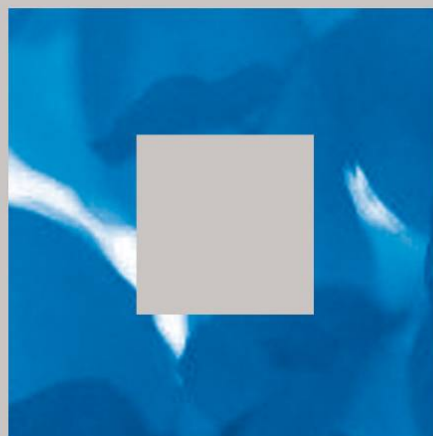
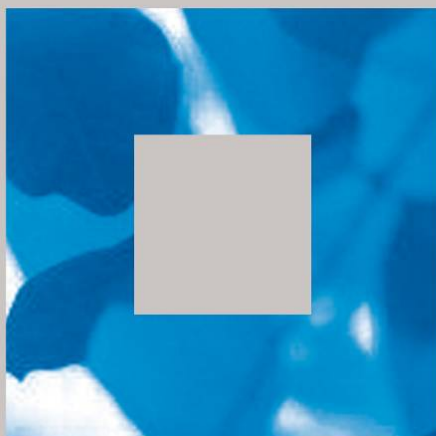


ESTRATEGIA SECTORIAL y RECOMENDACIÓN de VALORES



Octubre de 2008

CONSULNOR
SERVICIOS DE INVERSIÓN DESDE 1972

ESTRATEGIA SECTORIAL y RECOMENDACIÓN de VALORES

Octubre 2008

Siguiendo el informe estratégico de octubre, para la inversión en acciones optamos por una filosofía que combine la búsqueda de valores de crecimiento, con la búsqueda de sectores y/o valores con un perfil más de valor.

La ponderación sectorial se encuentra de la siguiente manera:

Sector	Táctico	Estratégico
Bancos	Infraponderar	Neutral
Aseguradoras	Infraponderar	Sobreponderar
Utilities	Infraponderar	Infraponderar
Tecnología	Neutral	Neutral
Telecomunicaciones	Sobreponderar	Sobreponderar
Consumo Cíclico	Infraponderar	Infraponderar
Consumo Estable	Sobreponderar	Neutral
Farmacia	Neutral	Infraponderar
Construcción	Infraponderar	Neutral
Industriales	Neutral	Sobreponderar
Recursos Básicos	Neutral	Infraponderar
Petróleo y Gas	Sobreponderar	Sobreponderar

Y nuestras acciones favoritas son:

Telefónica	En Telefónica encontramos atractiva valoración, gran generación de caja, recurrencia de ingresos, un sólido balance, y un fuerte motor de crecimiento por su excelente distribución geográfica.
Nestle	Nestle es la opción más defensiva dentro del consumo hoy en día. Nestle tiene una cartera de productos muy atractiva (chocolates, aguas, cafés, comida para bebés, etc.) con fuerte exposición a salud y bienestar.
Bayer	Perfil defensivo por diversificación de negocios: posible mejora de márgenes en farma por la integración de Schering, y subida de precios de productos agrícolas por biocombustibles.
Repsol	Visibilidad en el negocio de refino y marketing, noticias del Yacimiento de Carioca, cambios accionariales (La Caixa, Sacyr, Gas Natural y/o YPF). Todo ello, con una política de remuneración al accionista atractiva.

Los cambios respecto al mes anterior son los siguientes:

Entradas	BNP, France Telecom y Novartis	Sube peso	nada
Salidas	ACS y unicredito	Baja peso	Telefónica (Es la mayor posición en cartera)

Mantenemos una "Lista de valores especulativos", donde creemos que aún hay potencial, aunque con una elevada dosis de riesgo. Recordad que este tipo de activo está infraponderado a nivel estratégico (i) porque su exposición a la demanda interna suele ser mayor que en el caso de las grandes –muy diversificadas a nivel geográfico– en un momento de dudas en el consumo, y (ii) porque en un entorno de alta volatilidad, la liquidez agudiza las caídas en las *small caps*. Sin embargo, entendemos que estas ideas pueden cuadrar en inversores muy agresivos:

Viscofán	Técnicas Reunidas	Gral Alquiler Maqu
Vidrala	BME	Enagas

ANALISTAS

Diego Corral
Director Gestión y Análisis

Joseba Granero
Analista Financiero

Alberto Morillo
Analista Financiero

GRUPO CONSULNOR
Telf.: +(34) 94 435 45 60
Fax.: +(34) 94 345 45 61

DIRECTORIO

Barcelona
Rambla Catalunya, 60 Ático 1º
08007 Barcelona – Catalunya
Tel. 93 215 30 10
Fax. 93 215 37 09

Bilbao
Gran Vía, 38 2º
48009 Bilbao - Vizcaya
Tel. 94 435 45 60
Fax. 94 435 45 61

Logroño
Miguel Villanueva, 2-5º of. I
26001 Logroño – La Rioja
Tel. 941 270 858
Fax. 941 270 859

Madrid
Velázquez, 12 – 5ª planta
28046 Madrid
Tel. 91 435 22 94
Fax. 91 781 34 95

San Sebastián
Loyola, 1 1º
20005 San Sebastián - Guipúzcoa
Tel. 943 42 99 81
Fax. 943 42 98 55

Vitoria
Ramón y Cajal, 7 y 9
01007 Vitoria - Álava
Tel. 944 354 560
Fax. 944 354 561

El presente análisis se distribuye con fines únicamente informativos. No constituye una oferta, invitación o incitación para la suscripción o compra de valores, y no constituirá la base de ningún contacto, compromiso o decisión de cualquier tipo. Esta información se amplía con mayor detalle al final del documento

1- Sector de telecomunicaciones

El comportamiento del sector de **TELECOMUNICACIONES** se ha visto recientemente perjudicado por incertidumbres a nivel regulatorio (tasas de terminación de llamadas, revisión de la extensión de los contratos, reducción de plazos en procesos de portabilidad, separación de las redes de telecomunicaciones), alta competencia en los mercados desarrollados o el riesgo de adquisición de compañías. Además, a esto se ha añadido el cuestionamiento acerca del perfil defensivo del sector, en un entorno económico no demasiado favorable para las perspectivas del consumidor que podría afectar al gasto del mismo en servicios de telecomunicaciones. En nuestra opinión, el reciente recorte del sector lo ha dejado a niveles de entrada atractivos (PER 12m: 10,2x), y los riesgos regulatorios o tecnológicos parecen estar puestos en precio. Su alta rentabilidad por dividendo, su generación de caja y su fortaleza en resultados le hacen ganar interés en el entorno actual de mercado. Las perspectivas industriales y financieras del sector permanecen sólidas, donde las nuevas oportunidades de ingresos y la posibilidad de realizar recortes de costes deberían compensar las presiones competitivas. La consolidación del mercado (tendencias en convergencia de tecnologías, necesidad de ganar tamaño) continuará siendo un catalizador clave. Apostaríamos por valores de calidad, recurrencia de ingresos y exposición a mercados con potencial de crecimiento.

