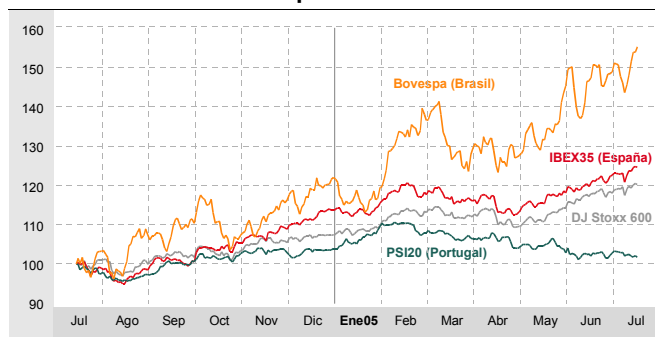


THE IBERIAN STRATEGY OBSERVER

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

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

Índices mundiales – Comportamiento bursátil



Fuente: JCF.

Comportamiento de los activos

	Cierre 15-julio	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
DJ Stoxx 600	281,2	0,3	1,7	1,7	11,8
S&P 500	1.227,9	1,3	0,9	3,1	1,3
Bono a 10 a. zona euro	3,28	0,2	-1,2	3,9	-11,8
Bono a 10 años EEUU	4,16	1,8	2,3	6,4	-1,3
Tipo inter. 3M zona euro	2,12	0,4	0,3	0,8	-1,5
Tipo interés 3M EEUU	3,24	2,6	9,0	3,9	46,4
Euro-dólar	1,21	0,5	-1,2	0,1	-11,6
Barril de Brent (US\$)	56,8	-0,1	0,4	4,1	42,0
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	
	04	05E	04	05E	BpA	EBITDA	04	05P
CAC40	14,5	12,9	7,5	6,9	15,0	9,5	2,8	2,4
DAX30	14,4	12,8	6,3	5,6	25,1	7,1	2,7	2,2
MIB30	16,3	14,6	6,6	6,4	20,4	4,4	4,3	2,7
PSI20	13,1	11,6	8,1	7,5	21,0	8,1	4,0	2,1
IBEX35	15,3	13,3	7,9	7,6	14,5	4,7	3,3	3,3
DJ Stoxx 600	15,3	14,1	6,8	6,3	14,5	9,5	3,1	3,2
DJ Stoxx 50	14,1	13,1	7,9	7,4	14,3	8,2	3,3	3,0
DJ Euro Stoxx 50	13,6	12,5	6,6	6,2	16,8	6,9	3,5	2,5
P. lb. B. capital	9,0	12,7	4,8	6,1	29,9	11,8	3,0	1,7
P. lb. Construcc.	17,5	15,8	9,6	8,8	-15,2	13,2	2,9	2,7
P. lb. B. cons.	20,5	18,8	9,4	9,1	19,8	10,9	2,4	4,4
P. lb. Serv. cons.	15,5	18,2	10,8	12,4	6,8	3,1	2,1	2,8
P. lb. Finan.	13,2	12,0	n.d.	n.d.	21,6	n.d.	3,2	2,0
P. lb. Petr. y gas	16,2	13,9	7,6	7,2	11,5	6,6	2,2	2,4
P. lb. TMTs	37,2	27,8	14,9	13,1	49,1	14,6	1,4	9,3
P. lb. Utilities	14,4	14,4	7,0	7,5	6,7	2,6	3,9	2,9

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Puntos destacados

- Hemos publicado nuestro informe anual sobre *micro caps* de España y Portugal.
- Cada vez es más difícil encontrar valor entre los *micro caps* (cotizan con una prima del 42% frente a los *large caps* y del 13% frente a los *small caps*).
- No obstante, identificamos nuestros cinco valores preferidos: **Dinamia**, **Europac**, **Novabase**, **Pescanova** y **Transportes Azkar**.
- Creemos que **La Seda de Barcelona** y **Natra** podrían traer sorpresas positivas.

Puntos de interés

- **Ferrovial**: a tiempo aún de comprar y aprovechar su expansión en Reino Unido y EEUU.
- **Cintra** es nuestro valor preferido en el sector de autopistas de peaje.
- La buena tendencia en **Sol Meliá** debería de prolongarse en las próximas semanas.
- **Repsol YPF**, la petrolera de peor comportamiento en Europa (-8% relativo hasta la fecha).

