

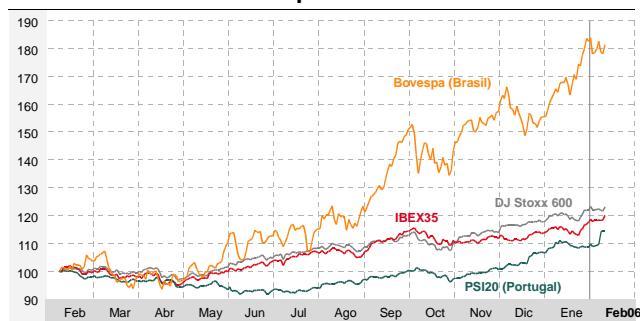
THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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

Juan José Fernández
(34) 91 289 3704
jjfernandezg@gruposantander.com

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

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 10-feb	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	324,3	0,6	2,5	4,4	4,4
S&P 500	1.263,8	-0,6	-2,0	1,2	1,2
Bono a 10 a. zona euro	3,48	-0,8	5,2	4,5	4,5
Bono a 10 años EEUU	4,54	0,1	2,4	3,1	3,1
Tipo inter. 3M zona euro	2,58	0,9	3,7	3,9	3,9
Tipo interés 3M EEUU	4,51	0,9	5,3	10,7	10,7
Euro-dólar	1,20	-0,5	-0,8	1,0	1,0
Barril de Brent (US\$)	60,5	-3,6	-2,7	2,9	2,9
CRB (US\$)	344,2	1,5	6,8	2,1	-1,2

Fuentes: Bloomberg.

Universo de cobertura Santander Investment – Valoración

	PER		EV/EBITDA		TACC 3 a		RpD P/Vc	
	2005	2006	2005	2006	BpA	EBITDA	2005	2006
CAC40	18,0	14,7	7,8	7,3	11,3	14,8	2,7	2,5
DAX30	17,2	14,9	7,0	6,5	12,5	9,1	3,0	2,4
MIB30	17,1	14,9	6,7	6,4	13,1	6,4	4,1	2,4
PSI20	16,6	14,6	9,4	8,7	11,1	5,6	3,7	2,3
IBEX35	16,5	15,8	8,8	7,9	12,1	7,5	3,5	3,2
DJ Stoxx 600	16,7	14,8	8,8	7,7	12,4	12,6	3,1	3,2
DJ Stoxx 50	14,5	13,2	8,4	7,7	12,2	11,9	3,4	2,8
DJ Euro Stoxx 50	15,6	14,1	7,7	7,1	11,4	9,9	3,4	2,6
P. lb. B. capital	10,9	12,9	5,0	5,7	-24,2	-24,7	2,7	1,8
P. lb. Construcc.	20,2	18,0	10,3	9,3	14,4	11,2	1,7	3,0
P. lb. B. cons.	21,7	19,1	10,0	8,9	-1,9	-3,4	2,9	4,3
P. lb. Serv. cons.	14,5	16,1	10,9	10,9	4,2	8,3	2,2	2,4
P. lb. Finan.	14,6	12,6	NA	NA	21,4	NA	3,6	2,2
P. lb. Petr. y gas	12,2	11,0	6,4	6,2	5,1	-2,6	2,5	2,1
P. lb. TMTs	29,3	23,3	11,1	9,9	-13,0	-22,4	1,9	6,0
P. lb. Utilities	19,5	16,9	9,5	8,6	-5,8	-2,3	3,3	4,1

Fuentes: Bloomberg y JCF.

Puntos destacados

- La semana pasada celebramos en Madrid nuestra XII Conferencia anual de *small y mid caps* de España y Portugal, que contó con la asistencia de 30 compañías y 200 inversores institucionales.
- Las compañías que atrajeron mayor atención fueron **Sol Meliá, La Seda de Barcelona, Abengoa, Viscosán y Uralita.**
- Algunas compañías a tener en cuenta: **Campofrío, BPI, Impresa y Aguas de Barcelona.**

Puntos de interés

- Aires de cambio para FCC; aumentar posiciones.
- La subida de impuestos del tabaco afecta a la rentabilidad del sector: en actividad corporativa, preferimos **Logista a Altadis.**
- Ferrovial**, un comprador agresivo con una trayectoria sólida.
- El mercado no tardará en eliminar el descuento por *holding* de **Aguas de Barcelona.**

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 10-feb	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.876,5	1,3	2,2	3,4	3,4
DAX30	5.548,9	2,2	1,9	2,6	2,6
MIB30	36.440,0	1,0	2,6	3,0	3,0
PSI20	8.791,9	-0,1	2,3	2,0	2,0
IBEX35	10.890,2	0,6	1,1	1,5	1,5
DJ Stoxx 600	317,5	1,0	2,3	2,4	2,4
DJ Stoxx 50	3.400,6	0,7	1,3	1,5	1,5
DJ Euro Stoxx 50	3.641,4	1,3	0,8	1,7	1,7
P. lb. B. capital	n.d.	3,8	5,0	5,3	5,3
P. lb. Construcción	n.d.	3,7	6,9	6,9	6,9
P. lb. B. consumo	n.d.	-1,5	-1,4	-0,3	-0,3
P. lb. Serv. consumo	n.d.	1,3	3,9	4,2	4,2
P. lb. Financieras	n.d.	2,4	3,2	3,4	3,4
P. lb. Petróleo y gas	n.d.	-4,3	-4,5	-3,3	-3,3
P. lb. TMTs	n.d.	-0,5	0,2	0,2	0,2
P. lb. Utilities	n.d.	0,3	2,4	2,8	2,8

Fuente: Bloomberg.

RESUMEN DE ESTRATEGIA SECTORIAL

Península Ibérica – Resumen de estrategia sectorial

Sector	Pond. en el índice	Posición S.I.		Comentarios	Valores preferidos
		Táctica	Estratég.		
Bancos	27,4%	↑	↑	Las últimas señales de un aterrizaje suave para el sector inmobiliario español podrían motivar un <i>de-rating</i> de los bancos más pequeños, que se han beneficiado de la especulación de adquisiciones en los últimos años. La diversificación de los <i>blue chips</i> y las valoraciones en línea con el resto del sector en Europa deberían favorecer a los bancos de mayor tamaño.	BBVA, BCP
Bienes de capital	5,3%	↑	↑	El ciclo inversor toca fondo y ya se vislumbran síntomas de recuperación de la inversión de capital. Creemos que las valoraciones de las compañías ligadas al metal (Acerinox, Arcelor) incorporan una fuerte recuperación en precios y volúmenes. Preferimos las compañías de pasta y papel (Ence) y las industriales con procesos de reestructuración (Tubacex, Uralita).	ENCE, Uralita
Construcción	4,0%	↑	↑	El auge del sector de la construcción en España parece no tener fin, en claro contraste con las compañías portuguesas, que se están viendo perjudicadas por las restricciones en la obra civil. La diversificación en los servicios y en el área de concesiones debería de traer estabilidad a largo plazo. La actividad corporativa podría seguir despertando interés en el sector.	Ferrovial, ACS
Bienes de consumo	6,2%	↑	↑	En los últimos años, el crecimiento económico en España se ha debido principalmente al consumo doméstico, pero ya son evidentes ciertos signos de preocupación. Preferimos los operadores defensivos, con historial de recuperación (Ebro Puleva) a los de riesgo regulatorio (Altadis) o a los valores expuestos al consumo discrecional.	Inditex, Ebro Puleva, Viscofán
Servicios financieros	0,9%	↓	↓	La prudencia de los equipos directivos de las aseguradoras del sur de Europa ofrece un nivel de seguridad en este sector, castigado en el pasado por el acusado descenso de los mercados de renta variable, pero esta compañía debería registrar un comportamiento peor que su sector en un entorno de mejora de los mercados de renta variable. En la actualidad, el reducido descuento en la valoración de suma de partes ofrece un potencial alcista limitado para las compañías <i>holding</i> sin un historial de inversión sólido.	Corp. Mapfre
Petróleo y gas	9,0%	↑	↑	Unos precios estables (y elevados) del petróleo y la mejora de la situación en Latinoamérica son dos factores que invitan al optimismo en el mercado ibérico del petróleo. Los riesgos de reinversión y regulatorios complican la inversión en los operadores de gas. En Enagás nos gusta la combinación de crecimiento y un marco regulatorio "desgastado".	Repsol YPF, Enagás
Servicios	8,0%	↓	↓	A pesar de su apalancamiento a la fase de recuperación del ciclo, la industria de ocio podría mostrar un escaso poder de fijación de precios debido al exceso de capacidad. El sector inmobiliario podría sufrir ante la percepción de que el valor de los activos reales está alcanzando el límite y por la resaca de tanta actividad corporativa. Apostamos por el sector de las autopistas portugués por su crecimiento y carácter defensivo.	Sol Meliá, NH Hoteles
TMTs	28,8%	↑	↑	Las compañías de telecomunicaciones muestran dinámicas preocupantes debido a una competencia más dura tanto en línea fija como móvil y al cambio tecnológico. Además, las valoraciones comparables de las compañías en EEUU siguen ofreciendo cierto riesgo a la baja. A corto plazo, recomendamos sustituir compañías de TV en abierto por periódicos.	PT Prisa, Sogecable
Utilities	10,4%	↓	↓	En un entorno de cambio regulatorio, las <i>utilities</i> tienen a registrar un comportamiento peor. La actividad corporativa ha ayudado a sostener este sector, pero la concentración debería ser limitada en el futuro y el sector tenderá a cotizar en línea con sus deteriorados fundamentales.	Endesa

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

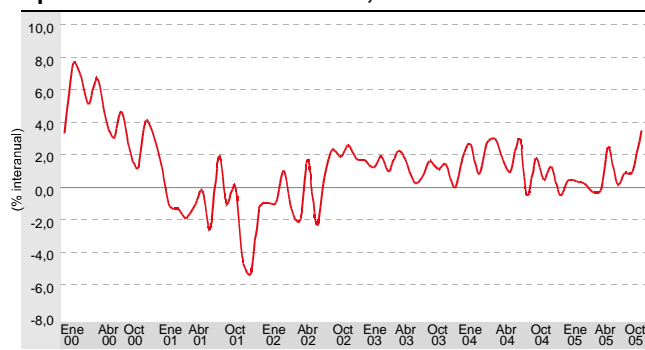
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

Juan José Fernández
(34) 91 289 3704
jjfernandezg@gruposantander.com

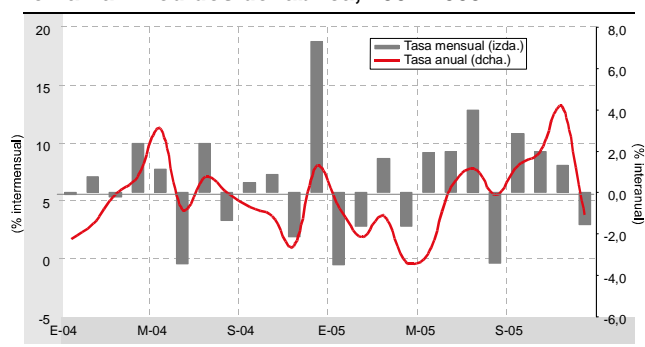
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Producción industrial, 2000-2005



Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa

Alemania – Pedidos de fábrica, 2004-2005



Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Las ventas al por menor deberían dispararse en febrero
- (2) El dato de inventarios empresariales podría ser mayor de lo previsto en diciembre
- (3) La producción industrial volvería a subir en enero
- (4) El Presidente de la Fed informará sobre la economía
- (5) Los precios de producción podrían sorprender al alza en enero

En la zona euro:

- (1) En Alemania, el PIB podría no cumplir las expectativas
- (2) El PIB español podría subir un 0,9% intertrimestral
- (3) En la zona euro, el PIB podría ser más débil de lo previsto
- (4) El ZEW alemán volvería a subir en febrero
- (5) El índice de producción industrial en la zona euro podría decepcionar en diciembre

■ En términos generales, hay que volver a hablar de datos económicos negativos en España en las dos últimas semanas: (1) la producción industrial ha sido muy débil en 2005, a pesar de los avances de diciembre; (2) la inflación se disparó en enero; (3) la confianza del consumidor mejoró, aunque sigue en terreno negativo; (4) las ventas de coches bajaron en enero; (5) el PMI manufacturero retrocedió ligeramente en enero; (6) el Banco de España confirmaba que la economía creció un 3,4% en 2005; y (7) los indicadores de empleo fueron relativamente débiles. Seguimos pensando que la economía se desacelerará en 2006E, incluso más de lo que espera el consenso.

■ Alemania y Francia publicaban datos interesantes esta semana. Los datos de diciembre no fueron muy esperanzadores ni en Alemania ni en Francia. En el país galo, el PIB crecía un 0,2% intertrimestral en el 4T05, un retroceso respecto al 0,7% intertrimestral del trimestre anterior; la producción industrial era negativa y el déficit de balanza comercial crecía debido, principalmente, al precio de la energía. Esperamos una desaceleración de las economías de la zona euro en el 1T06E.

■ Tras la publicación de algunos datos económicos débiles en Alemania la pasada semana, se dispararon los temores sobre la evolución del actual proceso de recuperación. El hecho de que algunas cifras económicas importantes en diciembre sorprendieran a la baja hizo pensar en el final de la recuperación. Por supuesto, no compartimos esa opinión.

■ En el *Rincón macro* de esta semana analizamos la evolución de los indicadores adelantados más importantes —y comparables— para España y Alemania. La razón es muy simple: es muy probable que el escenario económico cambie en los próximos años, con una desaceleración de la economía española y una aceleración de la alemana. Así lo están apuntando ya los indicadores económicos, al menos desde nuestro punto de vista.

CALENDARIO ECONÓMICO

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES 6-Feb	12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a) (desest.)	Dic P	1,3 R/13,2 R	0,6/6,0	-1,6/3,9
MARTES	12:00	Alemania	Prod. industrial (m/a)(desest./no desest. ajust.)	Dic P	-0,4/5,0 R	0,7/5,0	-0,5/3,5
	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn)	Dic	0,6	5,0	3,3
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Feb 6	-9	-9	-13
MIÉRCOLES	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn)	Dic	13,3	13,0	9,2
	8:00	Alemania	Saldo balanza por cuenta corriente (miles mn)	Dic	8,2 R	8,0	6,3
	8:00	Alemania	Importaciones (desest.) (m)	Dic	-4,2 R	2,1	5,8
	8:00	Alemania	Exportaciones (desest.) (m)	Dic	-1,6 R	1,6	0,8
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Feb 3	-5,1	-	-1,2
JUEVES	14:30	EEUU	Peticiones de subsidio de desempleo	Feb 4	273.000	285.000	277.000
	9-Feb	14:30	Peticiones continuadas	Ene 28	2.497.000	2.518.000	2.557.000
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Dic	0,4	0,4	-0,2/7,9
VIERNES	8:00	Alemania	Índice de precios al por mayor (m/a)	Ene	0,0/2,4	-	0,6/2,9
	10-Feb	8:00	IPC (m/a)	Ene F	0,9/2,1	-0,5/2,1	-0,5/2,1
	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	Dic	3,1/1,3	0,3/0,6	-0,3/-0,4
	8:45	Francia	Producción manufacturas (m/a)	Dic	2,5 R/1,0 R	0,3/0,7	-0,7/-1,0
	8:45	Francia	Balanza comercial (miles mn €)	Dic	-3,1	-2,9	-3,1
	8:50	Francia	PIB (t)	Dic	0,7	0,4	0,2
	12:00	Zona euro	OCDE Indicadores adelantados	Dic	107,1 R	-	107,4
	14:30	EEUU	Balanza comercial (miles mn)	Dic	-64,2	-64,7	-65,7
	20:00	EEUU	Presupuesto mensual (miles mn)	Ene	8,6	5,0	21,0

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	
LUNES 13-Feb	10:00	Italia	Producción industrial (desest./no desest.) (m/a)	Dic	0,1/0,4	0,6/0,9	
MARTES	8:00	Alemania	PIB (desest./no desest) (t/a)	4T1	0,6/1,3	0,2/1,3	
	14-Feb	8:45	Francia	Déficit presupuestario (miles mn €)	Dic	-58,6	-
	9:00	España	PIB (constant) (desest.) (t/a)	4TP	0,8/3,5	0,9/3,5	
	11:00	Alemania	ZEW Sentimiento económico	Feb	71,0	71,0	
	11:00	Alemania	ZEW Condiciones actuales	Feb	-31,6	-28,0	
	11:00	Zona euro	PIB (desest.) (a)	4TE	0,6/1,6	0,3/1,7	
	11:00	Zona euro	ZEW Sentimiento económico	Feb	66,1	66,0	
	14:30	EEUU	Adelanto ventas minoristas	Ene	0,7	0,7	
	14:30	EEUU	Ventas minoristas menos autos	Ene	0,2	0,8	
	14:30	EEUU	Inventarios industriales	Ene	0,5	0,5	
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Feb 13	-13	-	
MIÉRCOLES		España	Saldo balanza por cuenta corriente	Nov	-5.263,7	-	
	15-Feb	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Feb 10	-1,2	-
	14:30	EEUU	Empire Manufacturas	Feb	20,1	18,0	
	15:00	EEUU	Compras activos EEUU por extranjeros (miles mn)	Dic	89,1	80,0	
	15:15	EEUU	Producción Industrial	Ene	0,6	0,2	
	15:15	Italia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Dic	-2.149,0	-	
	15:15	EEUU	Utilización de la capacidad	Ene	80,7	80,8	
	16:00	EEUU	Bernanke informa de economía y política de la Fed	-	-	-	
	19:00	EEUU	NAHB Índice del mercado de la vivienda	Feb	57	57	
JUEVES	8:00	Zona euro	Nuevas matriculaciones	Ene	-3,9	-5,9	
	16-Feb	9:00	España	IPC (m/a)	Ene	0,2/3,7	-0,5/4,1
	14:30	EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Ene	-0,2/	1,0	
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Ene	1.933.000	2.025.000	
	14:30	EEUU	Permisos de construcción	Ene	2.075.000 R	2.068.000	
	14:30	EEUU	Peticiones de subsidio de desempleo	Feb 11	277.000	285.000	
	14:30	EEUU	Peticiones continuadas	Feb 4	2.557.000	2.520.000	
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Feb	3,3	9,0	
VIERNES	8:45	Francia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Dic	-4.106	-	
	17-Feb	8:45	Francia	Empleo no agrícola (t)	4TP	0,0	0,1
	8:45	Francia	Salarios (t)	4TP	1,0	0,5	
	8:45	Francia	Informe sobre inversión industrial de enero	-	-	-	
	9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	Dic	9,1	-	
	10:00	Italia	Balanza comercial (total)	Dic	-1.179,0	-1.100	
	11:00	Zona euro	Producción industrial (desest./ajust.) (m/a)	Dic	1,3/2,6	0,0/1,9	
	14:30	EEUU	Índice precios de importación (IPRI) (m/a)	Ene	0,9/5,4	0,2/6,0	
	14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Ene	0,1/1,7	0,2/1,3	
	15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Feb P	91,2	91,0	

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; (E) estimado; (desest.) desestacionalizada; (ajust.) ajuste diario; (1) primera publicación; (2) segunda publicación.

Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones Santander Investment Bolsa.



RINCÓN DEL ESTRATEGA

SMALL Y MID CAPS DE ESPAÑA Y PORTUGAL

Los días 8 y 9 de febrero de 2006 celebramos la XII Conferencia de *small y mid caps* de España y Portugal en Madrid, que contó con la asistencia de 30 compañías y 200 inversores institucionales, llevándose a cabo más de 300 reuniones de inversores con directivos de las compañías participantes. Esta conferencia representa una buena oportunidad para seleccionar valores que podrían tener un comportamiento mejor que el mercado. De hecho, las compañías que estuvieron en nuestro seminario de 2005 han registrado una revalorización del 26% (frente al 18% del IBEX35 y el 20% el Índice General de la Bolsa de Madrid).

España – *Small caps* frente a *large caps* – Comportamiento



Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa.

IMPRESIONES DE LAS PRESENTACIONES DE LAS COMPAÑÍAS

Sol Meliá

- Recuperación de los ingresos por habitación en Alemania y España.
- Alto nivel de actividad.
- Progreso sostenido de su estrategia de desinversión como medio para hacer aflorar valor. Venta de hoteles con EV/EBITDA de 12x y reinversión parcial en los de 10x.
- Sin cambios en la política de dividendos.
- Cotiza con un descuento del 40% frente al VNA de 18,80 €

Aguas de Barcelona

- Previsión de aceleración del proceso de privatización del agua.
- En 2005 han centrado el negocio en tres áreas clave: agua, certificación e inspección y sanidad.
- La compañía insiste en que el consenso es muy bajo.
- La compañía persigue el crecimiento internacional, quizás, mediante adquisiciones.

Abengoa

- Gran interés para los inversores.
- Intención de la UE para que los objetivos sean obligatorios y no sólo indicativos en muchos países. Cuando esto ocurra (si ocurre), las petroleras tendrán más presión para promover combustibles menos contaminantes.
- Sin embargo, no se ofreció nueva información sobre el posible impacto o previsión de crecimiento.

Viscofán

- Buena visibilidad para las subidas de precios.
- En 2006, un objetivo clave será la consolidación de Teepack en EEUU.
- Con menos operadores en el sector, deberíamos esperar una mayor disciplina de precios.

Ence

- Sin grandes noticias, lo que siempre es positivo.
- La estabilidad del precio de la pasta de papel debería traer mejores resultados este año.
- Posibles sorpresas positivas en el ahorro de costes.
- Sin noticias sobre Uruguay.

Uralita

- Fuerte recuperación en Alemania en 2006. La actividad inmobiliaria se encuentra en niveles similares a los de después de la Segunda Guerra Mundial.
- La compañía busca posibilidades de adquisición en el negocio de aislantes.
- Mayor capacidad de crecimiento orgánico en Rusia.
- Nuevas adquisiciones y la tendencia positiva de Alemania, factores de crecimiento.

Campofrío

- Inmersa en reajustes estratégicos; importantes movimientos dentro de la compañía.
- O hace adquisiciones en Francia o sale del mercado.
- Establecimiento de grandes fábricas en Rusia para evitar la actual contracción de los márgenes.
- Aumento de la integración vertical hasta el 25-30% del consumo.
- Previsión de ligera recuperación en el mercado español.

Impresa

- Los objetivos de la compañía son prudentes.
- Se espera una recuperación de la audiencia a partir de marzo, momento en que se lanzará la nueva programación, y con la celebración del Mundial.
- Tendencia positiva: previsión de crecimiento del EBITDA del 20% en 2006 (nuestras estimaciones apuntan a un 17,4%). Beneficio neto del +43% (frente a nuestra estimación del 21%).

La Seda de Barcelona

- Despierta el interés de los inversores.
- Perspectivas muy positivas para la industria (10-12%).
- Mayor crecimiento a través de adquisiciones: Volos (80.000 toneladas en Grecia) y Advansa (250.000 toneladas en Turquía y Reino Unido).
- Múltiplos (EBITDA 5-6x) muy atractivos frente a los de Selenis y Aussapol (8x).
- Próxima a ser líder mundial de PET.
- Nueva ampliación de capital para financiar adquisiciones a corto plazo (50% deuda y 50% recursos propios).

Tubacex

- Interesante panorama de inversión.
- Perspectivas muy halagüeñas para la industria (precio del barril por encima de los 60 US\$). Fuerte demanda (proyectos y distribuidores).
- Discrepancias entre Vallourec y Tubacex en términos de inversión en I+D.
- Atractivo por actividad corporativa (supresión de los límites de derechos de voto a partir de mayo de 2006).



TPI

- Atención de los inversores centrada casi exclusivamente en las posibilidades de reapalancamiento y la actividad corporativa.
- TPI sigue buscando adquisiciones (nada especialmente atractivo) y el reapalancamiento interno se enfrenta a obstáculos regulatorios.
- La compañía declinó hacer comentarios sobre las futuras acciones de Telefónica.
- Respecto a los fundamentales, más de lo mismo: los negocios de directorios telefónicos y *online*, factores de crecimiento de TPI en España.

BPI

- Presentación repleta de detalles sobre las operaciones de la compañía en Angola, un mercado donde BPI cuenta con 230.000 clientes. BPI confirmó su intención de expandir su red en más del 50% hasta contar con 70 distribuidoras a finales de 2006.
- BPI se mantiene prudentemente positiva sobre la evolución de la calidad del crédito en el mercado doméstico, incluso considerando la desaceleración de la economía portuguesa.
- La compañía confirma no tener grandes planes de reducción de plantilla en Portugal y explicó que la mayor parte de la reducción de costes en las operaciones domésticas ya se había hecho en los últimos dos años.

Logista

- Reestructuración de Etinera antes de lo previsto.
- La guerra de precios en el sector tabacalero debería tener un impacto negativo en los inventarios de Logista. La compañía no dio detalles, aunque calculamos que rondaría el 3% del EBITDA de 2006E.
- La guerra de precios debería incrementar la actividad entre diferentes sectores, algo que beneficiaría a Logista.

Jazztel

- En el 4T05, Jazztel registró 97.000 altas netas (23% de cuota de mercado), llegando a los 221.000 clientes.
- La compañía aprovechará la publicación de sus resultados de 2005 el 27 de febrero para dar a conocer su nuevo plan estratégico.
- La ampliación de capital para financiar su plan estratégico podría superar los 120 mn € anunciados y acordados con SG.
- La compañía destacó su atractivo especulativo a largo plazo en el escenario de consolidaciones que afecta al sector de las telecomunicaciones.

Media Capital

- La compañía espera un comportamiento plano del mercado portugués de la publicidad en 2006.
- En cuanto a una posible pérdida de la cuota de mercado de la televisión en abierto frente a TVI en 2006, Media Capital informó que seguirá más preocupada por la rentabilidad que por la cuota de mercado.

Prosegur

- Nada nuevo en la presentación.
- Intención de centrarse en la integración de las operaciones en Brasil antes de buscar nuevas adquisiciones.
- Sigue la fuerte presión en el mercado doméstico aunque la dirección de la compañía ya ha adoptado medidas de reestructuración para abordar la situación.

PUNTOS DE INTERÉS

- Soplan aires de cambio para **FCC** (Comprar; precio objetivo: 61,50 €). Un valor todavía por explotar y el apalancamiento de su ineficiente balance para acelerar el crecimiento serían los motores de la cotización en 2006E, que deberían permitir a la acción romper su prolongado mal comportamiento relativo (-50% frente a sus homólogos en los últimos cinco años). Creemos que los activos de concesión de aguas, inmobiliaria y autopistas de FCC están infravalorados debido a que la visibilidad de los mismos es bastante pobre. En nuestra opinión, si se reflejare el valor de estos activos, podrían añadirse 8,00-14,00 € acción a los niveles actuales. Además, FCC ha puesto en marcha un plan de 3.000 mn € para acelerar el crecimiento, de los que ya se han gastado un tercio. Por último, la valoración del EV/EBITDA de 4,4x en 2008E (excluyendo cemento e inmobiliaria) está infravalorada al considerar que más del 70% de su EBITDA proviene de la división de servicios.
- Un nuevo capítulo de la guerra de precios en el sector tabacalero español se cerraba con un nuevo incremento de los impuestos. Las autoridades españolas volvían a subir los impuestos del tabaco: *ad valorem* hasta el 57% (+1,05%) desde la última subida el pasado 20 de enero, y el impuesto fijo en 8,20 €1.000 cigarrillos (+32%). La subida del impuesto fijo representa un impuesto mínimo de cigarrillos de 55 €1.000 cigarrillos, por lo que en realidad implica un impuesto mínimo de 1,65 €paquete. Esta subida de impuestos se suma a la del 20 de enero, al tiempo que impone un impuesto mínimo que limita el crecimiento de marcas baratas en el mercado. Pese a ser noticias positivas para **Altadis** (Infraponderar; precio objetivo: 30,70 €), ya que reduce el crecimiento de marcas baratas de tabaco y podría llevar a Philip Morris a incrementar sus precios, el sector probablemente se verá afectado. Con el fin de apostar por posibles movimientos de consolidación en torno a Altadis, su filial **Logista** (Comprar; precio objetivo: 47,00 €) parece una alternativa más barata.
- **Ferrovial** (Comprar; precio objetivo: 71,20 €) sigue siendo nuestro valor preferido en el sector español de la construcción. Las noticias sobre su interés en adquirir el operador de aeropuertos británico BAA volvían a poner en evidencia que la compañía pretende crecer a través del fuerte flujo de caja de sus operaciones y la abundante liquidez global. Ferrovial tiene un sólido historial en adquisiciones.
- En una reciente visita a la compañía, **Aguas de Barcelona** (En revisión; precio objetivo: en revisión) confirmaba que la desinversión gradual de sus actividades no estratégicas y la salida de mercados problemáticos en 2005 deberían ayudar a reducir el descuento por *holding* que el mercado ha estado aplicando a la acción en los últimos años. La actual especialización en certificaciones, concesiones de agua y sanidad, un comportamiento operativo mejor de lo esperado, la posibilidad de mayor crecimiento de sus tres actividades estratégicas y su descuento frente a otras *utilities* españolas y europeas hacen de Aguas de Barcelona una buena oportunidad de compra.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo			BpA 2006E			Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior	Var.	Nuevo	Anterior	Var.	
7-Feb	FCC	Comprar	Mantener	61,50	34,50	78,30	3,55	3,32	6,9	Cambio en el método de valoración en suma de partes
7-Feb	Repsol YPF	Comprar	Comprar	26,20	28,50	-8,10	2,69	2,80	3,9	Reducción de sus reservas
1-Feb	Brisa	Infrapond.	Mantener	7,75	7,30	6,2	0,36	0,35	2,9	Débil evolución del tráfico
30-Ene	BBVA	Comprar	Comprar	18,00	16,00	12,5	1,37	1,02	34,3	Resultados 2005 sólidos, buenas perspectivas
27-Ene	EDP	Infrapond.	Infrapond.	2,90	2,39	21,3	0,20	0,22	0,1	Riesgo de pagar en exceso por adquisiciones
24-Ene	Mota-Engil	Comprar	N/R	4,30	N/R	N/R	0,00	N/R	N/R	Iniciación de cobertura
19-Ene	TPI	Comprar	Infrapond.	9,25	6,50	42,3	0,37	0,37	0,0	Revisada al alza por potencial de reapalancamiento
16-Ene	Uralita	Comprar	Comprar	5,50	5,50	0,0	0,21	0,23	-8,7	Tendencia débil en Alemania
13-Ene	Enagás	Comprar	Comprar	19,00	16,90	12,4	0,91	0,84	8,3	Mejor visibilidad a largo plazo

Fuente: estimaciones Santander Investment Bolsa.



CARTERA MODELO IBÉRICA

Large caps ibéricas – Lista de valores recomendados de Santander Investment Bolsa

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)						
		Actual	30-Dic-05	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Sogecable	05-Ene-06	33,50	33,84	-1,0	-5,2	-4,7	0,1	-3,0	-2,3	14,7
BBVA	05-Ene-06	16,53	15,48	6,8	2,6	3,1	1,4	7,5	9,7	16,7
Ferrovial	05-Ene-06	65,00	60,30	7,8	3,6	4,1	1,3	5,9	6,7	5,1
Endesa	05-Ene-06	24,21	21,90	10,5	6,4	6,9	-1,4	9,3	15,6	31,1
Repsol	05-Ene-06	23,36	25,71	-9,1	-13,3	-12,8	0,4	-8,5	-5,9	-3,6
Inditex	05-Ene-06	28,61	27,51	4,0	-0,2	0,3	1,2	4,1	21,2	33,9
Lista recom. large caps	–	103,16	100,00	3,2	-1,0	-0,5	n.d.	n.d.	n.d.	-100,0
Large caps ibéricas	–	104,18	100,00	4,2	0,0	0,5	n.d.	n.d.	n.d.	-100,0
IBEX35	–	11.312,60	10.913,60	3,7	-0,5	0,0	1,0	4,1	7,5	10,9
PSI20	–	9.270,28	8.752,12	5,9	1,7	2,3	4,8	4,1	15,6	20,1
DJ Stoxx 50	–	3.434,26	3.406,98	0,8	-3,4	-2,9	0	0,3	4,1	8,4

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comp. bursátil (%)						
		Actual	30-Dic-05	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibér.	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M	En el año
Ebro Puleva	05-Ene-06	14,38	14,27	0,8	-4,7	-2,9	-1,3	0,7	-2,2	0,9
Sol Meliá	05-Ene-06	12,28	11,10	10,6	5,2	7,0	7,7	13,5	11,1	8,9
Ence	05-Ene-06	28,49	27,33	4,2	-1,2	0,6	-4,7	2,9	13,7	31,5
Uralita	05-Ene-06	4,09	3,63	12,7	7,2	9,0	6,4	6,4	11,5	-8,0
Viscofán	05-Ene-06	9,59	10,20	-6,0	-11,5	-9,6	-0,1	-6,4	3,1	18,6
Prosegur	05-Ene-06	22,69	20,07	13,1	7,6	9,4	-0,8	7,8	13,9	19,4
Lista recom. SMC	–	105,90	100,00	5,9	0,4	2,2	n.d.	n.d.	n.d.	-100,0
Small-mid caps ibéricas	–	105,48	100,00	5,5	0,0	1,8	n.d.	n.d.	n.d.	-100,0
IBEX35	–	11.312,60	10.913,60	3,7	-1,8	0,0	1,0	4,1	7,5	10,9
PSI20	–	9.270,28	8.752,12	5,9	0,4	2,3	4,8	4,1	15,6	20,1
DJ Small 200 Europe	–	177,00	168,22	5,2	-0,3	1,6	0,3	4,3	13,1	16,6

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

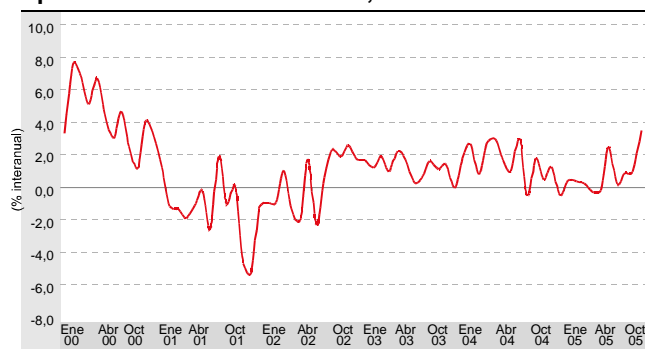
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

Juan José Fernández
(34) 91 289 3704
jjfernandezg@gruposantander.com

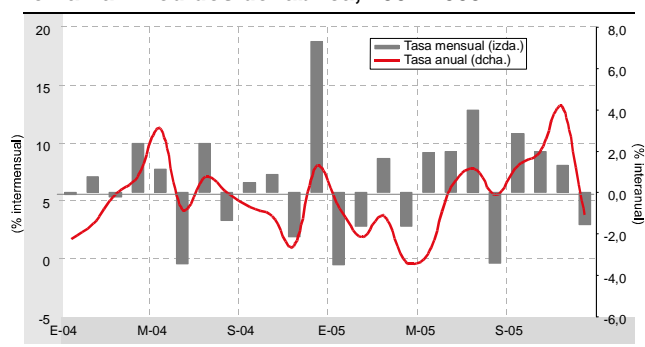
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – Producción industrial, 2000-2005



Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa

Alemania – Pedidos de fábrica, 2004-2005



Fuentes: Datastream y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) Las ventas al por menor deberían dispararse en febrero
- (2) El dato de inventarios empresariales podría ser mayor de lo previsto en diciembre
- (3) La producción industrial volvería a subir en enero
- (4) El Presidente de la Fed informará sobre la economía
- (5) Los precios de producción podrían sorprender al alza en enero

En la zona euro:

- (1) En Alemania, el PIB podría no cumplir las expectativas
- (2) El PIB español podría subir un 0,9% intertrimestral
- (3) En la zona euro, el PIB podría ser más débil de lo previsto
- (4) El ZEW alemán volvería a subir en febrero
- (5) El índice de producción industrial en la zona euro podría decepcionar en diciembre

■ En términos generales, hay que volver a hablar de datos económicos negativos en España en las dos últimas semanas: (1) la producción industrial ha sido muy débil en 2005, a pesar de los avances de diciembre; (2) la inflación se disparó en enero; (3) la confianza del consumidor mejoró, aunque sigue en terreno negativo; (4) las ventas de coches bajaron en enero; (5) el PMI manufacturero retrocedió ligeramente en enero; (6) el Banco de España confirmaba que la economía creció un 3,4% en 2005; y (7) los indicadores de empleo fueron relativamente débiles. Seguimos pensando que la economía se desacelerará en 2006E, incluso más de lo que espera el consenso.