- ▶ **KPN** es el líder de telefonía fija, móvil e Internet en Holanda, y tiene el control de los operadores móviles Base (Bélgica) y E-plus (Alemania). Cotiza con múltiples atractivos (PER 12m fwd: 11.7x) y tiene una estrategia clara: (i) compensar la desaceleración de telefonía fija en Holanda con su programa de reducción de costes, (ii) crear valor con la inversión en VoIP (voz por Internet), y (iii) mejorar los márgenes de móviles a través de su estrategia multimarca en Alemania, especialmente atacando a nichos de T-mobile, lo que resulta consistente con la estrategia de establecerse como un operador 'sólo móvil'. No podemos olvidar que podría participar en procesos corporativos, donde es bien conocido el encaje geográfico con Telefónica, que dan un suelo a su cotización en caso de que sus planes estratégicos no salgan adelante. Finalmente, KPN ha sido la única compañía del sector que ha subido las guías operativas para el año en los resultados del 2T'08, lo que demuestra su fortaleza a nivel operativo.
- ▶ Recientemente **Telefónica** envió un comunicado manteniendo unas guías operativas bastante fuertes hasta el 2.010, con unos compromisos de generación de caja y beneficio neto bastante agresivos (BPA'10: 2,304€ y FC'10: 2,87€ con crecimientos CARR: '06-'10 > 10%), colocando la

rentabilidad del accionista como elemento prioritario (dividendo de 1€ pagadero en el 2.008, y un plan de recompra de acciones de 50 millones de acciones hasta finales de año con carácter adicional a los 100 millones de acciones ya adquiridos desde el principio del año). Dentro de la valoración de la compañía, el peso de Latinoamérica es cada vez mayor, una zona geográfica con una prima de riesgo mayor, pero de donde viene la mayor parte del crecimiento de la compañía. Los últimos comentarios que hicieron sobre esta región fueron alentadores, dado que el negocio evoluciona, en general, por encima de los objetivos que marcó -tiene 150.000 clientes en business vs 170.000 para finales de 2.010-. El mercado doméstico sigue siendo la base, con crecimientos gracias al negocio de banda ancha y transmisión de datos "wireless", donde los datos de los últimos meses son positivos. El sentimiento negativo de la macro nacional y de Reino Unido creemos que ya está en precio, y el riesgo corporativo es bajo, ya que los intereses del management están alineados con los inversores, vía opciones que han comprado a títulos personal, y títulos que han comprado recientemente. Mantenemos esta posición como la principal de la cartera, pero bajamos ligeramente el peso como toma de beneficios, tras su gran comportamiento relativo.

- ▶ La evolución de **France Telecom** ha estado marcada, primero por una serie de profit warnings, y posteriormente por el fallido intento de OPA por TeliaSonera. La compañía tiene un perfil de crecimiento moderado, pero una generación de caja elevada y predecible (objetivo 2008 de ventas: +2-3%; FCF: 7.800 mll €). Creemos que el mercado asume que el equipo gestor no es tan bueno como el de KPN y/o Telefónica, y que podría dar sustos en resultados y/o en política de adquisiciones. Dado que creemos que (i) no dará sustos en materia de resultados por las bajas expectativas del mercado, y que (ii) han cambiado su estrategia corporativa, creemos que es una oportunidad de diversificar la posición sectorial. La operación de TeliaSonera era una forma cara de ganar presencia en determinados mercados en crecimiento, pero ha visto que el mercado no está dispuesto a pagar esa vía, y creemos que seguirá intentando crecer inorgánicamente de forma selectiva y directa en determinados países con crecimiento. La tesis de inversión se completa con (iii) una atractiva valoración (PER 12m fwd 8,9x, dy:6,3%).

A pesar del buen comportamiento reciente, su escasa exposición a ciclos, la alta rentabilidad por dividendo, y generación de caja le hace ganar atractivo en el entorno actual de mercado.

Las tasas de terminación de llamadas, la reducción de plazos en procesos de portabilidad, la separación de las redes de telecomunicaciones, la canibalización de ingresos por los nuevos servicios, etc parecen puestas en precio

2- Sector bancario

El sector **BANCARIO** se encuentra cotizando a unas valoraciones muy atractivas (PER 12m Fwd: 9,2x), si bien debido a las incertidumbres referentes al mercado de crédito y el riesgo de exposición de algunos bancos a activos asociados a la crisis subprime, las revisiones de beneficios continúan a la baja. Continúan existiendo presiones en el lado de la financiación, con spreads elevados en los mercados de crédito, riesgo significativo de writedowns adicionales y emisiones de

capital para superar los problemas de liquidez de algunas compañías.

Vemos por el momento precipitado tomar posiciones en el sector de **banca de inversión**, donde las incertidumbres respecto a la exposición a aseguradoras de bonos (*monoliners*) y la exposición neta y bruta al famoso *subprime*, así como inmobiliario y operaciones apalancadas se mantienen, a lo que se

añade la incertidumbre generada por el rescate de la banca británica (HBOS, Lloyds, Barclays, RBS). En la medida en que las incertidumbres existentes respecto al sector se vayan solucionando (las últimas reuniones de los principales países de la eurozona van en esa dirección, aunque la aplicación de las medidas se realizará en cada país con flexibilidad en función de las necesidades), nuestra visión hacia los bancos podría cambiar de manera positiva. No obstante, somos conscientes de que todavía existen una serie de razones que nos hacen mantenernos cautos sobre el sector – el proceso de desapalancamiento es probable que sea alargado y doloroso, será necesario un cambio en los modelos de negocio, la regulación aumentará y el momentum de beneficios continúa siendo muy pobre, debido a un ciclo de morosidad que apenas ha comenzado a aparecer en Europa. Además, el volumen de levantamiento de capital supondrá un freno para el comportamiento de las acciones de los bancos, y existe el riesgo de que los bancos incluso no se aprovechen de la oportunidad de recapitalizarse.

En este momento apostaríamos por banca global con diversificación geográfica y menor dependencia del sector inmobiliario, con acceso a financiación de tipo “retail”, gracias a la cual puedan trasladar a clientes el aumento en los costes de financiación, y que reste necesidades de acudir al mercado interbancario. En cuanto a tamaño, continuamos con la recomendación de jugar bancos grandes y diversificados geográficamente. Por el momento, la idea es seguir evitando en la medida de lo posible la exposición a banca de inversión o al negocio hipotecario en economías endeudadas.

- ▶ Nos gusta el carácter defensivo de los **bancos italianos**. Unicredit mantiene su acertada estrategia de generación de valor a largo plazo, mediante la reinversión en Europa del Este de los ahorros de costes en Italia (Capitalia) y/o Alemania (HVB). A más corto plazo, la poca visibilidad de su división de banca de inversión y cartera de ABS, se unen a la ampliación de capital vía emisión de convertibles y reparto de dividendo en acciones. Por lo que creemos que su comportamiento bursátil no será bueno, y por ello decidimos sacarla de la cartera.
- ▶ En su lugar, entramos en **BNP Paribas**. BNP cuenta con un perfil de ingresos diversificado (margen de explotación 2007: 28% en Minorista internacional; 26% en Minorista Francia; 13% en Gestión de activos y Banca privada; 33% en Corporativa y de inversión). Pese a que su valoración es atractiva a primera vista (PER 12m fwd: 8,1x; PBV; 1,1x), en términos relativos con el sector no resulta tan atractiva. Sin embargo, su nivel de solvencia parece óptimo, con un Tier 1 que superará el 8% tras la compra de Fortis. Esta compra la valoramos positivamente, porque el precio es atractivo, incrementa su base de depósitos, es decir, mantiene su excelente posición de cara a financiación, y el encaje geográfico es la zona de expansión natural del banco. Y cambia el riesgo de adquisición por el de ampliación de capital, que en el caso de Unicredit se ha demostrado que el mercado puede forzarla, aunque el equipo gestor no lo considere necesario en un primer momento.