Comportamiento bursátil relativo

	Cierre 15-julio	-1 sem.	-1 mes	En el trim.	En el año
CAC40	4.386,7	1,5	3,9	3,7	14,8
DAX30	4.730,5	1,4	2,7	3,1	11,1
MIB30	33.362	1,1	1,9	3,1	6,9
PSI20	7.464,2	-0,4	-0,7	-0,6	-1,8
IBEX35	9.974,2	1,0	3,0	2,0	9,8
DJ Stoxx 600	281,6	0,6	2,1	2,1	12,2
DJ Stoxx 50	3.115,6	0,9	2,7	2,6	12,3
DJ Euro Stoxx 50	3.289,0	1,3	3,5	3,4	11,4
P. lb. B. capital	n.d.	0,8	1,4	1,1	8,4
P. lb. Construcción	n.d.	1,1	7,8	4,1	39,8
P. lb. B. consumo	n.d.	1,9	0,3	2,0	9,8
P. lb. Serv. consumo	n.d.	0,3	5,4	2,7	26,6
P. lb. Financieras	n.d.	1,3	2,2	2,5	7,3
P. lb. Petróleo y gas	n.d.	-0,7	8,6	5,4	18,3
P. lb. TMTs	n.d.	0,5	-1,7	0,5	-2,7
P. lb. Utilities	n.d.	-0,3	0,8	-3,3	10,2

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%	↓	↓	Crece la preocupación sobre la desaceleración de la economía española y el “inflado” sector inmobiliario. Los síntomas de una “desaceleración” paulatina en el sector podrían provocar la caída de la cotización de los bancos españoles. Los bancos pequeños se han beneficiado de las especulaciones sobre actividad corporativa, que parecen un poco excesivas en estos momentos.	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).	Uralita
Construcción	4,0%	↑	↑	El auge del sector de la construcción en España parece no tener fin, en claro contraste con las compañías portuguesas, que se están viendo perjudicadas por las restricciones en la obra civil. La diversificación en los servicios y en el área de concesiones debería de traer estabilidad a largo plazo. La actividad corporativa podría seguir despertando interés en el sector.	Ferrovial, ACS
Bienes de consumo	6,2%	↑	↑	En los últimos años, el crecimiento económico en España se ha debido principalmente al consumo doméstico, pero ya son evidentes ciertos signos de preocupación. Preferimos los operadores defensivos, con historial de recuperación (Ebro Puleva) a los de riesgo regulatorio (Altadis) o a los valores expuestos al consumo discrecional.	Ebro Puleva
Servicios financieros	0,9%	↓	↓	La prudencia de los equipos directivos de las aseguradoras del sur de Europa aporta cierta seguridad a un sector afectado de manera negativa por la fuerte caída de los mercados bursátiles. El limitado descuento actual en las valoraciones por suma de las partes ofrece un potencial de revalorización limitado a las sociedades de cartera incapaces de mostrar una trayectoria de inversión convincente.	Corp. Mapfre
Petróleo y gas	9,0%	↑	↑	Unos precios estables (y elevados) del petróleo y la mejora de la situación en Latinoamérica son dos factores que invitan al optimismo en el mercado ibérico del petróleo. Los riesgos de reinversión y regulatorios complican la inversión en los operadores de gas. En Enagás nos gusta la combinación de crecimiento y un marco regulatorio “desgastado”.	Repsol YPF, Enagás
Servicios	8,0%	↓	↓	A pesar de su apalancamiento a la fase de recuperación del ciclo, la industria de ocio podría mostrar un escaso poder de fijación de precios debido al exceso de capacidad. El sector inmobiliario podría sufrir ante la percepción de que el valor de los activos reales está alcanzando el límite y por la resaca de tanta actividad corporativa. Apostamos por el sector de las autopistas portugués por su crecimiento y carácter defensivo.	Sol Meliá, Logista, Aguas de Barcelona
TMTs	28,8%	↑	↑	Las telecomunicaciones siguen con el proceso de “desapalancamiento”, desprendiéndose de las actividades no estratégicas y centrándose en las estrategias “básicas” tras la fiebre de Internet. La exposición a Latinoamérica y las generosas políticas de remuneración a los accionistas deberían ofrecer cierto potencial de revalorización a corto plazo. Recomendamos sustituir los operadores de TV por los de prensa escrita a corto plazo.	TEF, Indra, Prisa, Sogecable
Utilities	10,4%	↓	↓	Los avances en “estrategias de integración” y el “desapalancamiento” financiero son las cuestiones básicas para un comportamiento relativo superior a largo plazo. Sin embargo, la incertidumbre que rodea a la implantación y los efectos del nuevo Programa del Comercio de Derechos de Emisiones de Gases de la UE continúan pesando en las compañías eléctricas españolas. El débil comportamiento frente a los homólogos europeos es merecido.	Endesa, Iberdrola

Fuentes: estimaciones Santander Investment Bolsa.