■ Alemania y Francia publicaban datos interesantes esta semana. Los datos de diciembre no fueron muy esperanzadores ni en Alemania ni en Francia. En el país galo, el PIB crecía un 0,2% intertrimestral en el 4T05, un retroceso respecto al 0,7% intertrimestral del trimestre anterior; la producción industrial era negativa y el déficit de balanza comercial crecía debido, principalmente, al precio de la energía. Esperamos una desaceleración de las economías de la zona euro en el 1T06E.

■ Tras la publicación de algunos datos económicos débiles en Alemania la pasada semana, se dispararon los temores sobre la evolución del actual proceso de recuperación. El hecho de que algunas cifras económicas importantes en diciembre sorprendieran a la baja hizo pensar en el final de la recuperación. Por supuesto, no compartimos esa opinión.

■ En el *Rincón macro* de esta semana analizamos la evolución de los indicadores adelantados más importantes —y comparables— para España y Alemania. La razón es muy simple: es muy probable que el escenario económico cambie en los próximos años, con una desaceleración de la economía española y una aceleración de la alemana. Así lo están apuntando ya los indicadores económicos, al menos desde nuestro punto de vista.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
LUNES 6-Feb	12:00	Alemania	Pedidos de fábrica (m/a) (desest.)	Dic P	1,3 R/13,2 R	0,6/6,0	-1,6/3,9
MARTES 7-Feb	12:00	Alemania	Prod. industrial (m/a)(desest./no desest. ajust.)	Dic P	-0,4/5,0 R	0,7/5,0	-0,5/3,5
	21:00	EEUU	Crédito al consumo (miles mn)	Dic	0,6	5,0	3,3
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Feb 6	-9	-9	-13
MIÉRCOLES 8-Feb	8:00	Alemania	Balanza comercial (miles mn)	Dic	13,3	13,0	9,2
	8:00	Alemania	Saldo balanza por cuenta corriente (miles mn)	Dic	8,2 R	8,0	6,3
	8:00	Alemania	Importaciones (desest.) (m)	Dic	-4,2 R	2,1	5,8
	8:00	Alemania	Exportaciones (desest.) (m)	Dic	-1,6 R	1,6	0,8
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Feb 3	-5,1	-	-1,2
JUEVES 9-Feb	14:30	EEUU	Peticiones de subsidio de desempleo	Feb 4	273.000	285.000	277.000
	14:30	EEUU	Peticiones continuadas	Ene 28	2.497.000	2.518.000	2.557.000
	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	Dic	0,4	0,4	-0,2/7,9
VIERNES 10-Feb	8:00	Alemania	Índice de precios al por mayor (m/a)	Ene	0,0/2,4	-	0,6/2,9
	8:00	Alemania	IPC (m/a)	Ene F	0,9/2,1	-0,5/2,1	-0,5/2,1
	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	Dic	3,1/1,3	0,3/0,6	-0,3/-0,4
	8:45	Francia	Producción manufacturas (m/a)	Dic	2,5 R/1,0 R	0,3/0,7	-0,7/-1,0
	8:45	Francia	Balanza comercial (miles mn €)	Dic	-3,1	-2,9	-3,1
	8:50	Francia	PIB (t)	Dic	0,7	0,4	0,2
	12:00	Zona euro	OCDE Indicadores adelantados	Dic	107,1 R	-	107,4
	14:30	EEUU	Balanza comercial (miles mn)	Dic	-64,2	-64,7	-65,7
	20:00	EEUU	Presupuesto mensual (miles mn)	Ene	8,6	5,0	21,0

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; (E) estimado; (desest.) desestacionalizada; (ajust.) ajuste diario; (1) primera publicación; (2) segunda publicación.

Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones Santander Investment Bolsa.

DEBILIDAD EN LOS DATOS ESPAÑOLES EN LAS DOS ÚLTIMAS SEMANAS

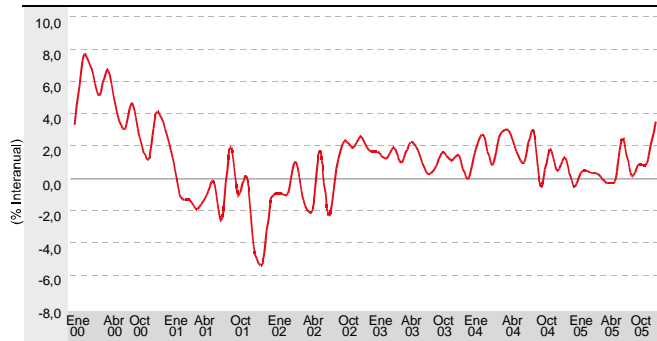
En términos generales, hay que volver a hablar de datos económicos negativos en España en las dos últimas semanas: (1) la producción industrial ha sido muy débil en 2005, a pesar de los avances de diciembre; (2) la inflación se disparó en enero; (3) la confianza del consumidor mejoró, aunque sigue en terreno negativo; (4) las ventas de coches bajaron en enero; (5) el PMI manufacturero retrocedió ligeramente en enero; (6) el Banco de España confirmaba que la economía creció un 3,4% en 2005; y (7) los indicadores de empleo fueron relativamente débiles. Seguimos pensando que la economía se desacelerará en 2006E, incluso más de lo que espera el consenso.

La producción industrial creció 4,1% interanual en diciembre de 2005

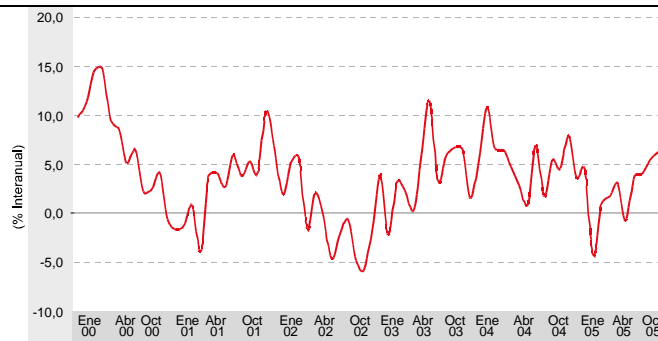
La producción española registró un fuerte avance en diciembre de 2005, con un 4,1% interanual (desestacionalizado) frente al 4,0% interanual del mes anterior. Sin ajustes, este dato se habría situado en el 0,9% interanual. La producción de bienes de consumo caía un 1,7% interanual, los bienes de capital subían un 0,9% interanual, los bienes intermedios crecían un 1,0% interanual y la energía arrojaba un fuerte avance de 5,3% interanual. La energía volvía a ser la principal fuente de crecimiento en diciembre. En general, la producción industrial avanzó un 0,6% en 2005 frente a 2004. A corto plazo no descartamos una aceleración de la actividad, aunque el escenario más probable para 2006E habla de debilidad.



España – Producción industrial, 2000-05



Producción industrial, energía, 2000-05



Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

Fuerte subida de la inflación en enero

La estimación preliminar de la inflación de enero mostraba una fuerte subida de la tasa anual, desde el 3,7% en diciembre hasta el 4,2% interanual. Como decimos, se trata del dato preliminar, por lo que no disponemos de un desglose. Los datos oficiales se publicarán el 16 de febrero. En nuestra opinión, este fuerte incremento de la inflación se debe a algún extraordinario de enero, como la subida de los precios regulados (energía, transporte, etc.). Así mismo, no olvidemos que los precios se mantendrán en los niveles más altos en los próximos meses, aunque deberíamos asistir a una desaceleración de la tasa de crecimiento anual.

Mejora la confianza del consumidor, aunque el consumo privado podría caer

El índice de confianza del consumidor del ICO pasaba de 83,4 en diciembre a 85,6 en enero (los datos por debajo de 100 suponen una percepción negativa o pesimismo, mientras que por encima de 100 indican todo lo contrario). A pesar de la mejora de la confianza del consumidor, el dato sigue apuntando a una desaceleración del consumo privado en el futuro, coherente con nuestras estimaciones para el consumo en 2006E y con el mensaje emitido por el Banco de España hace dos días.

Las ventas de coches caen un 0,3% interanual en enero

Las ventas de coches caían un 0,3% interanual en enero. Las unidades vendidas pasaban de 129.768 en diciembre a 104.441 en enero. En 2005, las ventas de coches subieron un 0,8% interanual, mientras que las ventas de todoterrenos lo hacían un 22,0%. Sin embargo, en enero de 2006, las ventas de todoterrenos han caído un 3,8%. Las ventas de coches fueron relativamente fuertes en 2005, favorecidas por un fuerte crecimiento del consumo privado. En 2006E, esperamos una ligera desaceleración del consumo privado, por lo que las ventas de coches habrían de ser más débiles que en 2005. Cualquier incremento del tipo de intervención del BCE perjudicaría las ventas de coches este año.

El PMI manufacturero cae ligeramente en enero: de 53,0 de diciembre a 52,6

El PMI manufacturero caía ligeramente en enero, de 53,0 del mes anterior a 52,6. Este retroceso significa una moderación de las tasas de crecimiento en el sector manufacturero. Prácticamente, todos los componentes más importantes del índice registraban ligeros retrocesos en el mes, aunque otros (por ejemplo, producción) mostraron avances: (1) la producción pasó de 53,6 a 54,4; (2) los nuevos pedidos caían de 54,6 a 53,3; (3) el empleo caía de 51,6 en diciembre a 50,9; y (4) la cartera de pedidos descendía de 50,3 a 49,8, con lo que entra en terreno de contracción. El componente de precios pagados subía de 60,5 en diciembre a 64,9, lo que indica una contracción de los márgenes de las compañías al aumentar los precios de bienes finales a un ritmo menor.

El PMI apunta a una moderación de la actividad manufacturera en España a corto plazo. En nuestra opinión, esta moderación se prolongaría todo el año. Por su parte, la moderación de la creación de empleo también podría mantenerse dado el retroceso de nuevos pedidos y la contracción de la cartera de pedidos. El dato prácticamente plano de las exportaciones apunta a una mayor debilidad del sector exterior.

El Banco de España sitúa en el 3,4% el crecimiento de la economía en 2005

El Banco de España confirmaba el pasado viernes (1 de febrero) que la economía creció un 3,4% en 2005, debido a una fuerte demanda interna y a una contribución muy negativa del sector exterior (cercana a 2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB). La creación de empleo superó el 3,0%, con un crecimiento de la productividad prácticamente plano. El Banco de España ratificó que el consumo privado había registrado cierta desaceleración, aunque creció a un ritmo mayor que la renta disponible. En cuanto a las inversiones, el Banco habló de desaceleración de la inversión en bienes de capital y construcción en el 2S05. Por nuestra parte, mantenemos nuestras estimaciones de desaceleración del crecimiento de la economía española en 2006E, condicionada por un crecimiento menor del consumo privado en un entorno de subida de tipos de interés.

El desempleo cae en 239.800 en 2005...

El INE publicaba los datos de empleo del 4T05. En España, el año pasado el desempleo se redujo en 239.800 personas, con lo que el número total de desempleados se situaba en 1.841.300 personas (1,1% menos que en 2004). Por su parte, la creación de empleo creció casi un 4,9% (894.100) en 2005, con un número total de empleados de 19.314.300. En el 4T05, el desempleo aumentó en 76.200 personas, incrementando la tasa de desempleo del 8,42% en el trimestre anterior al 8,7%. La mayoría de los empleos se crearon en el sector servicios (6,17%: 724.400), la mayor tasa de crecimiento volvía a registrarla el sector de la construcción (6,78%: 158.000), mientras que la creación de empleo en el sector agrícola fue modesta (2,47%: 24.200). Los datos también revelan que hubo destrucción de empleo en el sector industrial (-0,37%: -12.100).

A pesar del incremento del desempleo en el 4T05, los datos para el conjunto de 2005 fueron positivos. Con un crecimiento de la economía del 3,4%, la creación de empleo se mantiene fuerte. Sin embargo, esperamos una desaceleración de la creación de empleo en 2006E y 2007E, dadas nuestras previsiones de menor crecimiento del PIB. La tasa de desempleo podría crecer ligeramente. En este sentido, los datos mensuales de desempleo volvían a ser negativos en enero.

... pero vuelve a crecer en enero

Los datos de desempleo volvían a ser negativos en enero, con 68.566 nuevos desempleados. La cifra total de desempleados asciende a 2.171.503. El incremento del desempleo en enero repitió prácticamente los incrementos registrados en el mismo mes de años anteriores. El desempleo creció en todos los sectores: (1) agricultura: 1.174 (1,80%); (2) servicios: 62.752 (4,96%); (3) construcción: 3.939 (-1,61%); y (4) desempleados sin trabajo previo: 4.691 (2,09%).

Como decimos, estos datos son coherentes con los vistos en otros meses de enero, aunque no podemos pasar por alto que el desempleo ha subido en los últimos tres meses, incluso si consideramos datos en tasa ajustada. Pensando en el futuro, creemos que la situación del desempleo podría ser peor que en 2005 debido a las expectativas de desaceleración de crecimiento económico. A pesar de todo, no estamos hablando de un colapso en el empleo en estos momentos.

LA SEMANA EN LA ZONA EURO: NO HAY QUE PREOCUPARSE POR ALEMANIA; ESTÁ BIEN

Alemania y Francia publicaban datos interesantes esta semana. Los datos de diciembre no fueron muy esperanzadores ni en Alemania ni en Francia. En el país galo, el PIB crecía un 0,2% intertrimestral en el 4T05, un retroceso respecto al 0,7% intertrimestral del trimestre anterior; la producción industrial era negativa y el déficit de balanza comercial crecía debido, principalmente, al precio de la energía. Esperamos una desaceleración de las economías de la zona euro en el 1T06E.



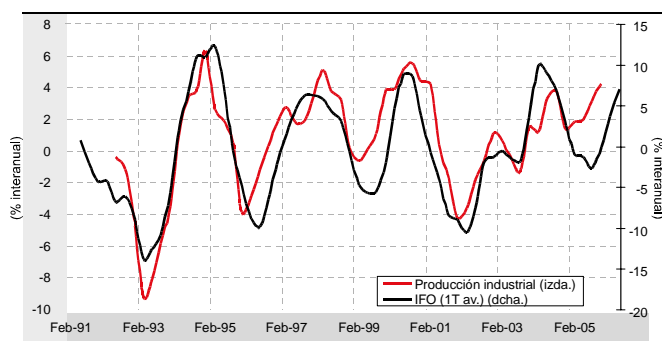
Débil crecimiento del PIB alemán en el 4T05

Tras la publicación de algunos datos económicos débiles en Alemania la pasada semana, se dispararon los temores sobre la evolución del actual proceso de recuperación. El hecho de que algunas cifras económicas importantes en diciembre sorprendieran a la baja hizo pensar en el final de la recuperación. Por supuesto, no compartimos esa opinión.

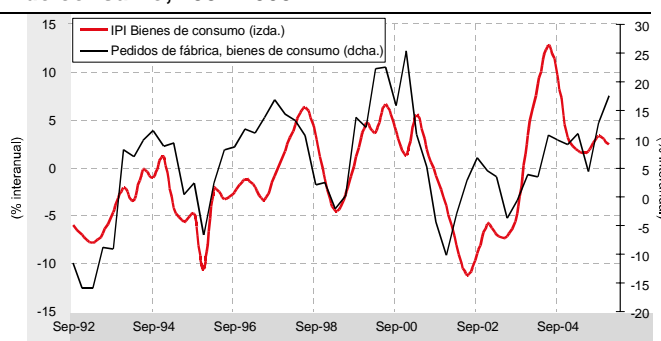
Pero no hay que preocuparse por el futuro...

En este sentido, los datos publicados durante la semana sólo varían nuestra estimación del crecimiento del PIB en el 4T05E, que entendemos podría decepcionar a aquellos que sólo se fijan en indicadores “pasados” y hacen caso omiso a las tendencias. Pese a que algunos datos de diciembre quedaran muy por debajo de las expectativas, el comportamiento de estos indicadores en el trimestre ha sido positivo. Además, los indicadores adelantados apuntan a una posible aceleración —y no desaceleración— del crecimiento económico en el 1T06E.