Los niveles de solvencia de los dos grandes bancos nacionales es tranquilizante. Junto con su reducida exposición a mercados de capitales o trading, hacen que sean nuestras apuestas del sector. Su buena financiación y cómoda situación de capital se refleja en los diferenciales de crédito (A día 15, los CDS cotizan: Goldman 248pb; Merrill 199pb; Citigroup 173pb; UBS 150pb; HBoS 100pb; Santander 77pb; BBVA 67pb; BNP

51pb), que son menores cuanto mejor balance tiene el banco.

- ▶ **Banco Santander** cumple con sus resultados, habiendo empezado a realizarse la creación de valor por reestructuración de Abbey. Junto con Latinoamérica sirve de contrapeso a la desaceleración del crédito y empeoramiento de la calidad del mismo en España. Pero últimamente destaca por aprovechar su buena salud financiera para realizar adquisiciones puntuales, como son (i) la adquisición de Alliance & Leicester, donde aumenta su presencia en Reino Unido con un reducido impacto en números (2% capitalización ~ 2.800 mll € siendo acretivo desde el 2.009), (ii) la compra de los depósitos y oficinas de Bradford & Bingley, que implica más financiación y menor dependencia de mercados mayoristas gracias a los depósitos adquiridos. Y (iii) adquiere la parte de Sovereign que no posea por 1.900 mll \$, financiándolo parcialmente con una ampliación de un 2%, que si bien no es una operación que contribuirá de forma positiva hasta el 2.011, el precio pagado es muy bajo (PBV: 0,3x), reflejando la situación de la entidad adquirida. Aunque queda pendiente la estrategia a largo plazo en EEUU, ya ha dado indicaciones de las medidas a tomar para solucionar la problemática a corto plazo (provisiones por insolvencia y desapalancamiento), y no podemos obviar que es una adquisición que incluye depósitos, que ayudará en la financiación del grupo. Por otro lado, Santander también recapitalizará Abbey, siguiendo las peticiones del regulador local, con 1.260 mll€ con lo que accede a las nuevas facilidades ofrecidas por Reino Unido, lo que demuestra la solvencia del grupo nuevamente. Habrá que estar atentos a lo que cuente en la presentación de resultados sobre su nivel de capital tras tanto movimiento, que creemos que a medio plazo le convertirá en una referencia mundial en el sector.
- ▶ El **BBVA** mantiene la estrategia de crecimiento con la compra de entidades tanto en EE.UU. (Compass) como en Asia (CITIC). Compass ha servido para aclarar la estrategia en EEUU, al aglutinar bajo una misma marca las diferentes actividades de las compras que había estado haciendo. No descartamos que siga reforzando la franquicia estadounidense, pero es evidente que la estrategia en la región gana visibilidad. Se convierte en un foco de potenciales sorpresas, ya que el mercado lo considera una carga, y una posible mejora de la zona, y una buena integración sentaría muy bien en la cotización. En España no cabe duda que tiene una franquicia líder con muy baja exposición a áreas de riesgo, pero conlleva el riesgo de estar en una economía donde la economía familiar tiene altas tasas de endeudamiento. Esto debiera compensarse con su exposición a la economía mexicana, donde Bancomer debiera consolidar su posición de liderazgo, y beneficiarse de una mayor bancarización de la región. Por otro lado, destacamos su fuerte crecimiento estimado en BPA para el periodo 2.006-09 (BPA CARR 06-09: 8,2% vs 6,9% del sector), su alta rentabilidad por dividendo (dy: 7,7%), atractiva valoración (PER 12m fwd: 6,0x vs 7,5x sector), su alta recurrencia de los ingresos, baja exposición a ingresos relacionados con los mercados financieros y su bajo riesgo.

La crisis actual se ha originado a partir de la desconfianza crediticia en el mercado interbancario, y creemos que afectará a los resultados del ejercicio.

Por todo ello, mantenemos una recomendación de cautela en el sector financiero, pese a la atractiva valoración.

3- Sector asegurador

El sector de **SEGUROS** cotiza a valoraciones realmente atractivas (PER 12m Fwd 6,9x), si bien no parece el mejor momento para apostar fuertemente por el sector, ya que se ha quedado sin grandes catalizadores que pudieran provocar un re-rating (cotizar con múltiplos más altos). El momentum de beneficios ha empeorado notablemente durante los últimos meses, y las últimas noticias sobre las aseguradoras de bonos (*monoliners*) no contribuyen a mejorar la imagen del sector, que a pesar de gozar de posiciones de capital satisfactorias, es posible que se vean impactadas por provisiones adicionales como consecuencia de su exposición hacia activos arriesgados. En este entorno de mercado, consideramos más prudente jugar valores con un perfil de negocios más defensivo como “*Property & Casualty*” y con menos exposición a mercado (beta), ya que en el actual entorno negocios como Gestión de Activos o Servicios de Vida podrían seguir sufriendo.

- ▶ La reorganización societaria ha sido un movimiento estratégico que supone un cambio significativo en lo que se refiere a la dimensión de **Corporación Mapfre**, dotándole de una gran capacidad financiera para continuar creciendo. En las reuniones con la compañía destacan el encaje de los últimos acuerdos que han realizado (Bankinter y Caja Castilla la Mancha). Tradicionalmente su política de retribución al accionista ha sido muy conservadora, por ello

sorprendió positivamente la subida del *pay-out* hasta el 40,5%. Esperamos que el final de año sea bueno en materia de resultados, cuando ya que se habrán integrado los minoritarios de Caja Madrid, con lo que habrá más visibilidad en cuentas. A ello se une que será el primer trimestre completo que se integre de Commerce. Con Commerce da el “asalto” al mercado hispano en EEUU, que se hará de forma ordenada y consensuada con el equipo directivo de Commerce que, como parte del acuerdo de compra, permanece al frente de la gestión. Pero queda pendiente la ampliación de capital para reemplazar parte del crédito puente suscrito para comprar Commerce (7% capitalización). Aunque desde Mapfre afirman que no hay nada decidido a ese respecto, existe la incertidumbre de que la realicen en cuanto los mercados de capitales tengan un comportamiento más favorable, lo que introduce algo de incertidumbre en el valor. Por otro lado, Mapfre ya ha llevado a cabo la fase final de la integración de parte de los minoritarios de Caja Madrid, que incluye una ampliación de capital como pago. Y aunque esperamos que los resultados sean buenos, creemos que puede verse lastrado por el sector.