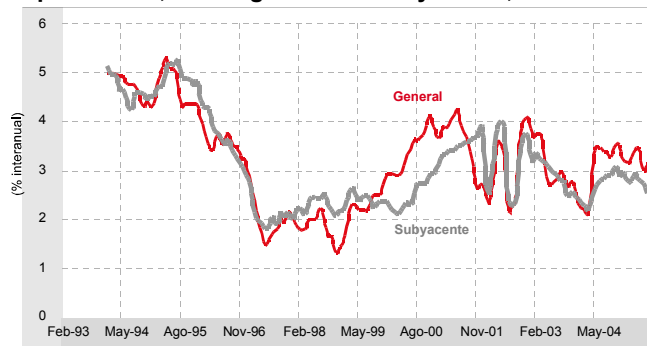
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

Paulo Guerreiro
(351) 21 381 6540
paulo.guerreiro@bsnp.pt

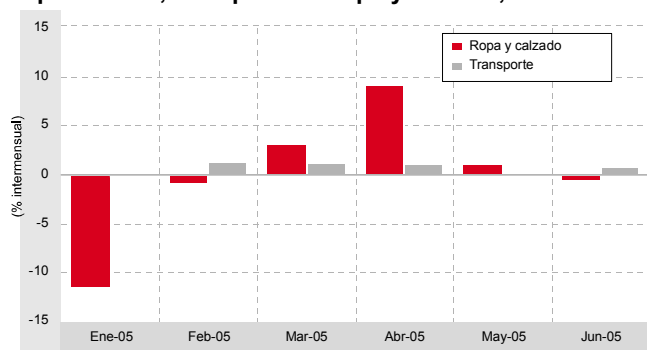
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – IPC, índice general vs subyacente, 1993-2005



Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

España – IPC, transporte vs ropa y calzado, 2005



Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) El número de viviendas iniciadas puede aumentar en junio
- (2) Greenspan hablará sobre la economía y la política de la Fed
- (3) Las solicitudes de subsidio de desempleo semanales rondarían las 325.000
- (4) Los indicadores adelantados podrían dar un dato positivo en junio
- (5) El índice de la Fed de Filadelfia debería de recuperarse en julio

En la zona euro:

- (1) El IPC de la zona euro podría subir ligeramente en junio
- (2) El índice ZEW alemán seguiría su recuperación en julio
- (3) El gasto del consumidor en Francia podría incrementarse en junio
- (4) La confianza del consumidor en Italia se mantiene plana en julio
- (5) La balanza por cuenta corriente en la zona euro fue positiva en mayo

■ En **Portugal**, el Gobierno dio a conocer su plan de inversión en infraestructura para 2005-09, por valor de 25.000 mn €. La mayoría de los distribuidores de alimentación anunciaba que no trasladaría a los consumidores la subida del IVA del 19% al 21%. El Banco de Portugal reducía sus estimaciones para el PIB en 2005 y 2006 hasta el 0,5% y 1,2%, respectivamente. Las estimaciones anteriores apuntaban a un 0,8% (Gobierno, junio 2005) y un 1% (Banco de Portugal, mayo 2005) para 2005.

■ La **economía española** sigue creciendo a buen ritmo, pero también crecen los desequilibrios. Los últimos datos muestran el buen estado del mercado laboral, incluso sin contar con el impacto positivo de la regulación de inmigrantes en los datos de empleo. En su último informe mensual, el Banco de España anunciaba que, en el 2T05E, la economía crecerá a un ritmo similar al del 1T05E. En el lado negativo, el déficit de balanza por cuenta corriente sigue creciendo y apunta a niveles cercanos al 7,0% del PIB en 2005E.

■ La semana en **EEUU**. Semana muy positiva en el frente macroeconómico: (1) el déficit de la balanza comercial se reducía significativamente en mayo; (2) los precios siguen bajo control, con el IPC y el índice de precios industriales sin cambios en el mes; (3) las ventas al por menor en junio superan las expectativas y apuntan a un crecimiento del consumo privado cercano al 3,0% en el 2T05E; (4) la producción industrial arrojaba un fuerte incremento del 0,9% intermensual en junio, gracias en parte al sector de las *utilities* y los inventarios subían un escaso 0,1% intermensual en mayo; y (5) la confianza del consumidor de la U. de Michigan subía en julio.

■ La semana en la **zona euro**. Datos mixtos: (1) en mayo la producción industrial y la manufacturera arrojaban datos positivos en Francia y negativos en Italia; (2) datos positivos de inflación, sin problemas a corto plazo en la zona euro.