Alemania – Producción industrial vs IFO, 1991-2006



Producción industrial vs pedidos de fábrica para bienes de consumo, 1992-2005

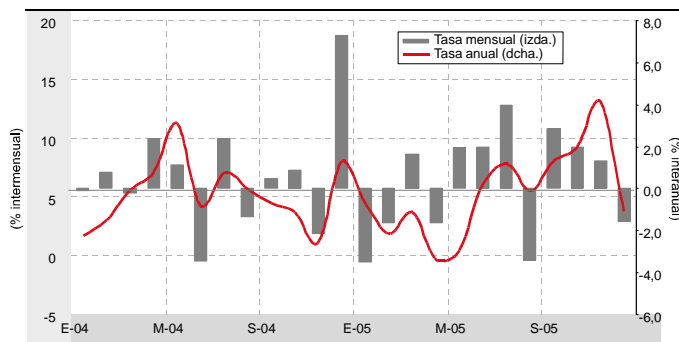


Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

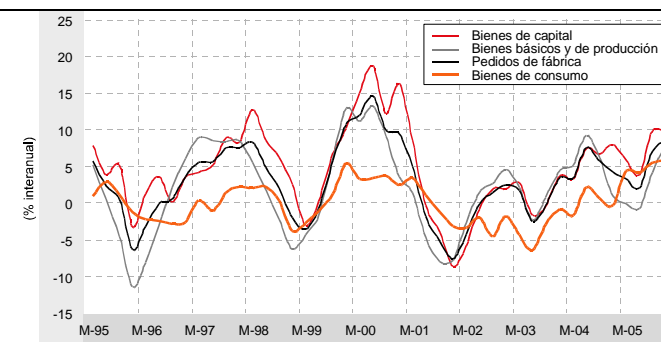
Los pedidos de fábrica también sorprenden a la baja

Los pedidos de fábrica caían un 1,6% intermensual en diciembre después de tres meses consecutivos de datos positivos. La tasa anual caía desde el 13,1% en noviembre hasta el 3,8%. Detrás de esta desaceleración de la tasa anual estarían los pedidos de bienes de capital (14,4% intermensual en diciembre de 2004 frente a -2,8% intermensual en diciembre de 2005). La razón de esta desaceleración es simple: el mes de diciembre de 2004 fue un mes espléndido en términos de pedidos, con un crecimiento de la tasa mensual del 7,3%. Se trata del mejor comportamiento mensual desde julio de 1984 (+9,8% intermensual) y, sin duda, extraordinario. Evidentemente, en enero de 2005 se compensó este fuerte crecimiento (-3,5% intermensual). Por lo tanto, aunque en enero de 2006 el incremento intermensual de los pedidos sea modesto —algo que nos parece razonable si nos fijamos en los diferentes indicadores de nuevos pedidos—, la tasa anual habría de volver a los niveles de noviembre de 2005. En este sentido, si consideramos la media móvil de tres meses, la tasa anual sube un 8,7% en diciembre de 2005.

Alemania – Pedidos de fábrica, 2004-05



Desglose de pedidos de fábrica, 1995-2005



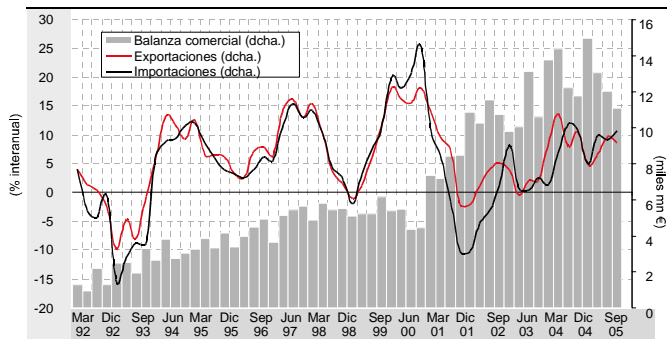
Fuente: Datastream y Santander Investment Bolsa.

El comportamiento en el 4T05 fue bastante positivo: los pedidos de fábrica se incrementaron un 12,9% intertrimestral anualizado frente al 19,8% intertrimestral anualizado en el 3T05. De hecho, hubo cierta aceleración de la tasa anual, desde el 7,2% en el 3T05 hasta el 8,6%, el nivel más alto desde diciembre de 2000 (9,4%). Todos los componentes —bienes de capital (9,8%), bienes de consumo (5,8%) y bienes básicos y de producción (7,9%)— registran avances. Como decíamos líneas más arriba, esta tendencia positiva debería mantenerse a corto plazo, apoyando niveles elevados de actividad en la economía.

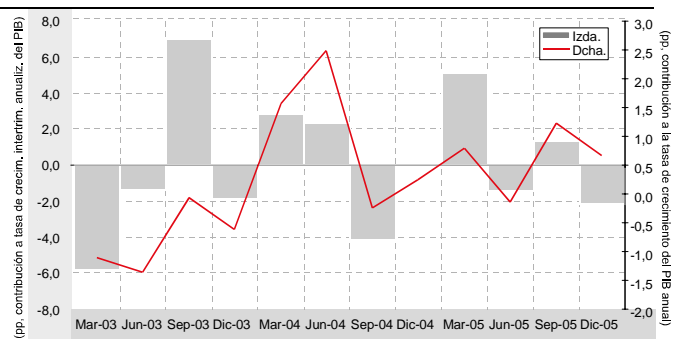
Comportamiento negativo del sector exterior en diciembre

También el sector exterior tuvo una evolución negativa en diciembre, con un crecimiento modesto de las exportaciones (0,8% intermensual ajustado) y uno mucho más fuerte de las importaciones (5,8% intermensual). En consecuencia, el superávit de la balanza comercial se redujo en diciembre: desde 13,3 en el mes anterior hasta 9,2. En términos acumulados, el superávit de la balanza comercial creció un 2,7% (4.200 mn €) en 2005 hasta 160.300 mn € frente a 2004 (156.100 mn €).

Alemania – Balanza comercial, 1992-2005



Contribución de exportaciones netas al PIB, 2003-4T05E



Fuente: Datastream y estimaciones Santander Investment Bolsa.

En el 4T05, las exportaciones crecieron un 0,8% intertrimestral frente al 2,8% intertrimestral de las importaciones. En términos reales, las exportaciones subieron un escaso 0,1% intertrimestral frente al 1,6% intertrimestral de las importaciones. Con estos números, nuestras estimaciones apuntan a que el PIB-exportaciones netas habría caído desde 26.880 mn € en el 3T05 hasta 23.940 mn € en el 4T05. Según nuestras estimaciones para el crecimiento del PIB en el 4T05, esto supondría una contribución negativa del sector exterior al crecimiento del PIB de 0,5 puntos porcentuales. Esperamos que el sector exterior mejore en el 1S06E, con un crecimiento de las exportaciones reales del 8,5% interanual de media en el periodo.

En general, el PIB del 4T05 será débil, aunque no modifica nuestras estimaciones económicas

La evolución de las diferentes variables económicas en el 4T05 dirige nuestras estimaciones hacia un crecimiento débil del PIB en el trimestre: hasta el 0,1% intertrimestral en el 4T05, desde el 0,6% intertrimestral en el 3T05. Insistimos en que será un deterioro transitorio, ya que esperamos tasas de crecimiento más fuertes en el 1T06E. Pero son varios los motivos que apuntan a un crecimiento modesto del PIB: (1) un consumo privado negativo; (2) un gasto público modesto; (3) una fuerte inversión empresarial y de construcción; (4) una contribución negativa del sector exterior; y (5) una contribución muy positiva de los inventarios.



ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	
LUNES	13-Feb	Italia	Producción industrial (desest./no desest.) (m/a)	Dic	0,1/0,4	0,6/0,9	
MARTES	8:00	Alemania	PIB (desest./no desest) (t/a)	4T1	0,6/1,3	0,2/1,3	
	14-Feb	8:45	Francia	Déficit presupuestario (miles mn €)	Dic	-58,6	-
		9:00	España	PIB (constant) (desest.) (t/a)	4TP	0,8/3,5	0,9/3,5
		11:00	Alemania	ZEW Sentimiento económico	Feb	71,0	71,0
		11:00	Alemania	ZEW Condiciones actuales	Feb	-31,6	-28,0
		11:00	Zona euro	PIB (desest.) (a)	4TE	0,6/1,6	0,3/1,7
		11:00	Zona euro	ZEW Sentimiento económico	Feb	66,1	66,0
		14:30	EEUU	Adelanto ventas minoristas	Ene	0,7	0,7
		14:30	EEUU	Ventas minoristas menos autos	Ene	0,2	0,8
		14:30	EEUU	Inventarios industriales	Ene	0,5	0,5
		23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	Feb 13	-13	-
MIÉRCOLES		España	Saldo balanza por cuenta corriente	Nov	-5.263,7	-	
	15-Feb	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	Feb 10	-1,2	-
		14:30	EEUU	Empire Manufacturas	Feb	20,1	18,0
		15:00	EEUU	Compras activos EEUU por extranjeros (miles mn)	Dic	89,1	80,0
		15:15	EEUU	Producción Industrial	Ene	0,6	0,2
		15:15	Italia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Dic	-2.149,0	-
		15:15	EEUU	Utilización de la capacidad	Ene	80,7	80,8
		16:00	EEUU	Bernanke informa de economía y política de la Fed	-	-	-
		19:00	EEUU	NAHB Índice del mercado de la vivienda	Feb	57	57
JUEVES	8:00	Zona euro	Nuevas matriculaciones	Ene	-3,9	-5,9	
	16-Feb	9:00	España	IPC (m/a)	Ene	0,2/3,7	-0,5/4,1
		14:30	EEUU	Índice de precios de importación (m/a)	Ene	-0,2/	1,0
		14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Ene	1.933.000	2.025.000
		14:30	EEUU	Permisos de construcción	Ene	2.075.000 R	2.068.000
		14:30	EEUU	Peticiones de subsidio de desempleo	Feb 11	277.000	285.000
		14:30	EEUU	Peticiones continuadas	Feb 4	2.557.000	2.520.000
		18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Feb	3,3	9,0
VIERNES	8:45	Francia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Dic	-4.106	-	
	17-Feb	8:45	Francia	Empleo no agrícola (t)	4TP	0,0	0,1
		8:45	Francia	Salarios (t)	4TP	1,0	0,5
		8:45	Francia	Informe sobre inversión industrial de enero	-	-	-
		9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	Dic	9,1	-
		10:00	Italia	Balanza comercial (total)	Dic	-1.179,0	-1.100
		11:00	Zona euro	Producción industrial (desest./ajust.) (m/a)	Dic	1,3/2,6	0,0/1,9
		14:30	EEUU	Índice precios de importación (IPRI) (m/a)	Ene	0,9/5,4	0,2/6,0
		14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Ene	0,1/1,7	0,2/1,3
		15:45	EEUU	Confianza de la U. de Michigan	Feb P	91,2	91,0

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; (E) estimado; (desest.) desestacionalizada; (ajust) ajuste diario; (1) primera publicación; (2) segunda publicación.

Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones Santander Investment Bolsa.

En EEUU: (1) las ventas al por menor deberían dispararse en febrero, tanto en el índice general como en el subyacente; (2) los inventarios empresariales podrían superar las expectativas en diciembre; (3) la producción industrial habría de volver a subir en enero; (4) el Presidente de la Fed, Ben Bernanke, informará sobre la economía y la política económica; y (5) los precios de producción podrían sorprender al alza en enero por las tarifas energéticas.

En la zona euro: (1) en Alemania, el PIB podría no cumplir las expectativas. Esperamos un 0,1% intertrimestral frente al 0,3% intertrimestral de consenso; (2) en España, el PIB subiría un 0,9% intertrimestral; (3) el PIB de la zona euro podría no cumplir las expectativas; (4) previsión de nuevos avances del índice ZEW alemán en febrero; y (5) la producción industrial de la zona euro podría decepcionar en diciembre.

TIPOS Y DIVISAS

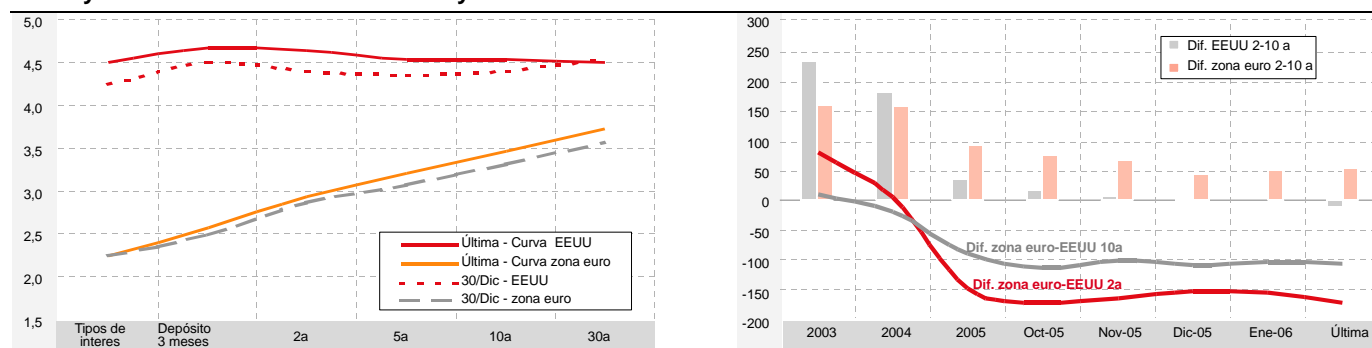
- Según el Boletín mensual del BCE de la semana pasada y las últimas declaraciones de algunos de sus miembros, todo apunta a que el BCE volverá a subir los tipos de interés otros 25 puntos básicos en marzo. Nosotros mantenemos nuestra estimación del 3,0% para finales de año. También la Reserva Federal mantendría su actual proceso de ajuste. El Gobernador de la Fed de Chicago, Michael Moscow, confirmaba la semana pasada que los tipos podrían subir por encima de los niveles neutrales. Esperamos un incremento final de 25 puntos básicos hasta el 4,75%. Las probabilidades de llegar al 5,0% en los fondos de la Fed se han incrementado tras la publicación de los últimos datos económicos.
- El dólar se fortalece frente al euro. Nuestras estimaciones apuntan a que el “billete verde” romperá el nivel de 1,19 los próximos días para acercarse a 1,15. Mantenemos nuestras expectativas positivas para el dólar frente al euro.

EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual			Semanal				
		2003	2004	2005	Mar-05	Jun-05	Sep-05	Dic-05	Oct-05	Nov-05	Dic-05	Ene-06	27-Ene	3-Feb	10-Feb	Última ²
Tipos interés corto plazo																
	Tipo intervención BCE	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0	2,3	2,3	2,25	2,25	2,25	2,25
	Fondos de la Fed	1,1	1,4	3,3	2,5	3,0	3,5	4,0	3,8	4,0	4,3	4,5	4,25	4,50	4,50	4,50
	Euribor 3 meses	2,3	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,4	2,2	2,5	2,5	2,5	2,52	2,53	2,56	2,56
	Dep. 3 meses EEUU	1,1	1,6	3,6	2,9	3,3	3,8	4,4	4,2	4,4	4,5	4,7	4,65	4,68	4,68	4,70
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	2,5	2,5	2,4	2,5	2,1	2,3	2,8	2,6	2,8	2,9	3,0	2,94	2,96	2,92	2,96
	5 años	3,3	3,3	2,8	3,0	2,6	2,6	3,1	3,0	3,1	3,1	3,2	3,22	3,23	3,21	3,25
	10 años	4,1	4,1	3,4	3,6	3,3	3,2	3,4	3,4	3,5	3,3	3,5	3,48	3,49	3,47	3,50
	30 años	4,8	4,7	3,8	4,1	3,8	3,6	3,7	3,8	3,8	3,6	3,7	3,76	3,74	3,72	3,75
EEUU	2 años	1,6	2,4	3,9	3,5	3,6	4,0	4,4	4,4	4,4	4,4	4,5	4,49	4,57	4,64	4,60
	5 años	2,9	3,4	4,0	4,0	3,8	4,1	4,4	4,4	4,4	4,4	4,5	4,44	4,48	4,54	4,52
	10 años	4,0	4,2	4,3	4,3	4,0	4,2	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,51	4,52	4,54	4,57
	30 años	4,9	5,0	4,5	4,7	4,3	4,4	4,7	4,8	4,7	4,5	4,7	4,69	4,62	4,50	4,68
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	257	265	164	199	170	152	135	164	133	109	123	124	120	116	119
	2 a-10 a	164	160	95	117	113	88	64	77	69	45	51	54	53	54	54
Dif. EEUU	3 m-30 a	376	338	93	180	103	62	29	53	30	4	0	5	-6	-18	-2
	2 a-10 a	235	184	37	78	41	21	8	18	8	-1	0	2	-4	-11	-3
Dif. zona euro-EEUU	Int.	115	60	-123	-50	-100	-150	-192	-175	-200	-200	-225	-200	-225	-225	-225
	2 a	82	5	-148	-109	-148	-172	-164	-174	-165	-154	-156	-155	-161	-172	-164
	10 a	11	-20	-90	-71	-77	-104	-109	-115	-103	-108	-105	-103	-104	-107	-107
Divisas																
	€/US\$	1,14	1,25	1,24	1,31	1,24	1,22	1,19	1,199	1,179	1,185	1,216	1,213	1,209	1,200	1,199
	€/¥	132	134	137	137	134	136	140	140	141	139	142	140	142	143	143
	US\$/¥	116	107	111	105	108	112	118	116	120	118	117	115	117	119	119

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Ultima: 10 de febrero de 2006. Fuente: estimaciones Santander Investment Bolsa.

EEUU y zona euro – Curva de la deuda y diferenciales de 2a-10a



Fuente: Bloomberg.



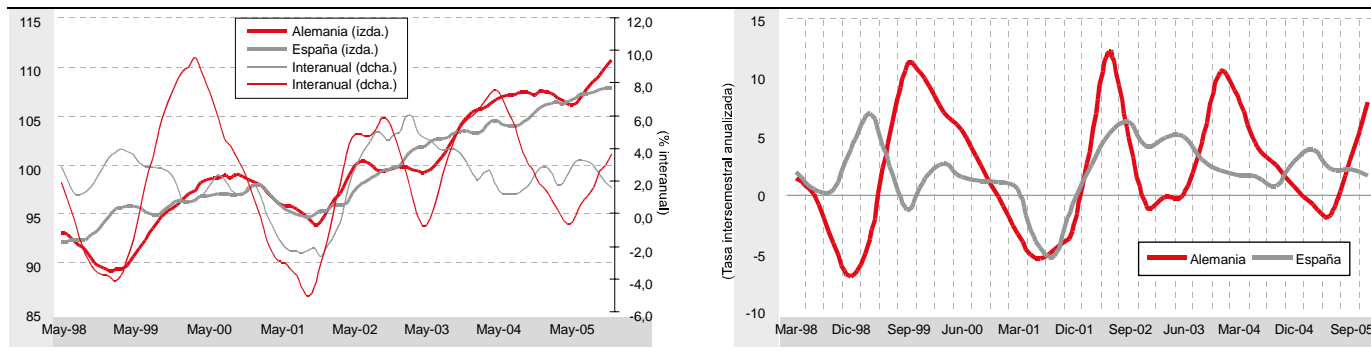
RINCÓN MACRO: ¿COMPRAR ALEMANIA, VENDER ESPAÑA?