4- Sector utilities

El sector de **UTILITIES** no cotiza a unas valoraciones especialmente atractivas (PER 12m Fwd: 11,9x), pero mantiene su perfil defensivo, así como su visibilidad, que es lo que buscamos en el actual clima de mercado. En el ámbito nacional existen problemas de capacidad en el negocio de generación, compensado por un mejor panorama de las energías renovables, que vio su momento álgido con la OPS de Iberdrola Renovables. El componente especulativo respecto a la reordenación del sector en España volverá a aflorar una vez finalizado el proceso electoral. No obstante, en el plano regulatorio, unas recientes declaraciones del Ministro de Finanzas Belga diciendo que iba a proponer al Gobierno un precio máximo para la generación eléctrica, lo cual reduciría los márgenes, uno de los principales motores de crecimiento del sector en los últimos años. A pesar de que por el momento las propuestas del Ministro de Energía no se han discutido a nivel gubernamental, en un momento de incertidumbre como éste, añaden desconfianza a los inversores, sin olvidar de que el año que viene se celebran elecciones en algunos países europeos como Bélgica o Alemania. Es probable que este tipo de comentarios vuelvan a aparecer y por lo tanto afectarían negativamente al sector. En esta situación, jugaríamos valores con múltiplos poco exigentes, necesidades limitadas de refinanciación, así como baja correlación con el mercado.

- ▶ En **Iberdrola** vemos que tras un periodo en el que ha cotizado una prima corporativa, tiene valor por su modelo de negocio, enfocado en el desarrollo de las renovables, a través de su filial cotizada. Su mix de generación le ayuda a beneficiarse de elevados precios del pool. De sus resultados destacamos, no sólo que Renovables sea el motor de crecimiento, sino que viene acompañado por un recorte de costes en Reino Unido y LatAm. Para el resto del año esperamos que sea bueno en resultados por la aportación de Scottish Power y Energy East, que empieza a consolidar a partir del 4T'08. En materia corporativa las incertidumbres se mantienen, y

no descartamos que ACS busque algún acuerdo con las grandes utilities europeas.

- ▶ **E.on** nos gusta por su distribución geográfica en Europa, presente en los principales países entre los tres primeros operadores, con los negocios de gas y electricidad integrados. Su mix de generación es otro de los puntos fuertes, ya que el 40% no produce CO₂. Confiamos en que resultados sean buenos, y de menos a más en los próximos trimestres, lo que se combina con un sólido y eficiente balance. Creemos que la creación de valor vendrá (i) del alza de los precios de la electricidad, que dependen de la evolución del carbón, más que del crudo, factor que ha castigado a la acción en el corto plazo, (ii) de las oportunidades que dan una mayor apertura a la construcción de energía nuclear, (iii) de lo beneficioso que puede ser una regulación europea (NAP III) si es exigente con la emisión de CO₂, y (iv) si bajan los precios de los componentes de generación, en especial los relacionados con energía eólica. Como toda inversión hay riesgos implícitos, que en este caso serían una bajada drástica de los precios de las materias primas, una regulación europea que abogase por mayor competencia y/o que las relaciones con Rusia se deteriorasen aún más, con el impacto que tendría en la política energética alemana.
- ▶ Seguimos en **RWE**, cuya principal diferencia con EON es que muy contaminante (CO₂), es decir, que un NAP III (nueva regulación) exigente le perjudica. Al haber vendido recientemente American Water tiene un balance ineficiente, por lo que combinará crecimiento orgánico en (i) nucleares en Bulgaria, Rumanía y Reino Unido (con British Energy); (ii) renovables en Europa del Este (hidráulicas), Reino Unido y Holanda; y crecimiento inorgánico. Creemos que, tras la OPV de American Water, seguirá vendiendo su participación hasta tener algo menos del 50%, lo que podría llevar a nuevos planes de recompra de

acciones y/o algún dividendo extraordinario o incremento del payout (porcentaje del beneficio que se destina al pago de dividendos). Lo que se

une a su ya atractiva política de remuneración al accionista (dy: 6,2%).

5- Sector de tecnología

En cuanto al **sector TECNOLÓGICO**, cotiza a unas valoraciones atractivas gozando de unos crecimientos de beneficios positivo (BPA CAGR '06-09: 15%), aunque a la baja debido a las expectativas de disminución de la inversión empresarial como consecuencia de una posible crisis económica. Para el sector de redes, 2008 se presenta como un año complicado, debido a las bajas perspectivas de inversión de las operadoras en TI, la guerra de precios vigente en el sector o la competencia de suministradores asiáticos (Huawei, ZTE), que continúan ganando contratos en Europa. En el negocio de terminales, las estimaciones de crecimiento en volúmenes para 2008 se han revisado hacia la parte baja del rango inicial, debido sobre todo al mercado de reposición, y el precio continuará siendo la clave para aumentar la penetración en emergentes, donde se encuentra el mayor potencial de crecimiento, por lo que la tendencia es probable que sea de precios (ASPs) y márgenes a la baja ante la llegada de suscriptores con rentas cada vez más bajas. Por otro lado, la llegada del I-Phone de Apple debería llevar a los fabricantes a reducir los precios de sus modelos estrella para poder competir con él, lo que tendría un efecto negativo adicional en márgenes. El entorno macro nos lleva a esperar un ciclo bajista en semiconductores, y ante la falta de visibilidad, a lo que se añade cierta sobrecapacidad en la industria (sobre todo en el segmento de memorias) recomendamos no jugar el sector, donde las reestructuraciones, la reducción de costes y la consolidación serán factores clave. Finalmente, la percepción sobre el negocio de software también se ha visto recientemente afectada por el inesperado *profit warning* de SAP. Preferiríamos jugar compañías con recurrencia de ingresos y un

perfil de negocio más defensivo y con menos exposición al ciclo.

- ▶ En **Indra** encontramos visibilidad de resultados, saneado balance y poca exposición al ciclo. Indra adelantó la publicación de sus objetivos de crecimiento y rentabilidad para 2008 a la publicación de resultados de 2007. Los objetivos están muy en línea con las estimaciones y arrojan unos crecimientos importantes (BPA CARR '06-'09: 19,0%). Los crecimientos estimados para 2008 son cercanos al 10% en las divisiones de (i) Transporte y tráfico, (ii) Telecom y media, (iii) Energía e Industria y en (iv) Defensa. Mejoraron su estimación hasta el doble dígito para (iv) Salud y (v) financieras. Nos gusta el perfil defensivo del sector, y la confianza que transmite con estos objetivos de crecimiento y rentabilidad, formulados en un entorno de desaceleración económica, donde hará valer su posicionamiento de mercado (número 1 en TI en España y posición reforzada en Latam tras la integración de Azertia y Soluziona) y su mix de negocio (con carácter defensivo gracias al peso de Defensa y al carácter institucional de cerca de un 65% de sus clientes). Además, su sólido balance le permitirá realizar alguna adquisición oportunista tras las caídas en bolsa, o remunerar al accionista en caso de no encontrar adquisiciones atractivas. Donde hay un cambio de percepción es en la actitud de Fenosa, de quien se esperaban aumentos de participación hasta el 20% (vs 15% actual). Sin embargo, tras la OPA de Gas Natural, deben aclarar su posición en esta participación.

6- Sector de consumo cíclico

En cuanto al **sector de CONSUMO CÍCLICO**, preferimos mostrar un enfoque subsector a subsector, dada su heterogeneidad.

En el **sector de autos**, los crecimientos proyectados por los analistas parecen descontar únicamente los beneficios implícitos en los procesos de reestructuración que se están llevando a cabo en el sector, olvidándose de los retos a los que se enfrenta actualmente (problemas de sobrecapacidad, gran número de players, competencia cada vez más agresiva, apertura de capacidad en países de bajo coste, etc.). En un entorno económico incierto, presión en los mercados de capitales y datos recientes a la baja en ventas procedentes de EEUU y Europa Occidental, creemos más aconsejable adoptar una visión conservadora en los crecimientos proyectados, y mantenernos infraponderados por el momento.