CALENDARIO ECONÓMICO

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	Real
11-Julio	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	May	-0,3 / 0,0	0,4 / -0,1	0,3/-0,2
Lunes	8:45	Francia	Producción manufacturera	May	0,5 / 0,1	0,2 / -0,3	0,5/-0,1
12-Julio	8:45	Francia	Balanza comercial (mn €)	May	-2,933 R	-2,550	-1,250
Martes	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	10-Jul	-9	-	-11
13-Julio	8:00	Zona euro	Nuevas matriculaciones de coches (a)	Jun	-1,3	-	4,5
Miércoles	8:45	Francia	IPC (m/a)	Jun	0,1 / 1,5	0,2 / 1,7	0,2 / 1,7
	10:00	Italia	Producción industrial (m/a)	May	1,7 / 0,9 R	-0,8 / -1,3	-1,0 / -2,1
	14:30	EEUU	Índice de precios a la importación (m/a)	Jun	-1,0 / 5,7 R	1,0 / n.d.	1,0 / 7
	14:30	EEUU	Balanza comercial	May	-56.900 mn	-57.000 mn	-55.300 mn
	20:00	EEUU	Balance presupuestario (miles mn US\$)	Jun	19,1	26,5	22,4
14-Julio	9:00	España	IPC (m/a)	Jun	0,2 / 3,1	0,3/3,2	0,2 / 3,1
Jueves	10:00	Italia	IPC (m/a)	Jun F	0,3 / 1,9	-	0,0/1,8
	8:00	Alemania	IPC (m/a)	Jun	0,3 / 1,7	-	0,1/1,8
	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	1T	0,5 / 1,3	0,5 / 1,3	0,5/1,4
	11:00	Zona euro	La CE publica previsión PIB 2º y 3º trimestre	-	-	-	-
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Jun	-0,1 / 2,8	0,3 / 2,8	0,0/2,5
	14:30	EEUU	IPC excl. alimentación y energía	Jun	0,1 / 2,2	0,2 / 2,2	0,1/2,0
	14:30	EEUU	Avance de ventas al por menor	Jun	-0,3R	0,9	1,7
	14:30	EEUU	Ventas al por menor excl. autos	Jun	-0,0R	0,0R	0,7
	14:30	EEUU	Solicit. semanales de subsidio de desempleo	9-Jul	320.000 R	320.000 R	336.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	2-Jul	2.572.000 R	2.572.000 R	2.617.000
	17:09	Italia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	May	-2.421,0	-	-3.518.000
15-Julio	9:20	España	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Abr	-6,560,1	-	-6,013,8
Viernes	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	1T	3,1	3,1	3,1
	14:30	EEUU	Índice Empire de manufacturas	Jul	10,5 R	10,0	23,9
	14:30	EEUU	Índice de precios de producción (m/a)	Jun	-0,6 / 3,5	0,4 / 4,0	0,0 / 3,6
	14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Jun	0,1 / n.d.	0,1 / 2,6	-0,1 / 2,2
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	May	0,2 R	0,4	0,1
	15:15	EEUU	Producción industrial	Jun	0,3 R	0,4	0,9
	15:15	EEUU	Capacidad utilizada	Jun	79,4	79,6	80,0
	15:45	EEUU	Informe confianza U. de Michigan	Jul P	96,0	95,0	96,5

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión
Lunes	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Jun	0.2/2.0r	0.2/2.1
18-Jul	15:00	EEUU	Comp. activos estadounid. por extranjeros	May	47.8Br	60.0B
	19:00	EEUU	NAHB Índice del mercado vivienda	Jul	71	71
Martes	8:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Jun	0.0/4.1	0.4/4.6
19-Jul	8:45	Francia	Balanza por cuenta corriente (€)	May	-3388M	-3388M
	11:00	Zona euro	ZEW (Sentimiento económico)	Jul	16.7	20.0
	11:00	Zona euro	Producción industrial (desest./ajust.)(m/a)	May	0.6/0.9	-0.2/0.2
	11:00	Alemania	ZEW (Sentimiento económico)	Jul	19.5	22.0
	11:00	Alemania	ZEW (Condiciones actuales)	Jul	-70.0	-69.0
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Jun	2009K	2050K
		EEUU	Permisos de construcción	Jun	2062Kr	2085K
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	17-Jul	-11	-
Miércoles	9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	May	12.9	-
20-Jul	10:00	Italia	Balanza comercial (Total) (€)	May	-1354.0	-850.0M
		Italia	Balanza comercial europea (€)	May	-368.0M	-399.0M
	11:00	Zona euro	Balanza comercial	May	1.3M	1.2
		Italia	Pedidos industriales (desest.) (m)	May	1.5	-0.8
		Italia	Pedidos industriales (a)	May	0.1	1.9
		Italia	Ventas industriales (desest./no desest.)	May	2.3/-1.1	-0.7
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	15-Jul	-7.2	-
	16:00	EEUU	Informe de Greenspan sobre economía y política de la Fed	-	-	-
Jueves	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Jun	-0.9/2.5	0.8/1.2
21-Jul	9:30	Italia	Confianza del consumidor Ind (desest.)	Jul	102.9	102.9
	10:00	Italia	Ventas minoristas (desest.) (m/a)	May	-0.8/-3.9	0.5/-0.7
	10:00	Zona euro	Balanza por cuenta corriente	May	-11.6B	0.5B
	14:30	EEUU	Solicit. subsidio de desempleo semanales	16-Jul	336K	326K
		EEUU	Renovación de solicitudes	9-Jul	2617K	2589K
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Jun	-0.5	0.5
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Jul	-2.2	10.0
Viernes	9:00	España	Ocupación hotelera	Jun	58.6	-
22-Jul	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Jun	0.1	-
	10:00	Italia	Balanza comercial no Europa (€)	Jun	-487.0M	-
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	May	1.5/1.6	0.9/-2.5