En el *Rincón macro* de esta semana analizamos la evolución de los indicadores adelantados más importantes —y comparables— para España y Alemania. La razón es muy simple: es muy probable que el escenario económico cambie en los próximos años, con una desaceleración de la economía española y una aceleración de la alemana. Así lo están apuntando ya los indicadores económicos, al menos desde nuestro punto de vista. Si esa evolución de los indicadores adelantados termina por confirmarse en los datos de economía real, comprobaríamos cómo el diferencial de crecimiento entre España y Alemania se reduce. Sin duda, dicho escenario reafirmaría nuestra recomendación de ampliar la ponderación en el mercado alemán frente al español.

Los indicadores adelantados de la OCDE apuntan a tiempos mejores para Alemania que para España...

Si nos fijamos en los indicadores adelantados de la OCDE, comprobamos que los datos de diciembre de 2005 publicados la semana pasada revelan un avance del índice alemán (110,72 en diciembre) en los últimos meses que le ha permitido dejar muy atrás al español (107,77 en diciembre). También la tasa de crecimiento anual apunta a un crecimiento mayor en el caso de Alemania (un 3,60% interanual en diciembre, desde el -0,67% interanual en mayo de 2005) frente a España (1,56% interanual frente al 3,22% interanual de junio de 2005). Por último, la aceleración de las tasas de crecimiento también está beneficiando a Alemania, con la tasa semestral anualizada en el 7,97% frente al 1,68% en el caso de España. Esperamos que esta tendencia se prolongue a corto plazo, con lo que las tasas de crecimiento del PIB en el 1S06E serían mayores en Alemania y menores en España.

España frente a Alemania – Indicadores adelantados de la OCDE, índice, tasas anuales y tasas semestrales anualizadas, 1998-2005

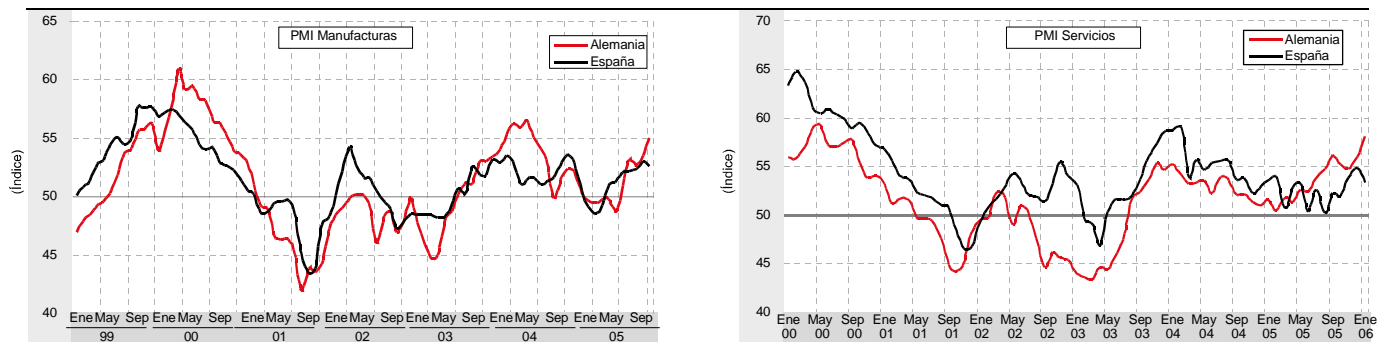


Fuentes: OCDE y Santander Investment Bolsa.

... el mensaje del PMI es el mismo...

El mensaje que se deduce de los indicadores PMI es similar al derivado de los datos de la OCDE: Alemania está registrando tasas de crecimiento más elevadas que España en los sectores manufacturero (55,0 en el caso de Alemania frente a 52,6 en el de España en enero de 2006) y servicios (58,1 en Alemania frente a 53,4 en España en enero de 2006).

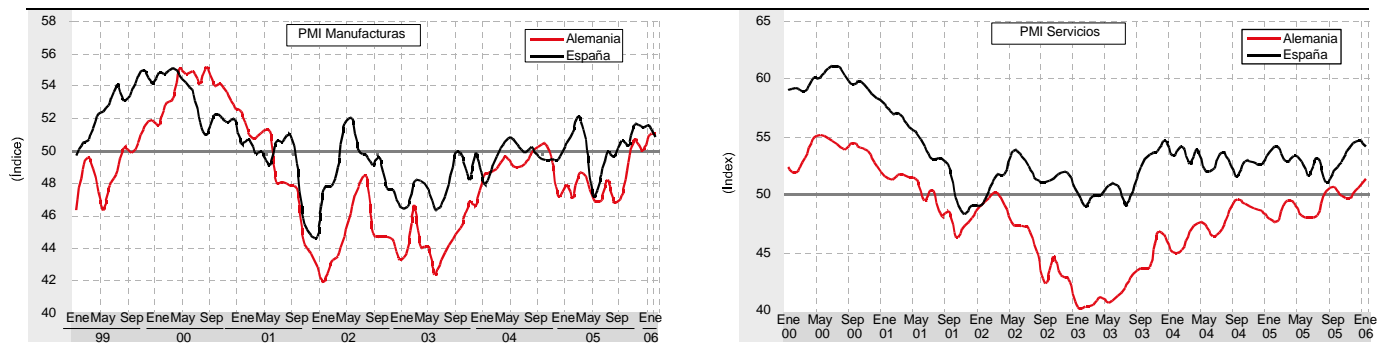
España frente a Alemania – PMI. Sector manufacturero y sector servicios, 1999-2006



Fuente: Reuters.

Este cambio en el comportamiento de ambos países en términos de PMI es incluso más interesante en el caso del PMI servicios, donde España siempre ha mostrado niveles de crecimiento más altos que Alemania. Sin embargo, en mayo de 2005, el índice PMI alemán subió por encima del español, y esta diferencia entre ambos países podría incrementarse en los próximos meses. También en el empleo las diferencias registradas en el pasado están desapareciendo: en enero, el índice manufacturero de empleo en Alemania subió hasta 51,1 puntos, mientras que el español se situaba en 50,9. En el caso de los índices de empleo del sector servicios, la diferencia entre ambos países es cada vez más estrecha. En enero, el índice alemán consiguió entrar en terreno positivo (51,4 puntos), tras haber rondado los 50 puntos básicos los últimos meses. En el caso del sector servicios, España sigue mostrando tasas de crecimiento mucho más elevadas en el empleo (54,2 en enero).

España frente a Alemania – Índices PMI de empleo. Sectores manufacturero y servicios, 1999-2006



Fuente: Reuters.

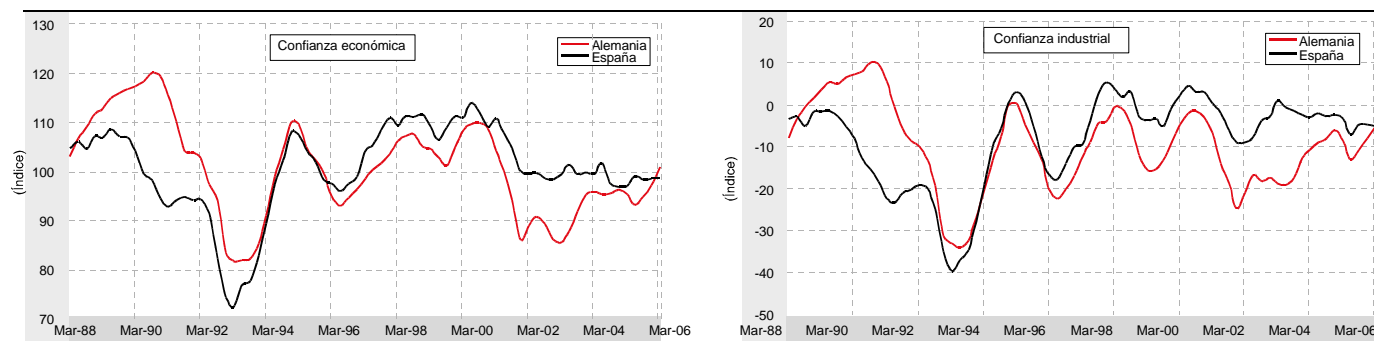
Como en el caso de los índices de la OCDE, creemos que los índices PMI alemanes seguirán registrando un comportamiento mejor que los españoles en los próximos meses. En este sentido, la fortaleza mostrada por las exportaciones, nuevos pedidos y otros índices PMI en Alemania confirman nuestras estimaciones.

... y los índices de la Comisión Europea también lo confirman

Por último, si nos fijamos en los índices de la Comisión Europea, comprobamos que la recuperación de Alemania frente a España ha sido espectacular en los últimos trimestres. Por primera vez desde 1995, en enero de este año el índice de confianza empresarial alemán (100,9) conseguía superar al español (98,5). En el caso de la producción industrial, los dos países han registrado niveles idénticos en enero de 2006, algo que no ocurría desde principios de la década de los noventa.



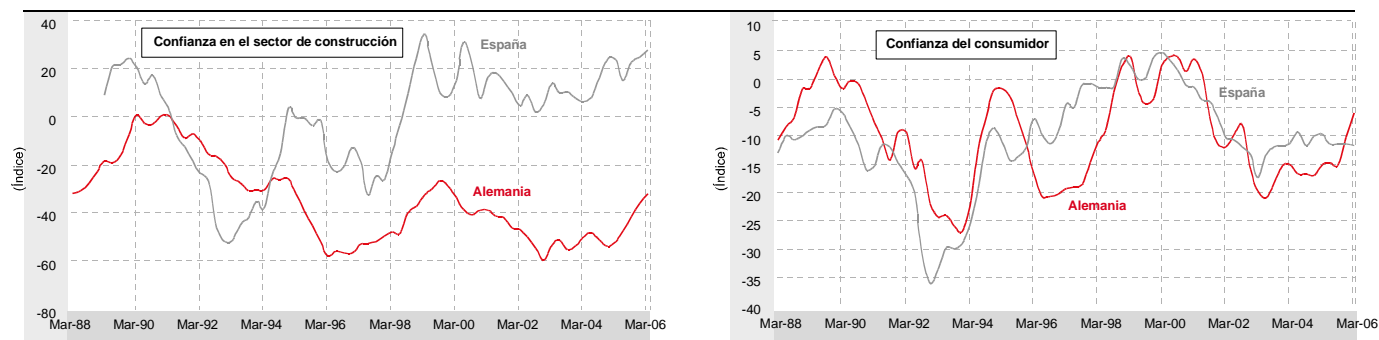
España frente a Alemania – Índices de confianza de la Comisión Europea, 1988-2006



Fuente: Comisión Europea.

En cuanto a la construcción, las diferencias entre los dos países siguen siendo importantes, aunque lo significativo es la recuperación del índice alemán, que lleva deprimido varios años. Por último, hablando de los consumidores, la moral del consumidor alemán ha mejorado y ya supera a la de los españoles. Lo único que nos queda por ver es el “mismo” nivel de consumo privado en Alemania que en España.

España frente a Alemania – Índices de confianza de la Comisión Europea, 1988-2006



Fuente: Comisión Europea.

Como en el caso de otros indicadores comentados, creemos que estas tendencias se mantendrán en los próximos meses, lo que refuerza nuestra recomendación de apostar por Alemania frente a España.

ESTIMACIONES MACROECONÓMICAS

Europa, Latinoamérica, Japón y EEUU – Estimaciones, 2003-07P

PIB	2003	2004	2005E	Cons.	2006E	Cons.	2007E	Cons.
Alemania	-0,2	1,1	1,0	0,9	1,6	1,3	2,0	1,4
Francia	0,9	2,1	1,7	1,5	2,1	1,8	1,9	2,1
Italia	0,4	1,0	0,2	0,1	1,6	1,1	1,6	1,4
España	3,0	3,1	3,4	3,3	2,8	2,9	2,4	2,9
Portugal	-1,2	1,2	0,5	0,7	1,0	1,5	1,4	–
Euro-12	1,6	1,8	1,4	1,3	1,9	1,7	2,0	2,2
Reino Unido	2,5	3,2	–	1,8	–	2,2	–	–
Argentina	8,8	9,0	8,0	8,4	6,0	5,5	–	3,6
Brasil	0,5	4,9	3,4	2,6	3,8	3,5	–	3,7
México	1,6	4,4	3,2	3,1	3,3	3,5	–	3,3
Japón	1,4	2,6	–	2,3	–	2,0	–	–
EEUU	2,7	4,2	3,6	3,6	3,8	3,4	3,0	3,2

IPC	2003	2004	2005E	Cons.	2006E	Cons.	2007E	Cons.
Alemania	1.1	1.7	2.0	2.0	2.1	1.8	1.9	1.5
Francia	2.2	2.3	2.0	1.9	2.1	1.7	2.1	1.7
Italia	2.8	2.3	2.2	2.2	2.3	2.1	2.0	1.9
España	3.0	3.0	3.4	3.4	3.1	3.1	2.6	2.8
Portugal	3.3	2.4	2.4	2.3	2.9	2.2	2.3	–
Euro-12	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.0	2.1	1.8
Reino Unido	1.4	1.3	–	2.1	–	2.0	–	1.9
Argentina	3.7	6.1	11.0	12.3	11.0	11.6	–	7.2
Brasil	9.3	7.6	5.1	5.6	4.5	4.7	–	4.3
México	4.0	5.2	3.6	3.4	3.8	3.6	–	3.8
Japón	-0.3	0.0	–	-0.2	–	0.3	–	–
EEUU	2.3	2.7	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4

Datos financieros*	2003	2004	2005E	Cons.	2006E	Cons.	2007E	Cons.
Tipos intervención								
Zona euro	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,25 (2,05)	–	3,00 (2,75)	2,63	3,25 (3,25)	–
EEUU	1,00 (1,10)	2,25 (1,40)	4,25 (3,25)	–	4,75 (4,63)	4,5	4,50 (4,69)	–
Tipos 3 meses								
Zona euro	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	2,49 (2,17)	–	3,20 (2,92)	2,63	3,10 (3,23)	3,00
EEUU	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	4,50 (3,60)	–	5,00 (4,83)	4,4	4,40 (4,73)	–
Bono 2 años								
Zona euro	2,61 (2,46)	2,48 (2,48)	2,86 (2,41)	–	3,60 (3,35)	–	2,90 (3,20)	–
EEUU	1,82 (1,64)	3,06 (2,36)	4,40 (3,89)	–	4,90 (4,98)	–	4,00 (4,43)	–
Bono 10 años								
Zona euro	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	3,31 (3,36)	–	4,25 (4,06)	3,69	4,00 (4,28)	3,90
EEUU	4,25 (3,99)	4,22 (4,25)	4,39 (4,26)	–	4,85 (4,96)	4,9	4,30 (4,44)	5,2
Tipo de cambio								
Euro-dólar	1,26 (1,14)	1,36 (1,24)	1,18 (1,24)	–	1,13 (1,15)	1,26	1,10 (1,10)	1,32

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: Consensus Forecasts (enero de 2006), Eurozone Barometer (enero de 2006) y estimaciones de Santander Investment Securities y estimaciones de Santander Investment Bolsa.