En cuanto al **sector de media** en un entorno de mercado de mayor volatilidad, percepción de desaceleración del ciclo y pérdida de gran parte de la prima con el que ha cotizado históricamente el sector (PER 12m: 10,2x), creemos más adecuado posicionarse en historias de diversificación de negocios frente a compañías con mayor exposición al ciclo publicitario así como valores defensivos y menos expuestos a una posible desaceleración de la economía.

El **sector de retail** parece encontrarse con unas valoraciones más atractivas tras los últimos meses de recortes, no obstante las revisiones de beneficios durante el último mes han sido negativas. El sentimiento de mercado respecto al sector se encuentra en un momento pesimista, lo cual le hace más sensible a la aparición de noticias positivas. Esto se debe probablemente por su exposición al ciclo económico y por el miedo a que los resultados de compañías del sector decepcionen en este entorno, lo que hace necesario cuidar los niveles de entrada en este entorno de mercado.

Las **aerolíneas** han sufrido una sustancial rebaja de sus estimaciones de beneficios para los próximos ejercicios como consecuencia de la desaceleración global, y la americana en particular, excepto en el caso de las de bajo coste. A pesar de que la presión del crudo se ha aligerado sensiblemente con los últimos descensos, el deterioro del entorno macroeconómico y la ralentización de volúmenes como consecuencia de la debilidad de la demanda, nos hacen mantener la cautela respecto al sector. Dicho esto, la gestión de la base de costes, una capacidad disciplinada y la experiencia de las aerolíneas tradicionales debiera permitir al sector mostrar cierta fortaleza en periodos difíciles.

7- Sector de consumo estable

En el **sector de CONSUMO ESTABLE** el momentum de beneficios se muestra relativamente sólido, probablemente debido a la reciente revalorización del dólar, así como a la relajación de las materias primas, que tiene un claro impacto en márgenes. Si este escenario de materias primas a la baja continúa, preferiríamos jugar productores de alimentación antes que minoristas, ya que el componente defensivo de estos últimos ha sido cuestionado en los últimos meses, debido al entorno de ralentización de demanda en los hogares así como los cambios en el comportamiento del consumidor. No obstante la visibilidad, el liderazgo de marca, la diversificación geográfica o la remuneración al accionista serán aspectos fundamentales a la hora de hacer *stock picking*.

- ▶ La paradoja que se da cuando la economía tose es que lo primero que se resiente es el consumo (el bolsillo del ciudadano de a pie), sin embargo, son los valores de consumo no-cíclico donde el dinero se refugia, ya que lo que se prima es la recurrencia de ingresos. Seguimos con **Carrefour**. El cambio de sentimiento hacia esta compañía vino de la mano de Colony, un capital riesgo que ha entrado en el accionariado –y que en la Junta General ha recibido el acceso a dos puestos del consejo- y que ha impulsado una gestión más dinámica. La compañía tiene aún mucho recorrido en el desarrollo del comercio del “non-food”, con mayores márgenes, pero mal momento macro, que se compensará por su distribución de marca blanca. Sin embargo, la mala evolución en Francia no pinta un escenario positivo para los próximos meses, lo que llevó a cambiar las guías para final de año (crecimiento de ventas y EBIT del 7%, y que se interpretaron como un *profit warning*, al cambiarlo desde el crecimiento de ventas del 6-8% con margen EBIT creciento). La compañía tomará medidas: (i) Retomarán las promociones en Francia, (ii) acelerarán el plan de conversión de Champion en Carrefour, -este año transformarán 150 tiendas,

en lugar de las 100 previstas inicialmente,, y (iii) seguirá con la creación de Carrefour property cuando las condiciones de mercado lo permitan. Finalmente, la recurrencia de sus flujos de caja (PCF: 4,6x vs 6,2x sector) garantizan una elevada retribución al accionista en los próximos años (dy: 3,6%, y recompra de acciones cercano al 5%). Por su atractiva valoración (PER 12m fwd: 9,0x) es una oportunidad de largo plazo.

- ▶ **Nestle** es la opción más defensiva dentro del consumo. Nestle tiene una cartera de productos muy atractiva (chocolates, aguas, cafés, comida para bebés, etc.) con fuerte exposición a salud y bienestar. El principal foco de atención en la publicación de resultados fueron los volúmenes, por las fuertes alzas de precios llevadas a cabo por la compañía en buena parte de sus productos como consecuencia del incremento del coste de input, en particular los lácteos y el café. Por su parte, creemos que la compañía ha seguido generando márgenes y que éstos alcanzaron un 13,8%. Es una compañía que paga una buena retribución al accionista (dy: 2,0% y un plan de recompra de acciones de 8.300 mll francos suizos en 2.008) y, dado el cambio de Consejero Delegado, no esperamos movimientos corporativos significativos en 2008. Nestlé ha vendido el 24,85% de Alcon a Novartis por un importe de 10,600 mll dólares, pero han acordado la venta del resto de la compañía a partir del 2.010. De esta forma, el programa de recompra de acciones no corre peligro, por lo que cabe esperar algún movimiento corporativo que refuerce su línea estratégica de *Health, Nutrition & Wellness*. No podemos descuidar su atractiva combinación de valor (PER 12m fwd: 12,9x) y crecimiento (BPA CARR 06-09: 12,2% vs. +6,1% Eurostoxx50, con riesgo de revisión a la baja).

8- Sector farmacéutico

El **sector FARMACÉUTICO** continúa enfrentándose a unos débiles fundamentales: baja productividad del pipeline (medicamentos en fase avanzada de estudio), caída en la aprobación de nuevos fármacos o la próxima expiración de importantes patentes, por no hablar de la incertidumbre generada por la proximidad de las elecciones en EEUU, lo que hace que cotice a unas valoraciones aparentemente atractivas que no hacen sino reflejar los riesgos por los que está atravesando el sector. No obstante, se trata de uno de los sectores con momentum de beneficios más sólido, que se explicaría por su carácter defensivo en el entorno actual de mercado, dada su baja correlación con el ciclo económico, así como su bajo endeudamiento a nivel general, además de su exposición al dólar. En caso de jugar el sector, optaríamos por empresas con diversificación de negocios y con una cartera de medicamentos que les reporten cierto grado de recurrencia en los ingresos.

- ▶ **Bayer** sigue siendo una historia atractiva por su perfil defensivo, por su diversificación por producto y zona geográfica. Tiene desde *blockbusters* (fármacos con potenciales ventas de más de 1.000 millones de dólares) y aspirinas (algo más de un 1% de sus ventas '06) en su división farmacéutica, hasta pesticidas y abonos en la división de química agrícola - donde

estamos apostando por el desarrollo de las tierras destinadas a cultivos para el desarrollo de los biocombustibles-, pasando por el poliuretano de la división de Materiales. La compañía tiene unas altas expectativas de crecimiento (EPS CAGR '06-'09: 24,9%), y creemos que podrán mejorar por (i) mejoras de márgenes en la división farmacéutica al integrar Schering, (ii) el mayor uso de biocombustibles por incrementos en el precio de productos agrícolas, y (iii) el valor que podría aflorar de la aprobación de fármacos en fase avanzada de estudio (Rivaroxaban para la trombosis y Kogenate para la Hemofilia). Recientemente ha tenido un comportamiento flojo en bolsa por su división de materiales, donde ya teníamos una visión negativa, pasando a un segundo plano la reducción de costes en pharma y/o las noticias desde su pipeline: Xarelto ha sido aprobado para comercializarse en Europa, mejorando al hasta ahora habitual Lovenox de Sanofi-Aventis como anti-trombótico post-cirugía. Se mantiene como una de las apuestas de la cartera.