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada).

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



RINCÓN DEL ESTRATEGA

LOS MICRO CAPS ESTÁN CAROS

Giro en la percepción de los micro caps

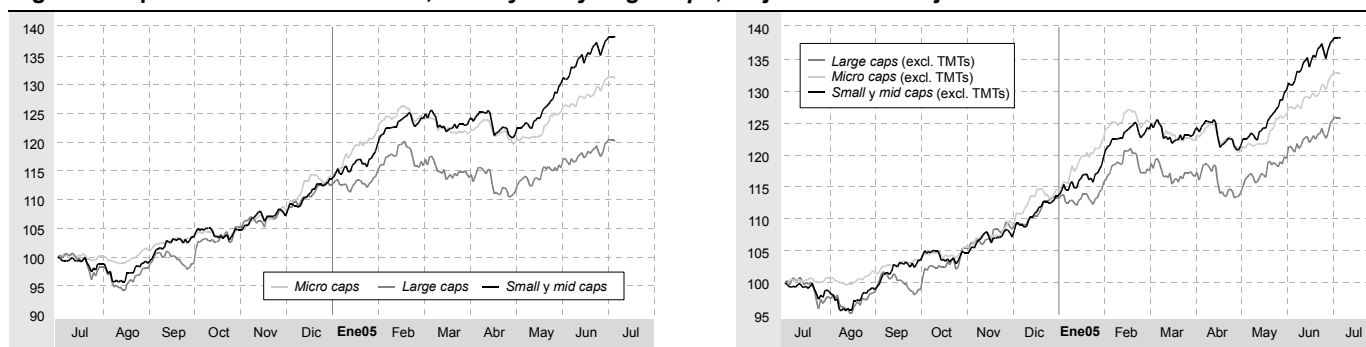
Hemos asistido a un cambio radical en la percepción que los inversores tienen de los *micro caps*. Hace tres años esta clase de activos cotizaba con un descuento del 30-40% frente a los *large caps* y no tenía interés para los inversores. Hoy en día, los *micro caps*, junto con los *small caps*, están en todas las carteras. De todas formas, consideramos que los inversores tienen que ser muy selectivos a la hora de elegir compañías, dado que la valoración de muchas de ellas es muy ajustada en estos momentos. Aun así, también creemos que la actividad corporativa probablemente va a seguir siendo una constante en el mercado durante algún tiempo. Hemos sido muy selectivos en nuestra elección de favoritos y recomendamos a los inversores tener un horizonte temporal de al menos un año, debido a la baja liquidez de los *micro caps*.

MICRO CAPS IBÉRICOS, PEOR COMPORTAMIENTO QUE LOS SMALL Y MID CAPS

Los micro caps de España y Portugal han subido un 26% desde julio de 2004

Denominamos *micro caps* a las compañías con *free float* inferior a los 150 mn €. Los *small caps* son aquéllas cuyo *free float* se encuentra entre 150 mn € y 1.000 mn € de capitalización bursátil, y la capitalización de las *mid caps* está en el rango de 1.000 mn-3.500 mn €. Aunque los *micro caps* de España y Portugal han registrado una subida del 26% desde julio de 2004, han quedado por detrás de los *small* y *mid caps*, cuya apreciación ha sido del 37%. Los *large caps* han tenido un comportamiento peor que ambos, quedando a un 13% de la apreciación de los *micro*s y a un 21% de los *small* y *mid caps*.