APÉNDICE 1

Resumen de indicadores de la zona euro, 2002-4T05

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	3T04	4T04	1T05	2T05	3T05	4T05
Consumo privado	1,0	1,1	1,4	1,3	1,5	1,5	-	0,9	3,4	0,6	0,9	1,2	-
Gasto público	2,6	1,6	1,1	0,9	1,1	1,4	-	1,3	-0,4	1,1	2,2	2,6	-
F. B. capital fijo	-2,0	0,8	1,7	1,3	1,9	3,2	-	1,5	2,4	0,5	3,2	6,6	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,3	0,3	-0,3	-	1,2	0,0	-0,3	0,4	-1,3	-
Demanda interna	0,4	1,4	1,8	1,6	1,8	1,6	-	2,3	2,4	0,3	2,1	1,3	-
Exportaciones	1,8	1,3	5,9	3,2	2,9	5,2	-	4,9	1,3	-3,3	9,1	14,5	-
Importaciones	0,4	3,1	6,1	4,2	4,5	5,3	-	8,4	5,5	-5,9	10,7	11,7	-
Aportac. sector Exterior	0,5	-0,6	0,0	-0,3	-0,6	0,1	-	-1,2	-1,6	1,0	-0,4	1,3	-
PIB	1,0	0,7	1,8	1,3	1,2	1,6	-	1,1	0,8	1,3	1,7	2,6	-
PIB nom. (€ mds)	7240,2	7439,2	7714,1										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Producción industrial (IPI)	-0,2	0,2	2,1	-0,4	1,1	1,2	-	1,9	1,2	0,3	1,9	-	-
-sin construcción	-0,6	0,3	2,0	0,6	0,7	1,5	-	2,7	1,3	0,3	2,6	-	-
Producción manufacturera	-0,8	0,0	1,9	0,6	0,8	1,5	-	2,8	1,5	0,9	3,1	-	-
Ventas al por menor	0,3	0,4	0,9	1,3	0,6	1,0	0,6	2,2	1,0	0,3	0,6	0,8	-
Nuevas matriculaciones	-2,4	-1,3	1,7	-0,9	1,0	4,0	-	6,8	2,1	-0,6	-	-	-
Utilización capacidad prod.	81,1	81,0	81,5	81,9	81,1	80,9	81,1						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Clima económico	94,3	93,5	99,5	98,7	96,1	97,8	100,2	97,6	98,4	100,2	99,9	100,6	101,8
Clima empresarial	-0,57	-0,45	0,32	0,16	-0,33	-0,04	0,22	-0,09	0,06	0,17	0,13	0,37	0,34
Confianza industria	-11	-11	-5	-6	-10	-8	-6	-8	-7	-6	-7	-5	-4
Confianza construcción	-18	-20	-15	-12	-12	-10	-5	-9	-8	-8	-3	-6	-4
Confianza comercio minorista	-17	-12	-8	-8	-9	-9	-5	-9	-8	-4	-6	-4	-4
Confianza servicios	2	4	11	11	9	11	14	10	11	14	14	13	15
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-13	-14	-15	-12	-15	-14	-13	-13	-11	-11
PMI	48	50	49	54,4	53,9	51,4	51,4	50,4	51,7	52,7	52,8	53,6	53,5
- Producción	49	52	51	56,0	55,9	52,3	52,8	51,8	53,8	54,3	54,8	55,8	54,8
- Nuevos pedidos	47	51	50	56,1	55,2	51,3	52,1	51,7	53,2	54,3	54,4	56,0	55,5
- Empleo	49	47	47	48,9	49,5	48,4	48,7	48,3	48,9	49,9	49,9	50,3	49,6
- Existencias	47	46	46	48,4	49,2	49,5	49,1	46,7	47,0	47,3	46,1	46,4	47,9
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	40,4	43,1	44,6	47,3	48,9	47,6	45,9	45,6	45,8	45,5
- Precios	48	52	52	70,7	69,4	72,8	64,6	56,3	59,1	62,8	62,6	62,2	63,0
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
IPC	2,3	2,1	2,1	2,0	2,0	2,3	2,3	0,3	0,5	0,3	-0,2	0,3	-
Infl. subyacente	2,4	1,8	1,8	1,5	1,4	1,3	1,4	0,2	0,3	0,3	0,0	0,4	-
PPI (excl. construcción)	-0,1	1,4	2,3	4,1	3,9	4,2	4,3	0,4	0,5	0,6	-0,2	0,2	-
Deflactor PIB	2,5	2,0	1,9	1,9	1,6	1,5	-						
Defactor de la demanda interna	2,0	1,8	1,9	2,1	1,8	2,1	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Coste laboral unitario	2,2	2,1	0,9	1,2	1,0	-	-						
Remuneración asalariado	2,6	2,4	2,1	1,8	1,6	-	-						
Productividad	0,4	0,4	1,2	0,6	0,6	-	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Tasa de desempleo	8,3	8,7	8,9	8,8	8,6	8,4	8,3	8,4	8,4	8,3	8,3	8,4	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
M3	6,6	6,4	6,3	6,5	7,8	8,5	8,2	0,7	0,9	0,2	0,4	0,5	-
M3 Media móvil 3m	7,1	7,0	6,5	6,6	7,6	8,2	-	8,2	8,2	8,0	7,6	-	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,4	6,9	8,2	9,0	9,7	0,0	1,1	0,8	1,0	0,9	-
Datos financ. (tasas inter.)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	0,8	1,2	-0,9	-4,4	-0,4	-1,2	-2,7	-4,6	-6,0	-
Tipo efectivo real € (CPI)	4,0	12,6	4,1	1,0	1,5	-0,7	-4,2	-0,2	-1,0	-2,5	-4,3	-5,6	-
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,0	0,6	0,6	-1,9	-5,3	-1,3	-2,3	-3,6	-5,4	-7,0	-
Tipo efectivo real € (ULC)	3,1	13,0	5,6	-0,6	-1,0	-1,7	-						
Sector exterior	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Saldo cta. corriente (% PIB)	0,8	0,5	0,6	0,2	-0,7	-0,2	-	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
€ Mds	58	34	46	39	21	5	-22	5	2	-9	-22	-	-
Cuentas públicas (% PIB)	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	ene-00
Total recursos	47,1	46,7	46,2	47,0	47,2	46,7	47,2	46,9	46,1	45,5	45,5	45,0	0,0
Total empleos	53	51,8	51,3	51,3	49,9	49,0	48,6	47,9	48,0	48,1	48,5	47,7	0,0
Déficit/Superávit	-5,8	-5,1	-5,1	-4,3	-2,7	-2,3	-1,3	-1,0	-1,9	-2,6	-3,0	-2,7	0,0

Fuentes: Bloomberg, Datastream, Reuters y Santander Central Hispano Bolsa.

APÉNDICE 2

ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2003-4T05

PIB y sus componentes	2003	2004	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			1T05	2T05	3T05	4T05	1T05	2T05	3T05	4T05
Consumo privado	3,9	3,6	3,5	3,9	3,8	3,0	3,5	3,4	4,1	1,1
Gasto e inv. públicos	2,2	1,7	1,7	1,8	2,0	1,2	1,9	2,5	2,9	-2,4
Inversión privada	11,9	5,8	10,1	4,0	4,2	5,4	8,6	-3,7	5,3	12,2
- Equipo	11,9	10,8	12,8	11,8	10,6	8,3	8,3	11,0	10,6	3,5
- Construcción	7,7	5,6	6,3	4,7	5,6	5,6	5,9	8,3	5,8	2,6
Demanda interna	4,8	3,6	4,2	3,5	3,5	3,1	4,0	2,0	4,0	2,2
Exportaciones	8,4	6,8	6,7	7,7	6,9	5,7	7,5	10,7	2,5	2,4
Importaciones	10,7	6,2	9,4	5,7	5,1	4,6	7,4	-0,2	2,4	9,1
PIB	4,2	3,5	3,6	3,6	3,6	3,1	3,8	3,3	4,1	1,1
PIB nominal (M.M. \$)	11734	12479								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Indicador adelantado	3,6	2,2	1,7	2,1	1,9	1,1	2,1	2,4	1,8	-
Indicador coincidente	2,7	2,4	2,0	1,6	1,4	2,0	1,8	2,0	1,0	-
Ratio existencias/Ventas	1,21	1,20	1,17	1,17	1,17	1,18	1,18	1,17	1,15	-
Producción industrial	4,0	3,1	2,7	2,7	3,1	2,0	2,3	2,9	2,8	-
Utilización capacidad (1)	80,0	79,7	80,3	80,3	80,3	79,1	79,8	80,3	80,7	-
Índice ISM	-10,8	-14,8	-6,3	-0,8	-10,2	0,0	2,3	0,7	-5,1	-2,7
Índice ISM (1)	55,6	53,8	53,5	57,3	53,5	58,0	58,1	57,3	55,6	54,8
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Ganancia real por hora	-0,5	-0,4	-1,2	-0,7	-1,1	-2,3	-1,3	-0,5	-0,4	-
Ventas al por menor	7,3	8,4	8,4	6,3	8,2	6,7	5,9	6,8	6,4	-
-sin autos	7,9	8,4	9,4	8,8	9,6	10,1	9,8	8,5	8,0	-
Gastos de consumo	3,5	3,9	3,8	3,0	3,8	2,9	2,5	3,2	3,4	-
Confianza consumidores (1)	104,4	97,5	105,5	98,3	105,5	87,5	85,2	98,3	103,8	106,3
Expectativas consumidor (1)	96,1	86,7	93,3	88,4	93,3	72,3	70,1	88,4	92,6	91,5
Tasa de ahorro familiar (1)	0,5	-0,2	-3,4	-0,2	-3,4	-0,5	-0,1	-0,2	-0,7	-
Crédito al consumo	4,0	4,4	4,2	3,0	4,6	4,2	3,0	3,1	3,0	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Nuevos pedidos	8,5	8,6	7,0	9,4	7,9	7,4	8,4	9,4	10,5	-
-ex autos	11,3	8,2	7,6	6,7	7,9	7,9	6,7	6,5	6,9	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	14,7	10,7	7,6	8,5	8,6	7,1	7,6	10,2	7,8	-
ISM: Producción	-14,2	-14,1	-4,2	3,8	-7,6	2,2	3,9	6,4	1,2	-1,4
ISM: Nuevos pedidos	-15,9	-15,0	-3,2	-3,3	-9,6	5,8	3,6	-1,7	-10,9	1,2
	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05	3T05	4T05
Benef. después de impuestos	21,1	21,0	17,2	17,7	6,4	7,1	31,5	31,6	36,0	-
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Viviendas iniciadas	8,0	6,3	6,4	3,1	2,8	13,0	-0,5	17,4	-5,7	-
Ventas nuevas viviendas	5,1	6,9	11,5	3,5	9,4	2,1	4,0	4,9	1,8	-
Gastos de construcción	12,4	8,4	7,5	8,4	7,4	8,3	9,1	8,1	8,1	-
Permisos de construcción	4,0	2,1	5,1	1,2	3,9	8,8	0,5	3,3	-0,3	-
Empleo y salarios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Población activa	0,9	1,4	1,5	1,4	1,5	1,8	1,5	1,3	1,3	1,4
Empleo total	1,4	1,9	2,0	1,9	2,1	2,1	2,0	1,7	1,9	2,0
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,4	5,1	4,9	5,0	4,9	5,1	4,9	5,0	4,9	4,7
Duración media paro (sem.) (1)	19,1	19,6	18,9	17,6	18,9	18,2	18,0	17,6	17,3	16,8
Jornada media laboral (horas) (1)	33,7	33,8	33,7	33,8	33,7	33,8	33,8	33,8	33,8	33,8
Ganancia media por hora	2,6	2,7	2,8	3,1	2,7	2,7	3,1	3,0	3,2	3,3
	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05	3T05	4T05
Coste del empleo total	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,4	3,1	3,0	3,1
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Inflación	3,0	3,0	3,8	3,7	3,6	4,7	4,4	3,5	3,4	-
Inflación subyacente	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	-
Precios producción	4,6	4,1	5,6	5,3	5,3	6,9	5,9	4,4	5,4	-
P. producc sin energía y alim.	2,6	2,6	2,7	1,8	2,6	2,6	1,9	1,8	1,7	-
Precios importación	6,5	7,2	8,8	7,6	8,2	9,9	8,2	6,5	7,9	-
Precios exportación	3,6	2,9	3,2	3,0	3,1	3,6	3,7	2,7	2,7	-
Sector exterior	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Saldo B. bienes y servicios (4)	-644,0	-668,0	-683,0	-715,0	-683	-697	-709	-715	-726	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-5,3	-5,4	-5,4	-5,6	-5,3	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-
Saldo Balanza comercial (4)	-736,4	-762,0	-781,8	-817,6	-782	-798	-811	-818	-828	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-6,0	-6,2	-6,2	-6,4	-6,0	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4	-
Tipo cambio efectivo nominal	-4,4	-4,6	-1,5	6,0	-2,2	-2,2	1,8	7,9	8,3	5,3
Política económica	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	1T05	2T05	3T05	4T05	ago-05	sep-05	oct-05	nov-05	dic-05	ene-06
Oferta monetaria (M2)	5,3	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,1	3,9	4,0	-
Tipo fondos federales (1)	2,50	2,79	3,50	4,00	3,50	3,62	3,78	4,00	4,16	4,29
Ingresos federales (3)	452	665	549	530	155	252	149	139	242	230
Gastos federales (3)	628	620	618	650	207	216	197	222	231	209
Déficit público federal (3)	-177	45	-69	-119	-51	36	-47	-83	11	21

(1) Series en niveles. (3) Variación acumulada en año fiscal, miles de millones de dólares. (4) Acumulado de los 12 últimos meses, en miles de millones de dólares. Fuente: Datastream.

THE IBERIAN QUANT OBSERVER

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

Juan José Fernández
(34) 91 289 3704
jjfernandezg@gruposantander.com

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

CONTENIDO:

	Página
I. ESTIMACIONES MACROECONÓMICAS	2
II. MONITOR POR PAÍS Y POR SECTOR	3
III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE VALORACIÓN	5
IV. MONITOR DE LA TENDENCIA	6
V. MONITOR DEL VALOR	7
VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO	8



I. ESTIMACIONES MACROECONÓMICAS

Europa, Latinoamérica, Japón y EEUU – Estimaciones, 2003-07P

PIB	2003	2004	2005E	Cons.	2006E	Cons.	2007E	Cons.
Alemania	-0,2	1,1	1,0	0,9	1,6	1,3	2,0	1,4
Francia	0,9	2,1	1,7	1,5	2,1	1,8	1,9	2,1
Italia	0,4	1,0	0,2	0,1	1,6	1,1	1,6	1,4
España	3,0	3,1	3,4	3,3	2,8	2,9	2,4	2,9
Portugal	-1,2	1,2	0,5	0,7	1,0	1,5	1,4	–
Euro-12	1,6	1,8	1,4	1,3	1,9	1,7	2,0	2,2
Reino Unido	2,5	3,2	–	1,8	–	2,2	–	–
Argentina	8,8	9,0	8,0	8,4	6,0	5,5	–	3,6
Brasil	0,5	4,9	3,4	2,6	3,8	3,5	–	3,7
México	1,6	4,4	3,2	3,1	3,3	3,5	–	3,3
Japón	1,4	2,6	–	2,3	–	2,0	–	–
EEUU	2,7	4,2	3,6	3,6	3,8	3,4	3,0	3,2

IPC	2003	2004	2005E	Cons.	2006E	Cons.	2007E	Cons.
Alemania	1.1	1.7	2.0	2.0	2.1	1.8	1.9	1.5
Francia	2.2	2.3	2.0	1.9	2.1	1.7	2.1	1.7
Italia	2.8	2.3	2.2	2.2	2.3	2.1	2.0	1.9
España	3.0	3.0	3.4	3.4	3.1	3.1	2.6	2.8
Portugal	3.3	2.4	2.4	2.3	2.9	2.2	2.3	–
Euro-12	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.0	2.1	1.8
Reino Unido	1.4	1.3	–	2.1	–	2.0	–	1.9
Argentina	3.7	6.1	11.0	12.3	11.0	11.6	–	7.2
Brasil	9.3	7.6	5.1	5.6	4.5	4.7	–	4.3
México	4.0	5.2	3.6	3.4	3.8	3.6	–	3.8
Japón	-0.3	0.0	–	-0.2	–	0.3	–	–
EEUU	2.3	2.7	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4

Datos financieros*	2003	2004	2005E	Cons.	2006E	Cons.	2007E	Cons.
Tipos intervención								
Zona euro	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,25 (2,05)	–	3,00 (2,75)	2,63	3,25 (3,25)	–
EEUU	1,00 (1,10)	2,25 (1,40)	4,25 (3,25)	–	4,75 (4,63)	4,5	4,50 (4,69)	–
Tipos 3 meses								
Zona euro	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	2,49 (2,17)	–	3,20 (2,92)	2,63	3,10 (3,23)	3,00
EEUU	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	4,50 (3,60)	–	5,00 (4,83)	4,4	4,40 (4,73)	–
Bono 2 años								
Zona euro	2,61 (2,46)	2,48 (2,48)	2,86 (2,41)	–	3,60 (3,35)	–	2,90 (3,20)	–
EEUU	1,82 (1,64)	3,06 (2,36)	4,40 (3,89)	–	4,90 (4,98)	–	4,00 (4,43)	–
Bono 10 años								
Zona euro	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	3,31 (3,36)	–	4,25 (4,06)	3,69	4,00 (4,28)	3,90
EEUU	4,25 (3,99)	4,22 (4,25)	4,39 (4,26)	–	4,85 (4,96)	4,9	4,30 (4,44)	5,2
Tipo de cambio								
Euro-dólar	1,26 (1,14)	1,36 (1,24)	1,18 (1,24)	–	1,13 (1,15)	1,26	1,10 (1,10)	1,32

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: Consensus Forecasts (enero de 2006), Eurozone Barometer (enero de 2006) y estimaciones de Santander Investment Securities y estimaciones de Santander Investment Bolsa.



II. MONITOR POR PAÍS Y SECTOR

Múltiplos de valoración

	Cap. bur. (mn €)	PER (x)			TACC	EV/EBITDA (x)			TACC (%)	P/FC (x)			TACC (%)	RpD (%)		P/V (x)	
		05E	06E	07E	(%) BpA	05E	06E	07E	EBITDA	05E	06E	07E	FCpA	06E	07E	06E	07E
Francia (CAC 40)	762.550	17,4	15,0	13,5	12,1	7,8	7,4	6,8	15,5	10,2	9,1	8,3	10,1	2,6	2,9	2,5	2,2
Alemania (DAX 30)	584.719	17,7	15,3	13,5	12,8	7,0	6,7	6,1	9,4	9,7	8,7	7,7	6,3	2,9	3,1	2,5	2,1
Italia (MIB 30)	537.866	17,4	15,1	13,2	14,0	6,7	6,4	6,0	6,9	7,7	7,4	6,9	6,5	4,1	4,3	2,4	2,2
Portugal (PSI 20)	56.804	16,8	15,2	13,4	11,9	9,2	8,8	8,2	5,2	7,8	7,2	6,7	4,8	3,5	3,7	2,4	2,2
España (IBEX35)	519.643	17,3	16,5	14,8	11,7	8,8	8,1	7,5	6,6	9,7	8,8	7,9	7,4	3,4	3,8	3,3	2,9
DJ Stoxx 600	8.059.073	17,4	14,9	13,3	11,9	8,3	7,8	7,1	13,1	11,9	9,9	8,3	10,5	3,0	3,3	3,6	3,4
DJ Stoxx 50	3.374.569	14,6	13,4	12,3	12,6	8,4	7,8	7,2	12,7	10,9	9,9	9,3	9,8	3,4	3,7	2,9	2,6
DJ Euro Stoxx 50	1.397.547	16,1	14,4	13,1	12,1	7,7	7,3	6,7	10,3	9,8	8,9	8,2	9,1	3,4	3,6	2,7	2,4
P. Ibérica Bienes de capital	38.222	12,4	14,7	28,8	-24,2	5,6	6,4	14,7	-24,7	8,0	8,4	17,8	-23,9	2,4	1,6	2,0	5,1
P. Ibérica Construcción	35.212	21,3	18,7	16,6	15,4	10,8	9,8	8,9	11,8	12,7	11,5	10,5	24,6	1,6	1,8	3,2	2,9
P. Ibérica B. de consumo	37.945	22,6	19,9	26,7	-1,9	10,4	9,3	12,8	-3,4	13,6	12,3	16,3	-2,7	2,8	2,6	4,4	5,1
P. Ibérica Serv. consumidor	56.598	14,9	16,7	16,0	4,3	11,2	11,1	11,0	8,3	9,6	9,0	9,6	6,8	2,2	2,3	2,4	2,4
P. Ibérica Financieras	194.027	15,2	12,8	11,1	22,2	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,6	4,2	2,3	2,1
P. Ibérica Petróleo y gas	54.585	12,5	11,6	17,6	3,6	6,2	6,3	7,9	-1,8	7,7	6,8	8,9	-2,1	2,4	2,0	2,2	2,6
P. Ibérica TMTs	134.049	30,3	24,2	63,1	-13,0	11,5	10,3	29,9	-22,4	13,8	13,4	39,0	-27,5	1,8	0,9	6,2	11,4
P. Ibérica Utilities	71.448	20,2	17,6	26,2	-5,8	9,7	8,8	11,6	-2,3	10,6	9,6	13,5	-12,2	3,2	2,1	4,3	4,0
Total P. Ibérica	622.088	17,6	15,9	18,4	6,6	12,6	12,1	17,4	-5,3	15,6	14,7	21,8	-8,5	2,7	2,5	3,0	3,2

Nota: las TACC se calculan sobre 2004-07E.