- ▶ **Novartis** entra en cartera por su perfil defensivo dentro de un sector nada relacionado con el ciclo. Ese perfil defensivo viene de la división de vacunas y diagnosis (4% de las ventas '08),

productos farmacéuticos de consumo (14% de las ventas '08)) y sobre todo de Sandoz (19% de las ventas '08). Recientemente se realizó de día del inversor de Sandoz, donde la conclusión es que los ingresos de esta división vendrán de las ventas de genéricos (73% de las ventas de la división), pero no debemos obviar posibles sorpresas de su investigación en sacar nuevos productos biofarmacéuticos, de donde procede el resto de los ingresos de esta división. La compra de Alcon, que es la antigua división oftalmológica de Nestlé, apoya esa estrategia de diferenciarse del negocio tradicional farmacéutico. Se espera que empiece a consolidar esta división en el 2.011. Dentro de la división de farma tradicional prestamos atención (i) en resultados a Diovan

(hipertensión) y Gleevec (oncología), (ii) en el pipeline a los resultados de la combinación de Tektura y Diovan con un diurético. (iii) No podemos olvidarnos de que la patente de Diovan (22% de las ventas '08 de la división) vence en junio de 2.011 en Europa, al igual que la patente de Femara (Cáncer de pecho; 4% de las ventas '08 de la división) en EEUU. La valoración de Novartis está ligeramente por encima a la del sector (PER 12m fwd: 11,5x vs 11,2x sector; EV/EBITDA: 9,1x vs 8,9x sector; dy: 2,3% vs 2,6% sector), pero creemos que merece cotizar con prima por esa diversidad de ingresos operativos. Entra en cartera para afianzar la percepción de bajo riesgo.

9- Sector de infraestructuras

El sector de **INFRAESTRUCTURAS** se encuentra cotizando a niveles más razonables (PER 12m Fwd: 8,2x) tras los últimos recortes, no obstante el sentimiento negativo sobre la economía española sigue vigente. Dentro del sector nos gustan compañías con generación de caja, exposición limitada a negocios cíclicos como construcción o residencial y una mayor exposición a utilities, servicios, obra civil, etc, con el fin de poder atender con solvencia a las diferentes necesidades de inversión (capex), compromisos de financiación o las necesidades de fondos destinados a la remuneración de los accionistas. Su elevado endeudamiento en un entorno de endurecimiento en las condiciones de financiación, hace que sea necesario tomar posiciones con mucha cautela, dada la volatilidad actual del mercado. Es probable que exista valor en algunas compañías determinadas, pero hasta que no se produzca una racionalización del riesgo, y una reducción del apalancamiento del sector

con el fin de centrarse en competencias "core", es complicado que dé un giro y se produzca una expansión de múltiplos en el sector.

- ▶ ACS mantiene un alto potencial crecimiento orgánico de las ventas e ingresos (BPA CARR 06-09: 15,6%), superior a la media en todas sus franquicias. Pero es evidente que hay una disputa en Iberdrola, donde ahora dudamos que al final de la batalla haya creado valor para los accionistas, como ha demostrado con la venta de Unión Fenosa (el 45,3% a 18,33€ ~ 7600 mll€). Además, esta venta implica una caída de resultados para el año que viene, no sólo por las plusvalías de este año, también por la desconsolidación de ese negocio.

10- Sector industrial

Dentro del sector **INDUSTRIAL**, dada la actual coyuntura evitaríamos compañías con modelo de negocio arriesgado, y apostaríamos por valores con visibilidad de demanda, cartera de pedidos sólida, exposición a mercados de crecimiento y reducida exposición a las incertidumbres existentes en EEUU (inmobiliario, exposición al ciclo económico, etc.). El momentum de beneficios parece mostrarse relativamente sólido de acuerdo a las guías ofrecidas por las compañías, y las valoraciones se encuentran en niveles más atractivos. En el actual entorno en el que la visibilidad se presenta como un bien escaso, el mercado prestará una gran atención a las guías ofrecidas por las compañías de cara a futuro. No obstante, con la actual volatilidad y el débil escenario dibujado por los últimos datos macroeconómicos que hace poner en duda las previsiones de las compañías para el próximo ejercicio, podría ser buena idea realizar plusvalías en los rebotes en aquellos valores que hayan tenido un mejor comportamiento y tomar posiciones en aquellos que con buenos fundamentales, más hayan sufrido.

- ▶ **Schneider Electric** es el líder de distribución eléctrica (65% de las ventas) y automatismos industriales (25% de las ventas). Los catalizadores de la acción son (i) la demanda de productos de bajo voltaje (ej. interruptores automáticos) en edificios no-residenciales (40% de las ventas), así como (ii) la inversión eléctrica en fábricas industriales (electricidad que optimice la productividad), que es el 30% de las ventas. Su crecimiento inorgánico se ha centrado en compañías de pequeño tamaño, pero esta estrategia cambió a finales de 2.006 con la compra de APC, que transforma las perspectivas de la compañía. El movimiento se entendió como

defensivo por el alto precio pagado, pero es cierto que mejora su estructura financiera y las perspectivas a medio plazo, y que debiera empezar a demostrarse hoy en día, al reducir su carácter pro-cíclico, y ampliar su diversificación geográfica. Schneider Electric ha presentado unos resultados muy sólidos, aunque lo más positivo ha sido el tono de confianza en sus objetivos (ventas:+6-8%, y margen EBITDA del 15%). Por zona geográfica, la debilidad ha estado en mercados maduros (EEUU: +10.9% en moneda local y Europa +6.9%), mientras que el motor de crecimiento son los emergentes (31% de las ventas), como ha reafirmado su CEO recientemente en una entrevista en el Financial Times.

- ▶ Mantenemos la apuesta en **Man** no sólo por su visibilidad, solidez de resultados, también por la atractiva valoración (PER 12m fwd: 5,3x EV/EBITDA'07: 2,6x vs. 6,0x sector) y diversificación geográfica (Europa Este). A nivel sectorial destaca que hay una escasez significativa de camiones por el incremento de la demanda desde Europa Oriental, que debería conducir a mejoras de la rentabilidad de industria en general, tal y como insinuó en su día del inversor. En sus últimos resultados han mostrado una gran fortaleza, con un crecimiento de las ventas del 19,4%, aunque la cartera de pedidos ha caído un 8%, anticipando un 2.009 complicado, pero que creemos que ya está en precio, estimándose en muchos casos, caídas de márgenes hasta niveles inferiores al 8% a partir del 1T'09 (vs. Niveles del 11% en los dos últimos trimestres). Además, han cambiado sus guías para el año, desde un crecimiento de las ventas

del 5% para el 2.008, al 10%, con un margen cercano al 12%. El riesgo en esta compañía es una desaceleración mayor de lo que hay en precio, pero en ese escenario creemos que una potencial fusión con Scania volvería a plantearse (lo que crearía valor para ambas compañías). Recordad que tienen participaciones cruzadas (Volkswagen tiene un 30% de Man y un 41,8% de

Scania; Man tiene un 17,9% de Scania). Una fusión entre Man y Scania haría que el 75% de volúmenes de camiones europeos se concentrara en tres productores, por lo que habría capacidad de crear valor si las autoridades de competencia no ponen impedimentos.

