha sido preparado por Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. (SCH Bolsa) y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras. El presente informe no se publica para su distribución en los Estados Unidos. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

Entidades pertenecientes al Grupo Santander Central Hispano han participado como coordinador, colocador o asegurador en una oferta pública de venta de Abengoa S.A., Aceralia, S.A., ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A., Adolfo Domínguez, S.A., Aldeasa, S.A., Amadeus Global Travel Distribution, S.A. Aragonesas, S.A., Argenteria Corporación Bancaria de España, S.A., Azkar, S.A., Barón de Ley, S.A., Befesa Medio Ambiente, S.A., Dinamia, S.A., Endesa, S.A., FAES Fabrica Española de Productos Químicos y Farmacéuticos, S.A., Federico Paternina, S.A., Funespaña, S.A., Gas Natural, S.A., Ginés Navarro, S.A., Grupo Ferroviario, S.A., Indra, S.A., Inmobiliaria Colonial, S.A., Mapfre Vida, S.A., Mecalux, S.A., Meliá Inversiones Americanas, N.V., Obrascón Huarte Lain, S.A., Parques Reunidos, S.A. Red Eléctrica de España, S.A., Repsol, S.A., Sogecable, S.A., Sol Meliá, S.A., Superdiplo S.A., Tabacalera, S.A., Telefónica de España, S.A., Telefónica de Publicidad e Información, S.A. TelePizza, S.A., Terra Networks, S.A., Vidriera Leonesa, S.A., y Zeltia S.A. en los últimos tres años.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificados sin previo aviso. Grupo Santander Central Hispano, sus sociedades filiales y cualquiera de sus oficinas o consejeros podrán en cada momento tener una posición o estar de otro modo interesados en las operaciones de títulos valores que, directa o indirectamente, sean objeto del presente informe.

Grupo Santander Central Hispano o sus sociedades filiales podrán en cada momento prestar servicios o solicitar los negocios de cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander Central Hispano, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptarán ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o emergentes que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo con ningún objeto.

© Santander Central Hispano Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2004. Reservados todos los derechos.