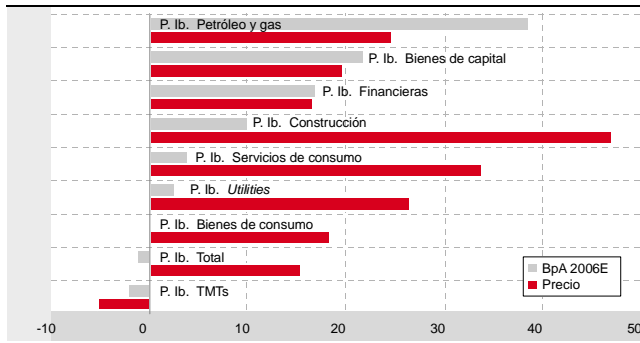
Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Investment Bolsa.

Comportamiento de los mercados (%)

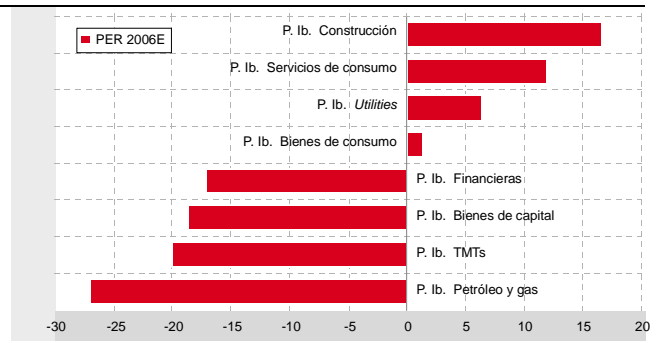
Índice	Cierre 10-feb	Últimos 12M		-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	En el Trim.	En el Año	Desde 12M	
		Máx.	Mín.								Máx.	Mín.
Francia (CAC 40)	4.956	5.012	3.882	0,6	1,9	10,6	9,5	24,8	5,1	5,1	-1,1	27,6
Alemania (DAX 30)	5.744	5.761	4.158	1,7	4,5	14,5	15,1	32,3	6,2	6,2	-0,3	38,2
Italia (MIB 30)	37.099	37.099	30.778	1,7	3,1	11,4	9,1	14,2	4,9	4,9	0,0	20,5
Portugal (PSI 20)	9.242	9.292	7.378	5,2	4,3	16,0	19,8	14,8	7,2	7,2	-0,5	25,3
España (IBEX35)	11.345	11.345	8.939	1,9	4,4	8,7	10,9	20,0	5,7	5,7	0,0	26,9
DJ Stoxx 600	324	326	254	0,9	2,7	9,3	11,9	23,2	4,6	4,6	-0,4	27,5
DJ Stoxx 50	3.454	3.483	2.794	0,7	1,1	5,9	8,4	19,5	3,1	3,1	-0,9	23,6
DJ Euro Stoxx 50	3.727	3.745	2.911	1,4	2,2	10,9	10,6	22,4	4,1	4,1	-0,5	28,0
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	-2,4	16,3	26,7	25,8	36,6	20,0	20,0	-7,5	53,0
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	1,7	11,2	17,9	16,0	49,7	12,6	12,6	-3,3	60,4
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	1,5	2,1	10,9	17,8	21,7	3,3	3,3	-3,1	30,9
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	1,7	5,2	3,9	7,6	32,7	7,8	7,8	-8,1	45,5
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	2,0	6,5	11,2	16,5	23,3	7,5	7,5	-1,0	32,2
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	1,8	-3,1	1,4	-0,3	19,3	-0,4	-0,4	-12,9	23,9
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	4,5	0,3	3,5	0,0	-4,7	3,8	3,8	-10,2	13,1
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	0,0	7,6	14,3	24,5	32,8	6,7	6,7	-2,6	40,9
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	1,9	4,7	9,3	11,4	19,0	6,6	6,6	-5,7	31,0

Fuente: Bloomberg.

DJ Stoxx 600 – Variación en el año de los precios y estimaciones del BpA 2006E por sectores (%)

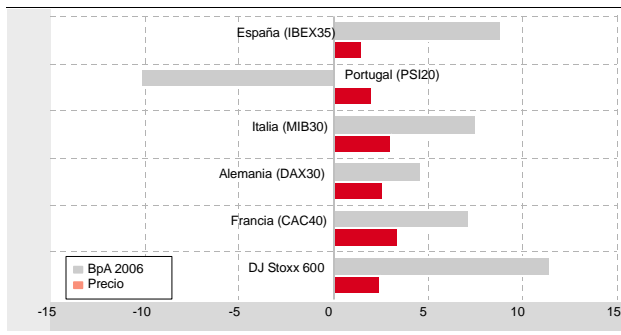


DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2006E por sectores (%)

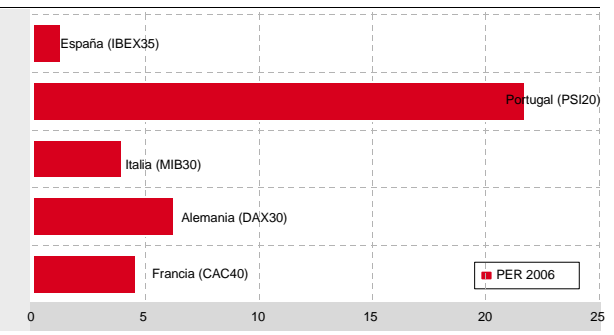


Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Investment Bolsa.

DJ Stoxx 600 – Variación en el año de los precios y estimaciones del BpA 2006E por países (%)



DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2006E por países (%)



Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Investment Bolsa.

III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 13/02/06	Cap. burs. (mn €)	SI Bolsa Recomen.	Precio objet.	Potencial alcista (%)	Ponderación (%)		Comport. burs. (%)			PER (x)			TACC BpA			EV/EBITDA (x)			TACC FCPA			RpD (%)		P/Vc (x)		Compañía
								IBEX 35	PSI 20	-1S	Trim.	Año	05E	06E	07E	04-07E (%)	05E	06E	07E	04-07E (%)	05E	06E	07E	04-07E (%)	06E	07E	06E	07E	
Acerinox	ESP	EUR	12,9	3.350	Infracompr.	12,2	-5,5	0,8	-1,7	5,0	5,0	12,2	12,3	10,2	3,2	6,5	6,6	5,6	3,8	7,7	7,8	6,7	-0,4	2,7	2,7	1,6	1,4	Acerinox	
Arcelor	ESP	EUR	29,1	18.617	Infracompr.	15,2	-47,9	2,6	-4,7	38,2	38,2	9,2	13,2	10,2	ND	ND	ND	ND	ND	6,3	7,2	ND	ND	2,1	ND	1,5	ND	Arcelor	
Cementos Portland	ESP	EUR	79,6	2.216	Compr.	80,0	0,5		0,4	15,2	15,2	15,0	12,3	12,5	15,2	7,1	6,0	5,7	10,1	9,5	8,3	8,2	10,9	2,9	2,9	2,1	1,9	Cementos Portland	
Cimpor	POR	EUR	4,9	3.320	Infracompr.	3,9	-21,1	4,5	-0,8	6,2	6,2	20,8	18,0	14,0	8,4	9,9	8,7	8,0	4,3	9,3	8,7	7,6	1,0	3,4	4,3	3,0	2,8	Cimpor	
Ence	ESP	EUR	28,3	960	Compr.	35,0	23,8		-6,1	7,9	7,9	11,5	10,9	14,2	5,3	7,1	5,8	7,6	11,8	6,4	6,7	7,9	2,1	2,5	2,6	1,1	1,1	Ence	
Garnesa	ESP	EUR	13,7	3.326	Infracompr.	12,5	-8,6	0,8	1,4	10,6	10,6	15,6	14,6	12,6	6,1	10,6	9,7	8,6	12,6	8,4	7,8	7,0	8,8	2,2	2,6	3,3	2,8	Garnesa	
Tubacex	ESP	EUR	4,4	586	Infracompr.	2,5	-43,3		4,3	22,2	22,2	22,9	18,1	26,7	17,6	11,0	9,8	12,9	7,1	13,5	12,2	16,2	7,0	1,6	1,1	3,7	2,5	Tubacex	
Uralita	ESP	EUR	4,0	794	Compr.	5,5	36,8		3,1	17,5	17,5	20,8	18,8	14,9	5,7	6,1	5,9	5,3	-0,2	7,3	7,1	6,4	-8,5	2,1	2,7	3,3	3,0	Uralita	
Zardoya Otis	ESP	EUR	21,2	5.053	Infracompr.	20,7	-2,6		1,0	-0,8	-0,8	32,2	31,9	29,1	3,4	21,1	18,9	17,3	9,5	29,6	29,3	27,4	5,3	3,3	3,6	32,1	29,3	Zardoya Otis	
Bienes de capital				38.222				4,1	4,5	-2,4	20,0	20,0	12,4	14,7	28,8	-24,2	5,6	6,4	14,7	-24,7	8,0	8,4	17,8	-23,9	2,4	1,6	2,0	5,1	Bienes de capital
Acciona	ESP	EUR	112,9	7.172	Compr.	105,0	-7,0	1,3	4,0	19,5	19,5	24,9	21,0	18,3	19,0	11,5	10,4	9,8	15,6	13,3	11,5	10,2	22,0	2,4	2,7	2,4	2,3	Acciona	
ACS	ESP	EUR	29,0	10.247	En rev.	En rev.	En rev.	2,4	-0,3	6,7	6,7	18,2	15,9	14,1	17,1	9,0	7,9	6,8	8,2	13,9	13,2	12,2	18,4	1,6	1,8	3,4	2,9	ACS	
FCC	ESP	EUR	61,1	61,5	Compr.	61,5	9,7	1,0	2,9	17,0	17,0	17,7	15,8	14,7	10,9	9,1	8,7	7,5	10,0	10,5	9,3	8,7	4,7	3,3	3,5	3,3	3,0	FCC	
Ferrovial	ESP	EUR	65,1	9.131	Compr.	71,2	9,4	1,7	0,5	11,3	11,3	27,6	24,5	21,2	14,1	14,3	12,7	11,6	13,6	14,7	13,4	11,9	-32,1	1,6	1,9	3,9	3,5	Ferrovial	
OHL	ESP	EUR	15,0	1.343	Compr.	14,2	-5,3		0,8	11,3	11,3	23,5	21,4	18,0	22,4	7,7	7,5	7,2	15,6	7,8	7,4	6,8	4,1	1,2	1,4	3,1	3,2	OHL	
Construcción				35.212				6,4	0,0	1,7	12,6	12,6	21,3	18,7	16,6	15,4	10,8	9,8	8,9	11,8	12,7	11,5	10,5	24,6	1,6	1,8	3,2	2,9	Construcción
Altadis	ESP	EUR	37,5	10.096	Infracompr.	30,7	-18,1	2,3	5,7	-2,1	-2,1	18,6	16,5	ND	ND	ND	ND	ND	ND	12,0	10,9	ND	ND	3,0	ND	6,8	ND	Altadis	
Barón de Ley	ESP	EUR	42,6	329	Infracompr.	35,7	-16,3	ND	0,5	2,6	2,6	17,9	18,2	17,8	-5,1	9,1	8,6	8,0	4,2	11,7	11,5	11,2	-4,1	0,0	0,0	1,7	1,5	Barón de Ley	
Ebro Puleva	ESP	EUR	14,4	2.217	Compr.	16,9	17,4		-0,8	2,6	2,6	15,9	12,8	16,0	4,7	9,2	7,8	8,5	7,2	7,2	7,1	7,9	4,4	2,6	2,8	1,8	1,7	Ebro Puleva	
Faes	ESP	EUR	18,7	1.041	Infracompr.	14,1	-24,6		-0,4	18,1	18,1	52,6	50,0	48,8	-5,5	31,5	29,7	28,9	0,4	29,2	29,0	28,2	-8,6	1,3	1,3	7,1	6,7	Faes	
Inditex	ESP	EUR	28,8	17.933	Compr.	31,0	7,8	2,5	0,3	4,4	4,4	25,2	21,7	19,0	13,9	12,5	10,6	9,1	15,6	16,7	14,2	12,4	13,3	3,4	4,4	5,4	4,9	Inditex	
Jerónimo Martins	POR	EUR	12,9	1.629	Infracompr.	12,4	-4,2	1,5	0,9	1,9	1,9	15,5	15,1	14,5	4,1	7,2	7,1	6,6	4,4	7,9	7,5	7,0	6,5	3,2	3,4	3,4	3,1	Jerónimo Martins	
Sos Cuétara	ESP	EUR	11,3	1.548	Infracompr.	7,0	-37,8		-1,1	2,4	2,4	32,8	30,3	23,6	22,1	15,6	13,5	11,5	20,5	17,9	17,6	14,9	14,2	0,9	0,9	2,8	2,5	Sos Cuétara	
Viscofán	ESP	EUR	9,6	464	Compr.	13,0	35,4		-0,7	3,4	3,4	53,8	44,2	32,5	10,4	9,3	9,3	7,9	15,2	18,2	17,7	15,3	8,7	1,4	1,6	1,7	1,6	Viscofán	
Zelita	ESP	EUR	5,9	1.237	Infracompr.	5,0	-14,5		-0,3	7,0	7,0	NS	NS	NS	-1,9	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	0,0	0,0	4,1	3,4	Zelita	
Bienes de consumo				37.945				-100,1	1,5	3,3	3,3	22,6	19,9	26,7	-10,4	10,4	9,3	12,8	-3,4	13,6	12,3	16,3	-2,7	2,8	2,6	4,4	5,1	Bienes de consumo	
NH Hoteles	ESP	EUR	13,9	1.656	Compr.	14,3	2,9	0,4	4,4	4,5	4,5	38,5	21,8	17,7	30,2	13,8	11,1	10,0	8,9	13,7	11,1	10,3	15,6	2,3	2,8	2,4	2,2	NH Hoteles	
Sol Meliá	ESP	EUR	12,4	2.297	Compr.	13,3	6,6		9,1	15,7	15,7	23,2	16,0	12,3	64,8	10,8	9,0	7,6	14,8	10,9	9,1	7,7	31,4	1,0	1,1	2,7	2,2	Sol Meliá	
TelePizza	ESP	EUR	1,8	477	Infracompr.	1,6	-13,9		-1,1	-3,2	-3,2	19,6	18,8	19,5	0,9	8,4	7,6	7,1	2,5	10,6	10,3	10,8	-3,0	2,7	3,0	2,7	3,1	TelePizza	
Iberia	ESP	EUR	2,3	2.189	Infracompr.	2,0	-13,0	0,5	1,3	0,4	0,4	3,3	31,9	15,0	-10,4	4,4	16,3	11,6	-1,0	3,3	8,5	6,4	-5,4	2,2	2,2	1,1	1,1	Iberia	
Logista	ESP	EUR	45,3	2.057	Compr.	47,0	4,4		3,2	8,4	8,4	21,2	18,2	16,9	10,9	9,7	8,5	7,7	17,0	12,4	11,1	10,4	8,8	2,7	3,0	3,8	3,4	Logista	
Abertis	ESP	EUR	22,0	12.688	Infracompr.	17,5	-20,3	2,2	0,3	3,3	3,3	ND	ND	ND	ND	12,3	11,7	11,2	6,2	ND	ND	ND	ND	2,9	3,0	ND	ND	Abertis	
Brisa	POR	EUR	7,3	4.356	Mantener	7,8	6,6	7,0	2,5	1,5	1,5	20,8	20,2	20,7	4,6	13,7	14,1	13,7	2,2	16,0	16,1	15,5	1,3	4,0	4,3	2,6	2,6	Brisa	
Cintra	ESP	EUR	10,8	5.284	Compr.	12,7	ND	0,7	0,6	10,1	10,1	8,1	4,9	3,8	5,5	23,9	19,0	15,1	23,1	2,8	2,3	2,0	4,3	1,5	1,5	2,8	2,7	Cintra	
Inm. Colonial	ESP	EUR	51,4	3.065	Compr.	54,2	5,6		4,0	7,2	7,2	11,2	18,5	17,0	12,6	10,8	13,5	12,7	14,9	7,8	11,4	10,6	-7,6	2,3	2,5	2,1	1,8	Inm. Colonial	
Inm. Urbis	ESP	EUR	17,4	2.223	Infracompr.	16,7	-4,1		3,5	12,3	12,3	13,8	11,9	10,7	25,0	12,1	11,1	10,3	24,3	19,7	11,2	10,0	7,8	2,4	2,8	2,5	2,2	Inm. Urbis	
Metrovacesa	ESP	EUR	57,5	5.853	Infracompr.	55,0	-4,3	0,8	-1,8	12,1	12,1	16,7	14,4	15,0	9,3	20,3	15,1	15,3	37,3	11,8	10,7	11,0	12,5	1,4	1,8	2,7	2,4	Metrovacesa	
Sacyr Vallehermoso	ESP	EUR	22,0	6.049	Mantener	24,5	11,2		0,5	7,0	7,0	19,7	24,1	20,0	1,8	15,7	14,2	13,9	14,5	10,6	9,6	6,4	1,0	1,2	3,0	2,7	3,0	Sacyr Vallehermoso	
Abengoa	ESP	EUR	17,8	1.611	Compr.	16,0	-10,2		7,3	43,5	43,5	26,6	17,9	17,6	-7,2	10,4	8,0	7,6	1,5	11,7	9,4	9,1	4,1	0,8	0,8	3,3	2,8	Abengoa	
Agua Barcelona	ESP	EUR	20,1	2.952	Mantener	20,5	1,8		0,1	11,8	11,8	16,3	14,9	13,7	2,8	8,1	7,5	6,9	11,1	18,3	7,9	7,4	5,2	1,8	1,9	1,9	1,8	Agua Barcelona	
Prosegur	ESP	EUR	22,7	1.400	Compr.	23,5	3,6		0,8	17,4	17,4	19,4	15,9	14,3	68,0	10,4	8,4	7,7	15,2	12,2	10,5	9,6	25,9	1,2	1,5	3,9	3,2	Prosegur	
Sonae SGPS	POR	EUR	1,2	2.460	Compr.	1,4	12,2		3,4	4,2	4,2	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Restr.	Sonae SGPS	
Serv. de consumo				56.598				6,0	4,4	11,5	17,7	7,8	7,2	14,9	16,7	16,0	4,3	11,2	11,1	11,0	8,3	9,6	9,						

IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Arcelor	32,5	Sos Cuétara	-1,4
Abengoa	31,4	Altadis	-1,6
B. Guipuzcoano	23,7	Zeltia	-2,2
Acciona	17,8	Telecinco	-4,0
Tubacex	17,3	TelePizza	-4,3
Cem. Portland	16,1	Sogecable	-4,3
FCC	15,0	Indra	-5,1
OHL	13,3	Viscofán	-5,4
Endesa	12,0	Jazztel	-8,9
TPI	12,0	Repsol YPF	-9,9

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Arcelor	47,3	Telefónica Móviles	0,1
Antena 3	40,3	Zardoya Otis	-0,4
B. Guipuzcoano	29,7	Ebro Puleva	-2,3
Cementos Portland	26,5	Sacyr Valleherm.	-2,8
Abengoa	25,5	Metrovacesa	-3,0
Tubacex	25,3	Sogecable	-3,0
Portugal Telecom	24,4	Abertis	-3,9
OHL	23,7	Repsol YPF	-4,9
Sonae SGPS	22,6	Indra	-8,2
ACS	22,6	Jazztel	-10,9

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
FCC	-0,2	TelePizza	-10,4
ACS	-0,7	Metrovacesa	-11,3
Grupo Santander	-0,8	Telefónica	-11,6
Inditex	-0,8	Zardoya Otis	-13,4
BCP	-0,8	Uralita	-14,5
REE	-0,8	Indra	-14,5
Prosegur	-0,8	Abertis	-14,5
Iberdrola	-0,8	Zeltia	-18,5
B. Sabadell	-0,9	Repsol YPF	-19,1
Tubacex	-0,9	Jazztel	-50,9

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Abengoa	122,1	Cimpor	16,2
OHL	101,3	Barón de Ley	15,1
Tubacex	94,3	Gas Natural	13,3
Arcelor	93,5	Telefónica Móviles	13,2
Metrovacesa	86,5	B. Popular	12,2
Sacyr Valleherm.	78,1	Jazztel	10,8
Acciona	73,6	BES	8,6
B. Guipuzcoano	72,8	Prisa	8,2
Antena 3	71,5	Telefónica	6,2
B. Pastor	66,5	Zeltia	6,0

Recomendaciones consenso 3M*			
10 más altos		10 más bajos	
B. Guipuzcoano	2,8	Tubacex	1,5
Metrovacesa	2,7	Jerónimo Martins	1,5
Faes	2,7	Ence	1,5
Jazztel	2,6	BBVA	1,5
Acciona	2,6	Inditex	1,5
NH Hoteles	2,6	Arcelor	1,5
Abertis	2,5	Prisa	1,4
B. Valencia	2,5	Ferrovial	1,4
CF Alba	2,5	B. Pastor	1,4
Inm. Colonial	2,5	Sonae SGPS	1,3

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Inditex	8,5	BES	0,2
Arcelor	7,5	Sos Cuétara	0,2
Brisa	7,0	Acciona	0,2
Ence	7,0	NH Hoteles	0,1
Endesa	6,5	Amadeus	0,0
Tubacex	5,0	Cortefiel	0,0
Grupo Santander	3,8	Aldeasa	0,0
Enagás	3,8	Faes	0,0
FCC	3,7	B. Guipuzcoano	0,0
Telefónica	3,5	Jazztel	0,0

BpA Consenso 2006E/Santander Inv, B. 2005E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Iberdrola	30,6	NH Hoteles	-20,1
Sacyr Valleherm.	28,9	Prisa	-20,5
TPI	26,1	Aguas Barcelona	-23,4
PT Multimédia	24,8	Sonae SGPS	-23,6
Cimpor	22,0	Portugal Telecom	-27,5
Faes	18,4	REE	-29,1
Amadeus	17,9	Sol Meliá	-31,3
Barón de Ley	15,3	Gas Natural	-38,7
B. Valencia	14,9	Sogecable	-71,4
Brisa	13,1	EDP	-85,7

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 más altos		10 más bajos	
Jerónimo Martins	83,3	Acciona	11,8
Tubacex	83,3	Sos Cuétara	11,1
B. Pastor	81,8	NH Hoteles	5,9
BBVA	75,0	Unión Fenosa	0,0
Ferrovial	75,0	Amadeus	0,0
Cimpor	75,0	Cortefiel	0,0
Arcelor	71,4	Aldeasa	0,0
Brisa	70,0	Faes	0,0
Prisa	68,8	B. Guipuzcoano	0,0
Enagás	68,2	Jazztel	0,0

(*) 1=Comprar, 2=Mantener, 3=Infraponderar,

Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Investment Bolsa.



V. MONITOR DEL VALOR

PER 2006E (x)			
10 más altos		10 más bajos	
B. Valencia	27,5	PT Multimédia	33,3
TPI	26,6	Portugal Telecom	12,4
Ferrovial	24,5	Inm. Urbis	11,9
B. Guipuzcoano	28,0	Cem. Portland	12,3
Sacyr Valleherm.	24,1	Ence	10,9
Brisa	20,8	Arcelor	13,2
Inditex	21,7	Repsol YPF	8,7
OHL	21,4	Gas Natural	9,0
TelePizza	18,8	EDP	1,9
Enagás	18,7	Jazztel	-8,6

RpD 2006E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Brisa	4,0	Abengoa	0,8
BCP	3,7	Sos Cuétara	0,9
REE	3,6	B. Valencia	0,8
Gas Natural	3,5	Indra	0,7
Inditex	3,4	Unión Fenosa	0,5
FCC	3,3	Sogecable	0,3
B. Sabadell	3,2	PT Multimédia	0,0
Cimpor	3,4	Jazztel	0,0
Cementos Portland	2,9	Zeltia	0,0
Iberdrola	3,0	Barón de Ley	0,0

P/FC 2006E (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Viscofán	17,7	Unión Fenosa	6,6
Sos Cuétara	17,6	Gas Natural	6,3
Antena 3	17,7	Arcelor	7,2
Brisa	16,1	Repsol YPF	4,8
Prisa	13,5	Telefónica	5,4
Inditex	14,2	Portugal Telecom	5,2
Ferrovial	13,4	Sonae SGPS	4,5
ACS	13,2	PT Multimédia	5,5
TPI	12,4	EDP	0,9
Barón de Ley	11,5	Jazztel	-12,8

P/VC 2006E (x)			
10 más altos		10 más bajos	
Faes	7,1	Repsol YPF	1,6
Inditex	5,4	Sonae SGPS	1,7
Prisa	4,8	Corp. Mapfre	1,8
Telefónica Móviles	4,8	Barón de Ley	1,7
Zeltia	4,1	Acerinox	1,6
B. Valencia	4,1	BES	1,5
Prosegur	3,9	Arcelor	1,5
Ferrovial	3,9	Ence	1,1
Portugal Telecom	4,1	Iberia	1,1
Logista	3,8	EDP	0,3

Revisiones del BpA 2006E en el año (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Tubacex	62,7	Sonae SGPS	-19,8
Arcelor	57,8	PT Multimédia	-22,8
Repsol YPF	38,4	Uralita	-22,7
Inm. Colonial	48,6	Ence	-28,3
Cortefiel	34,7	BES	-22,2
Antena 3	38,6	Viscofán	-25,3
Sol Meliá	33,9	Faes	-29,3
Telecinco	31,5	Cimpor	-31,5
Metrovacesa	30,9	Iberia	-40,2
B. Pastor	28,6	Sogecable	-74,4

FCpA/DpA 2006E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Sacyr Valleherm.	9,1	Altadis	3,0
Prosegur	7,9	Portugal Telecom	2,9
Aguas Barcelona	6,9	Endesa	2,8
Arcelor	6,7	Faes	2,7
Repsol YPF	6,9	Inditex	2,1
Metrovacesa	6,6	TPI	1,6
Uralita	6,6	Brisa	1,5
Sos Cuétara	6,4	Prisa	1,4
Ence	5,9	Antena 3	1,4
Gamesa	5,8	Zardoya Otis	1,0

Deuda/recursos propios 2006E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Metrovacesa	239,4	TPI	-4,6
Ferrovial	229,5	Cem. Portland	-5,2
Unión Fenosa	221,0	TelePizza	-10,6
Brisa	155,6	Inditex	-19,9
PT Multimédia	140,3	Prisa	-22,1
Enagás	147,3	Telecinco	-32,4
Inm. Urbis	134,8	Logista	-42,2
Inm. Colonial	134,4	Iberia	-63,1
EDP	133,4	Antena 3	-66,0
Gamesa	128,3	Zardoya Otis	-136,3

ROE 2006E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Gamesa	24,9	Ence	10,8
Prosegur	26,7	BES	10,4
Jerónimo Martins	23,6	Barón de Ley	9,8
Telefónica	23,2	Sos Cuétara	9,5
ACS	23,1	Viscofán	8,1
PT Multimédia	8,1	Unión Fenosa	7,5
Inm. Urbis	22,5	Iberia	3,5
Abertis	22,3	CF Alba	0,0
Gas Natural	22,2	Zeltia	-3,3
Logista	22,2	Jazztel	-116,8

Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Investment Bolsa.

VI. MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2004-07E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
BES	28,6	Sacyr Valleherm.	1,8
Sogecable	26,5	TelePizza	0,9
Prisa	25,1	Barón de Ley	-5,1
Inm. Urbis	25,0	Faes	-5,5
OHL	22,4	Abengoa	-7,2
Indra	22,4	Iberia	-10,4
Sos Cuétara	22,1	Sonae SGPS	-12,3
B. Sabadell	20,3	TPI	-21,8
B. Popular	20,2	Jazztel	-23,7
Acciona	19,0	PT Multimédia	-202,9

TACC DpA 2004-07E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Sol Meliá	26,0	Aguas Barcelona	5,0
REE	23,4	Ence	4,3
OHL	22,4	Acerinox	3,2
Telecinco	21,4	Aldeasa	3,2
BCP	20,0	Sogecable	3,0
BBVA	22,4	Sacyr Valleherm.	1,8
Logista	19,1	Sonae SGPS	0,0
Acciona	19,0	Sos Cuétara	0,0
B. Popular	18,8	Iberia	0,0
Repsol YPF	17,3	Abengoa	0,0

TACC EBITDA 2004-07E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Prisa	19,6	Cimpor	4,3
Logista	17,0	Barón de Ley	4,2
Indra	16,0	Acerinox	3,8
OHL	15,6	Sonae SGPS	3,0
Acciona	15,6	TelePizza	2,5
Inditex	15,6	Repsol YPF	3,3
Viscofán	15,2	Brisa	2,2
Prosegur	15,2	Abengoa	1,5
Enagás	15,0	Faes	0,4
Inm. Colonial	14,9	Iberia	-1,0

TACC ingresos 2004-07E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Logista	17,9	Enagás	3,5
Gamesa	17,7	Barón de Ley	3,4
Bankinter	14,3	BES	3,1
Indra	13,9	Iberia	2,8
Corp. Mapfre	11,6	Brisa	2,8
Banesto	11,6	Repsol YPF	1,1
Telecinco	11,2	TelePizza	1,0
B. Popular	11,0	EDP	-0,3
B. Sabadell	10,8	TPI	-0,4
Abertis	10,7	Uralita	-6,5

Margen neto 2006E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
B. Sabadell	29,7	Arcelor	4,2
Grupo Santander	28,2	Sos Cuétara	4,0
B. Pastor	28,1	Abengoa	3,9
B. Guipuzcoano	27,8	Corp. Mapfre	3,4
Bankinter	27,7	Jerónimo Martins	2,7
BPI	25,2	Sonae SGPS	2,5
Prisa	23,0	OHL	2,3
BES	22,3	Iberia	1,3
Barón de Ley	21,7	Zeltia	-11,5
Zardoya Otis	20,7	Jazztel	-24,2

TACC FCpA 2004-07E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
ACS	18,4	TelePizza	-3,0
NH Hoteles	15,6	EDP	-3,6
Sos Cuétara	14,2	Barón de Ley	-4,1
Inditex	13,3	Iberia	-5,4
Telecinco	13,0	REE	-5,6
Metrovacesa	12,5	Inm. Colonial	-7,6
Cem. Portland	10,9	Uralita	-8,5
Antena 3	10,2	Faes	-8,6
Gamesa	8,8	TPI	-15,2
Logista	8,8	Indra	-24,8

Margen EBITDA 2006E (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Inm. Colonial	47,4	FCC	14,3
Antena 3	45,0	OHL	12,0
Barón de Ley	44,9	Arcelor	11,6
Telefónica	44,1	Abengoa	10,9
Portugal Telecom	41,5	Sos Cuétara	9,7
Telefónica Móviles	40,8	ACS	9,0
Enagás	39,0	Jerónimo Martins	7,9
Prisa	34,5	Iberia	5,0
EDP	34,5	Zeltia	5,0
Cem. Portland	34,4	Jazztel	-1,1

Potencial hasta el precio objetivo de SI Bolsa (%)			
10 más altos		10 más bajos	
Sogecable	25,6	Cimpor	-21,1
Ence	23,8	Abertis	-20,3
Sacyr Valleherm.	11,2	REE	-21,3
Sol Meliá	6,6	Faes	-24,6
TPI	15,2	Arcelor	-47,9
Ebro Puleva	17,4	Unión Fenosa	-33,0
Prisa	13,8	Tubacex	-43,3
Abengoa	-10,2	B. Guipuzcoano	-41,7
Sonae SGPS	12,2	Sos Cuétara	-37,8
Telefónica	8,4	Repsol YPF	-39,9

Fuentes: Bloomberg, JCF y estimaciones Santander Investment Bolsa.

Delegaciones internacionales

Madrid

Tel: 34-91-257-2309
Fax: 34-91-257-1811

Lisboa

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

Londres

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

Nueva York

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

Bogotá

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

Buenos Aires

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

Caracas

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

Lima

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

México

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

Santiago

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

São Paulo

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

Tokio

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

Clave de recomendaciones

Comprar	Potencial alcista superior al 15%.
Mantener	Potencial alcista del 10%-15%.
Infraponderar	Potencial alcista inferior al 10%.

Nota: la nueva clave de recomendaciones se aplicó el 1 de enero de 2005. Los precios objetivo fijados de enero a junio son para el 31 de diciembre del año actual; los precios objetivo fijados de julio a diciembre.

INFORMACIÓN IMPORTANTE:

Santander Investment Bolsa espera recibir ingresos de las siguientes compañías en los próximos tres meses por servicios de banca de inversión: Antena 3, Azkoyen, Corp Mapfre, Dogi, EDP, FCC, NH Hoteles, Recoletos, Sogecable, Sonae Indústria, Telecinco y Unión Fenosa.

Santander Investment Bolsa ha recibido ingresos de las siguientes compañías en los últimos 12 meses por servicios de banca de inversión: Acciona, ACS, Adolfo Domínguez, Altadis, Amadeus, Antena 3, Arcelor, Azkoyen, Banco Sabadell, Banesto, Brisa, Campofrío, Cintra, Corp Mapfre, Dogi, Ebro Puleva, EDP, Enagás, Ence, Endesa, Faes, FCC, Ferrovial, Iberdrola, Iberia, Inditex, Indra, Jazztel, La Seda de Barcelona, Logista, Metrovacesa, OHL, Portugal Telecom, Recoletos, Repsol YPF, Sacyr-Vallehermoso, Santander, Sogecable, SOS, Tavex Algodonera, Telecinco, Telefónica, Transportes Azkar, Union Fenosa, Viscofán y Zeltia.

Santander Investment Bolsa ha dirigido o codirigido una oferta pública de venta de los títulos valores de las siguientes compañías en los últimos 12 meses: Cintra, Ence, La Seda de Barcelona, Logista, Metrovacesa, Telecinco y Unión Fenosa. Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Acciona, Altadis, Antena 3, Banesto, Campofrío, Cepsa, Endesa, Ferrovial, Gamesa, Iberdrola, La Seda de Barcelona, REE, Repsol YPF, Telefónica, Uralita y Urbis.

El presente informe ha sido preparado por Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. ("Santander Investment Bolsa") y se facilita sólo a efectos informativos. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras.

Queda prohibida la distribución del presente informe en los Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá. El presente informe no puede entregarse a clientes privados.

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

Grupo Santander o sus sociedades filiales podrán prestar ocasionalmente servicios de banca de inversión o de otro tipo, o solicitar operaciones y proponer negocios a cualquier compañía incluida en el presente informe. Grupo Santander, sus sociedades filiales o cualquier otra persona no aceptan ningún tipo de responsabilidad por pérdidas directas o potenciales que se deban al uso del presente informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo por ningún motivo.

© Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2006. Reservados todos los derechos.