11- Sector de recursos básicos

En el **sector de RECURSOS BÁSICOS**, las valoraciones se encuentran a niveles algo más atractivos tras los recientes recortes motivados por el descenso de las materias primas. No obstante, el momentum se ha ralentizado notablemente debido al miedo a una recesión global y su vinculación con el ciclo económico lo que podrían perjudicar notablemente sus resultados.

En el **sector de químicas**, optaríamos por empresas de crecimiento, con visibilidad de resultados (guidance), poder de fijación de precios, así como cierto componente defensivo en su perfil de negocio (agroquímicas, gases industriales, farma, etc.), ya que su comportamiento podría sufrir si la desaceleración de la economía global es mayor de lo que se está descontando y las materias primas continúan presionando los márgenes. El componente de M&A podría también cobrar importancia en este subsector, dada la sólida situación de sus balances y al bajo ratio de deuda/ebitda que poseen.

- ▶ **Air Liquide** es el líder mundial en gases industriales (oxígeno, nitrógeno, hidrógeno, etc.), reagrupando sus actividades en clientes industriales (42% ventas), grandes industrias

(33% ventas), salud (16% ventas) y electrónica (9% ventas). Air Liquide transporta esos gases de tres maneras: botellas, camiones o gasoductos, desde un polígono industrial donde tiene un contrato de largo plazo con un gran cliente, desde donde incrementa capacidad para servir a otros clientes. Hasta ahora, el motor de crecimiento ha sido el hidrógeno, pero prevé que en los próximos años sea el oxígeno, sobre todo por sus usos en producciones energéticas en países emergentes. La estrategia actual se justifica por la alta visibilidad que da a la cuenta de resultados, una estrategia de contratos de largo plazo (15 años de duración), siendo un mercado muy concentrado con altas barreras de entrada, y donde constantemente salen nuevas aplicaciones a sus productos. Tras las adquisiciones del 2.007, el apalancamiento es superior a otras veces (Deuda/EBITDA; 1,7x vs 0,7x histórico), pero puede afrontar su plan de crecimiento sin que corra peligro su rating (S&P: A), que permitirá que mantenga su plan de recompra de acciones (2% anual), y crecimiento del dividendo (dy: 2,4%).

Dentro del sector de recursos básicos confiamos en el sector químico con exposición a emergentes y sólida posición en nichos de mercado

12- Sector de petróleo y gas

En cuanto al **sector de PETRÓLEO y GAS** si bien los precios del crudo han disminuido recientemente, su elevado nivel se justifica por los problemas estructurales del mercado y una importante distorsión entre demanda (impulsada por 'el hambre' energética de los países emergentes) y oferta (controlada por la OPEP y que sufre de 'infrainversión'), además de su carácter de activo refugio. Las empresas de refino ganan atractivo dada la persistencia de cuellos de botella en el sector, y el sector sigue gozando de un notable momentum de beneficios, siendo de los pocos que sigue gozando de una condición financiera sólida, así como de una saludable generación de cash-flows y reparto de dividendos. La perspectiva de elevados precios de petróleo y su atractiva valoración apoyan la tesis de sobreponderar el sector como opción defensiva considerando la gran volatilidad del mercado. Por otro lado, podríamos ver mejoras en aquellas compañías que tengan exposición a gas, un negocio con buenos fundamentales (restricciones de oferta, demanda fuerte, crecimiento del poder de fijación de precios) que el mercado parece estar ignorando en los últimos meses.

- ▶ El yacimiento de Tupi ha sido el gran revulsivo en **Galp**. Recordamos que la exploración y futura extracción de las reservas de hidrocarburos de este yacimiento brasileño lo lleva a cabo una compañía participada por Petrobrás (65%), BG Group (25%) y Galp (10%). Inicialmente se estimaba que habría entre 1.000 y 10.000 boe (millones de barriles de petróleo equivalente), hasta que Petrobrás anunció que los primeros estudios apuntaban al rango 5.000 – 8.000 boe. Sea lo que fuere, este yacimiento cambia el perfil de Galp, que pasará a ser un competidor de tamaño medio en la extracción y producción. Las

noticias podrían seguir en esta línea en el yacimiento adyacente de Júpiter o en Angola, donde la compañía espera doblar en 4-5 años su negocio de extracción y producción. Y no se puede descuidar la apuesta doméstica por el gas ni la evolución del tradicional negocio de refino.

- ▶ El principal catalizador de **Repsol YPF** seguirá siendo la reestructuración corporativa, buscando reducir el peso en la división de Extracción y Producción en Argentina y rotar los pilares hacia Golfo de México (Ghengis Khan y Shenzi), Libia, Argelia, Brasil (Carioca y Albacora Leste), Perú (bloque 39 y Perú LNG) y Canadá. El Plan Estratégico muestra proyectos con buena visibilidad, aunque agresivos. Las claves serán (i) la visibilidad en el negocio de refino y marketing, donde la principal inversión anunciada ha sido la planta de Cartagena (3.200 mll €) para (1) aumentar la capacidad de refino y conversión, y (2) para procesar un mix con crudos más pesados y con mayor contenido en azufre. Y (ii) las noticias del Yacimiento de Carioca, donde creemos que acabamos de ver el comienzo de un flujo de noticias positivo de cara a ver mejoras en las reservas del grupo, haciendo de Repsol un grupo más integrado. La política de remuneración al accionista es cada vez mejor, además de por la caja que prevén generar (15.000 mll € en el 2008-2012), por la desinversión en activos que en 2-3 años tengan una TIR inferior al 12% (activos no integrados en LatAm o Europa, o downstream en los que no sean líderes). Mientras tanto, la situación accionarial no es estable: La Caixa, Sacyr, Gas Natural y/o YPF, lo que conlleva rumores como el posible interés de

Total y RD en el 20% de Sacyr. Mantenemos una fuerte posición en cartera.

- ▶ Seguimos en **Total** para diversificar la apuesta de Extracción y Producción, que tenemos vía el Yacimiento *off-shore* de Brasil vía Galp y Repsol. Total es una petrolera con gran peso en Extracción y Producción (92% EBIT del 2T'08 viene de upstream). La compañía está diversificada geográficamente gracias a sus inversiones en el pasado, aunque está expuesta a países con alto riesgo geopolítico. La estrategia de la compañía busca (i) incrementar su producción, como el sector en general (Repsol y/o Galp son dos ejemplos), (ii) diversificar tipo de energía, sobre todo ganando peso en GNL y nuclear, (iii) mantener liderazgo en refino en Europa, pese a su bajo peso en la cuenta de resultados, mientras (iv) desinvierte en sus

participaciones no-estratégicas (Sanofi-Aventis). Sus últimos resultados han estado ligeramente por encima de lo esperado, pese a presentar unos crecimientos del 26% en dólares, ya que tanto BP como RD anticipaban un fuerte crecimiento. En producción se ha visto un ligero crecimiento del 1,4%, aunque quitando las anomalías ha sido un fuerte 3%. Sus guías en este sentido apuntan hacia Angola, Congo y Qatar, que podrían ser los proyectos que den un buen resultado los próximos trimestres. Además mantiene una atractiva valoración (PER 12m fwd: 5,7x, dy: 5,4%), junto con sólido balance (Deuda/Ebitda: 0,3x) donde no se tiene en cuenta la posible generación de caja con la venta de su participación en Sanofi-Aventis.