Fig. 1. Comportamiento de los micro, small y mid y large caps, de julio de 2004 a julio de 2005



Fuente: JCF y Santander Investment Bolsa.

LOS MICRO CAPS COTIZAN CON UNA PRIMA DEL 42% FRENTE A LOS LARGE CAPS

Los micro caps cotizan con una prima del 42% en la media móvil del PER de 12M

En estos momentos, los *micro caps* de España y Portugal cotizan con una prima del 42% frente a los *large caps* (esta prima era del 36% en julio del año pasado) y del 13% frente a los *small caps* (12% hace un año). A nuestro juicio, esta prima no está justificada. Los *micro caps* cotizan a un PER móvil 12 meses de 19,8x frente a 18,3x de hace un año, mientras que los *small caps* cotizan a 17,6x y los *large caps* a 14,0x.

Crecimiento de los beneficios de dos dígitos

Tampoco las perspectivas de crecimiento de los beneficios de los *micro caps* justifican estos múltiplos tan elevados. El consenso JCF espera que el BpA de los *micro caps* crezca un 10% en 2006, mientras que el de los *small caps* crecería un 15% y el de los *large caps* un 14%. Las cifras del consenso esperaban que el BpA de los *micro caps* creciera un 13% en 2004 y un 40% en 2003. Como en ciclos anteriores, los beneficios de los *micro caps* tienden a ser más volátiles cuando el número de compañías con problemas financieros crece a medida que la capitalización bursátil cae. A este respecto, destacaríamos nombres como: Amper, Avanzit, Dogi, Ercros, Industrias del Besós, Jazztel, Mecalux, Nicolás Correa, Sniace, Tubacex y Urbas.

LOS CINCO MICRO CAPS FAVORITOS DE SANTANDER INVESTMENT EN 2004 SUBEN UN 24%

En 2004 elegimos compañías con posibilidad de actividad corporativa

Hace un año, seleccionamos cinco nombres en el universo de *micro caps*, argumentando que la sobrevaloración de las acciones dificultaba enormemente la inversión (véase *Top 5 micro Picks, The Only Trigger Left: Consolidation*, publicado el 7 de julio de 2004). Elegimos compañías que creíamos que podían verse involucradas en fusiones y adquisiciones: Adolfo Domínguez, Amper, Recoletos, Puleva Biotech and Dogi.

Micro caps de España y Portugal – Los cinco valores favoritos de SI Bolsa anteriores, 2004

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)						
		Actual 7-jul-05	4-jul-04	Absoluto	Rel. Índice Micro Caps	Relativo al IBEX35	-1M	-3M	-6M	En el año
Adolfo Domínguez	04-jul-04	26,19	16,80	55,9	29,9	48,0	8,4	19,1	48,9	55,5
Amper	04-jul-04	5,79	3,99	45,1	19,1	37,3	14,5	15,2	50,5	51,2
Dogi	04-jul-04	4,90	4,83	1,4	-24,6	-6,4	-5,1	-6,9	14,1	18,6
Puleva Biotech	04-jul-04	2,55	2,71	-5,9	-31,9	-13,7	-3,4	-4,1	-7,2	-2,3
Recoletos	04-jul-04	7,20	5,93	21,4	-4,6	13,6	-0,1	1,0	0,4	0,7
Cinco micro caps favoritos		123,6	100,00	23,6	-2,4	15,7	n.d.	n.d.	n.d.	24,7
Índice Micro Caps ibéricos		126,00	100,00	26,0	0,0	18,2	n.d.	n.d.	n.d.	12,3
IBEX35		9.793,20	9.080,80	7,8	-18,2	0,0	3,1	5,6	10,0	8,6
PSI 20		7.486,63	7.571,85	-1,1	-27,1	-9,0	0,3	-3,7	-2,5	-1,2
DJ Stoxx SML 200		146,95	129,16	13,8	-12,2	5,9	2,6	5,0	13,0	14,2

Fuente: Bloomberg y estimaciones de Santander Investment Bolsa.

LA SELECCIÓN DE ACTIVOS ES MÁS RELEVANTE QUE NUNCA

La selección de compañías es clave en la situación actual de **sobrevaloración de los micro caps** y *small caps* frente a los *large caps*. Mantenemos los mismos criterios que hace un año, puesto que pensamos que la recuperación sostenida del ciclo económico debería favorecer a los *large caps* frente a los *small caps*. Los criterios que utilizamos para seleccionar estas compañías fueron:

- *Free float* reducido
- Un proceso de reestructuración en marcha
- Una sólida posición neta de caja
- Una elevada exposición a una recuperación del PIB
- Suficiente liquidez bursátil

Micro caps de España y Portugal – Nuevos cinco micro caps favoritos de SI Bolsa, 2005

Compañías	Fecha de inclusión	Precio act. (€)	Precio obj. (€)	Alza (%)	PER (x)		EV/EBITDA (x)		RpD (%)	
					2005E	2006P	2005E	2006P	2005E	2006P
Dinamia	11-julio-05	17,20	20,50	19,0	NS	NS	NS	NS	4,1	4,1
Europac	11-julio-05	4,68	6,50	39,0	13,4	9,6	7,0	5,5	1,0	1,0
Novabase	11-julio-05	5,75	7,00	22,0	15,3	18,8	6,7	5,7	0,0	0,0
Pescanova	11-julio-05	20,15	26,00	29,0	13,4	11,3	6,0	5,4	1,5	1,5
T. Azkar	11-julio-05	6,86	8,30	21,0	15,3	15,1	8,0	7,4	2,7	2,7

Fuente: estimaciones y previsiones de Santander Investment Bolsa.

- **Dinamia (Comprar; precio objetivo: 20,50 €):** buen historial, cartera de activos atractiva, nueva revisión al alza del VNA, descuento del 19,2% frente a nuestro VNA ajustado y buenos dividendos (0,70 €/acción, con una rentabilidad del 4,1% a los precios actuales).
- **Europac (Comprar; precio objetivo: 6,50 €/acción):** adquisición de Gescartão, mayor tamaño y rentabilidad, mejora del *mix* de negocio, mayor capacidad y valoración atractiva (EV/EBITDA 2005E de 7,0x, EV/EBITDA 2006P de 5,5x, PER 2005E de 13,4x y PER 2006P de 9,6x, que representan un descuento medio del 19% frente a sus comparables españoles).



- **Novabase (Comprar; precio objetivo: 7,00 €/acción):** favorecido por una “crisis presupuestaria” en Portugal, el crecimiento de la división de ingeniería y su balance saneado.
- **Pescanova (Comprar; precio objetivo: 26,00 €/acción):** ofrece estabilidad, dada su posición como potencia en el sector mundial de la pesca y como líder en el mercado ibérico del pescado congelado (cuota del 34%), centrado en la producción de platos preparados dentro del segmento del pescado congelado; la introducción de la normativa contable IFRS tendrá un impacto positivo y la depreciación del dólar de Namibia.
- **Transportes Azkar (Comprar; precio objetivo: 8,30 €/acción):** en nuestra opinión, su estrategia para crecer en Europa tendrá éxito y le permitirá mantener un EBITDA superior a la media apalancado en su bajo nivel de deuda (28%) para comprar otros competidores; la compañía es una clara candidata a una OPA de exclusión o incluso una adquisición.

DOS POSIBLES SORPRESAS POSITIVAS: NATRA Y LA SEDA

Los dos nombres nos parecen buenas opciones de inversión: (1) **Natra (Comprar; precio objetivo: 9,00 €/acción)** y (2) **La Seda de Barcelona (Mantener; precio objetivo: 2,70 €/acción)**.

DE GENERADORES DE CAJA A PERFILES DE CRECIMIENTO AGRESIVO

Los *micro caps* de España y Portugal solían ser generadores de caja rentables...

En el periodo 2000-03, el perfil típico de un *micro cap* de España y Portugal era el de un generador de caja rentable sin grandes planes de expansión, con un apalancamiento reducido, una estructura muy capitalizada, un descuento del 30-40% en su cotización frente a los *large caps*, unos ratios PER absolutos por debajo de 10x y un EV/EBITDA de 4x-5x (por ejemplo, CAF, Transportes Azkar, Pescanova, Cie Automotive, Adolfo Dominguez, Amper).

... la situación se ha invertido por completo

Desde 2003, la situación ha dado un giro extraordinario y, en estos momentos, los *micro caps* están cotizando con una prima frente a los *large caps* debido a un mayor crecimiento del BpA y la especulación de actividad corporativa que les rodea. Los gestores de *micro caps* han buscado el crecimiento apoyándose en unos ratios bursátiles elevados (y caros) para aumentar capital en unas condiciones más favorables. En nuestro *Informe de small y mid caps de España y Portugal* del 1T05 (*Aprovecha mientras dure*, publicado el 14 de marzo de 2005), optábamos por compañías dispuestas a crecer en su negocio natural vía adquisiciones.

En el cuadro siguiente, podemos observar que compañías como Natra, Natraceutical, La Seda, Ercros, Dogi y Europac han llevado a cabo recientemente ampliaciones de capital para financiar la adquisición de otros competidores.