CARTERA RECOMENDADA

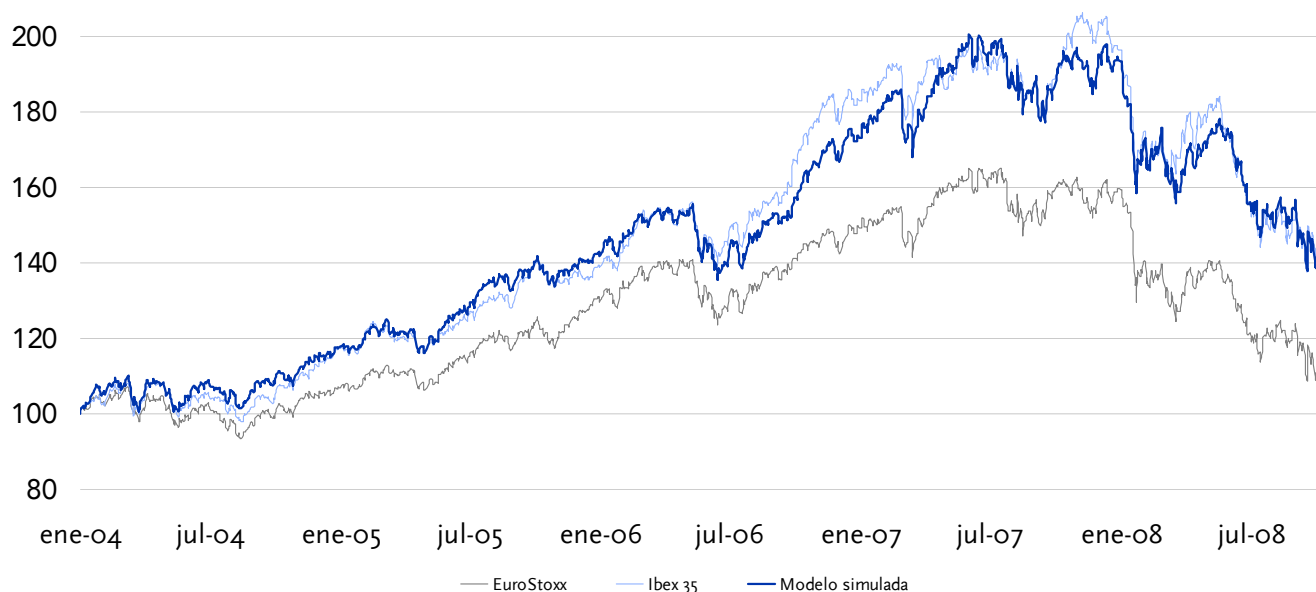
Sector	Peso	Valores recomendados
Telecoms	20,2 %	Telefónica, France Telecom y KPN
Industriales	7,8 %	Schneider y Man AG
Aseguradoras	3,0 %	Mapfre
Petróleo	12,8 %	Repsol YPF, Galp y Total
Bancos	16,7 %	BBVA, Santander y BNP Paribas
Farmacia	11,7 %	Bayer y Novartis
Consumo	9,2 %	Carrefour y Nestle
Tecnología	3,8 %	Indra
Utilities	9,9 %	Eon, RWE e Iberdrola
Industrias Básicas	4,9 %	Air Liquide

Datos básicos

Ratio	Modelo	IBEX 35	EuroStoxx 50
PE 12m fwd	8,9 x	9,8 x	8,6 x
dy	5,0 %	4,8 %	5,6 %
Crec BPA			
* 07/06	14,5 %	16,4 %	8,4 %
* 08e/07	5,4 %	4,9 %	-1,2 %
* 09e/08e	8,2 %	7,8 %	11,5 %
3m ERR	-0,2 %	-0,8 %	-1,7 %

Comportamiento

15 - oct - '08	Modelo	EuroStoxx 50	Ibex 35
RTB '08	-37,61 %	-41,4 %	-36,1 %
Alpha '08		3,8 %	-1,5 %
RTB 2007	11,8 %	6,8 %	7,3 %
RTB 2006	22,1 %	15,1 %	31,8 %
RTB 2005	20,4 %	21,3 %	18,2 %
RTB 2004	17,8 %	6,9 %	17,4 %
volatilidad	19,0 %	18,8 %	18,8 %



El presente análisis ha sido preparado por Consulnor Servicios Financieros S.V., S.A. por su propia cuenta. Se publica para su circulación general y se distribuye con fines informativos únicamente. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, la situación financiera ni las necesidades particulares de cualquier persona específica que pueda recibir este informe. Los comentarios, opiniones, previsiones y estimaciones de este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. La información recogida en el presente documento ha sido obtenida de varias fuentes consideradas fiables, si bien Consulnor Servicios Financieros S.V., S.A. no concede ninguna garantía, expresa o implícita, sobre su exactitud, integridad o corrección. Consulnor Servicios Financieros S.V., S.A. no se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en este documento y queda exento de toda responsabilidad por las pérdidas de cualquier naturaleza, que se pudieran ocasionar como consecuencia de la utilización del presente documento. El presente documento no constituye una oferta, invitación o incitación para la suscripción o compra de valores, y ni este documento ni su contenido constituirán la base de ningún contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Este documento se provee únicamente a contrapartidas de mercado y a inversores especializados, quienes deben tomar sus propias decisiones de inversión. Los inversores deben buscar asesoramiento financiero relacionado con la idoneidad de la inversión en cualquier valor o estrategia de inversión mencionada o recomendada en este análisis y deben entender que no pueden realizarse afirmaciones relacionadas con perspectivas futuras. Los inversores deben ser conscientes de que los rendimientos de dichos valores, si los hubiera, pueden fluctuar y que el precio de cada título o valor puede subir o bajar. En consecuencia, los inversores podrían recibir una cantidad inferior a la invertida originalmente. El comportamiento pasado no constituye necesariamente una guía para el comportamiento futuro. Cualquier opinión, estimación, predicción o recomendación aquí contenida y las inversiones a las que se refieren pueden no ser adecuadas para los inversores por razón de su específica posición financiera y objetivos de inversión. Consulnor Servicios Financieros S.V., S.A. o alguna entidad perteneciente al Grupo Consulnor (o sus consejeros, ejecutivos, directores, empleados y beneficiarios de programas de empleados) pueden tener una posición en cualquiera de los valores objeto, directa o indirectamente, o pueden negociar por cuenta propia o ajena con tales valores, o prestar servicios de asesoramiento o de otro tipo al emisor de los valores mencionados o a compañías vinculadas al mismo o tener otros intereses o realizar transacciones con dichos valores. Queda prohibida la reproducción total o parcial del presente documento así como la distribución del mismo a terceros, sin la previa autorización expresa de Consulnor Servicios Financieros S.V., S.A.