Ampliaciones de capital efectuadas recientemente por *micro caps* de España y Portugal

Compañía	Fecha	Importe (mn €)	% fond. prop.	Derechos prefer.	Utilización de fondos
Natra	Fin-2005	40,0	25,0	Sí	Adquisiciones
La Seda	Fin-2005	72,4	33,0	Sí	Adquisiciones
La Seda	julio 2005	47,4	30,0	Sí	Emisión bonos convert.
Natraceutical	7 julio 2005	40,1	25,0	Sí	Adquisiciones
Zeltia	21 junio 2005	65,0	5,30	No	Orgánico
Ercros	20 junio 2005	126,3	150,0	Sí	Adquisiciones
SOS	10 junio 2005	154,0	20,0	Sí	Adquisiciones
Europac	31 mayo 2005	32,9	25,0	Sí	Adquisiciones
					Emisión bonos convertibles
Jazztel	28 abril 2005	275,0	50,0	–	
Natra	2 dic 2004	15,0	17,7	No	Fusiones/adquisiciones
Dogi	11 nov 2004	28,9	50,0	Sí	Orgánico
Natraceutical	1 junio 2004	20,0	26,3	Sí	Adquisiciones
SOS	31 marzo 2004	91,6	25,0	Sí	Adquisiciones
Dogi	17 mayo 2003	24,85	69,0	Sí	Adquisiciones
SOS	19 feb 2003	69,9	49,0	No	Fusiones/adquisiciones

Fuente: CNMV y Santander Investment Bolsa.

Las ampliaciones de capital deberían de continuar

Consideramos que este proceso continuará (no sólo en el universo de *micro caps* sino también en el de *small* y *mid caps*), dado el bajo nivel actual de los tipos de interés y el exceso de liquidez del mercado. Por ejemplo, el *small cap* SOS Cuétara (que solía ser antes un *micro cap*) probablemente continuará con su modelo de negocio de crecimiento vía adquisiciones hasta que se convierta en un *mid cap*. Pensamos que es probable que Natra y Natraceutical sigan el modelo de negocio de SOS. Asimismo, en estos momentos La Seda está buscando financiar un plan de expansión para duplicar el tamaño de la compañía.

Para más información, véase nuestro informe sobre micro caps de España y Portugal, “Ripe for Harvest”, 15 de julio.



PUNTOS DE INTERÉS

- Hemos revisado al alza el precio objetivo de **Cintra** (Comprar; precio objetivo: 11,50 €) ante: (1) la actualización de nuestra valoración para 2006P; (2) un nuevo método de DCF para la M45 y Algarve; (3) la revisión al alza de las estimaciones de la ETR 407; (4) una valoración más detallada de los aparcamientos; y (5) la actualización del valor contable de los activos. Seguimos encontrando catalizadores para una nueva revisión al alza de la valoración a medio plazo ante la posibilidad de: reapalancamiento de Chicago Skyway y Ausol (0,50 €/acción); actualización del valor contable de los activos a un modelo DCF (1,10 €/acción); fin del litigio de la ETR 407 (0,50 €/acción); y nuevas concesiones (7,20 €/acción). El principal riesgo vendría de una subida significativa de los tipos de interés (algo ya descontado en parte en nuestra valoración, donde hemos aplicado unos tipos de interés a largo plazo de 100 pb por encima del nivel actual). Creemos que la TIR del 9,5% de Cintra descuenta un escenario más negativo que en el caso de sus comparables (que cotizan en torno al 7,0-8,5%).
- También hemos subido la recomendación de **Ferrovial** (Comprar; precio objetivo: 71,20 €), debido, en parte, a la revisión de Cintra y, en parte, a la revisión al alza de la valoración de la división de aeropuertos, de Amey y del negocio de servicios (gracias a la mayor visibilidad ofrecida en la reciente presentación por la compañía en Londres). Seguimos apostando por una nueva revalorización de Ferrovial en el futuro gracias a su expansión internacional en EEUU, Reino Unido y Europa del Este (sirviéndose de Budimex como puente). La presentación la semana pasada del Plan Nacional de Infraestructura del Gobierno hasta 2020 (PEIT) debería de añadir visibilidad al sector a medio plazo.
- Un encuentro reciente con **Sol Meliá** (Comprar; precio objetivo: 10,35 €) nos permite confirmar nuestra apuesta por la compañía. En el negocio de los hoteles, los ingresos por habitación disponible y los volúmenes siguen su recuperación gracias a las ventas directas y al turismo alemán. Por otro lado, la compañía acelerará la rotación de activos y el uso alternativo de activos existentes (*time sharing*, condo-hoteles, etc.) con el fin de explotar al máximo el valor de sus activos. La valoración de Richard Ellis de los activos de la compañía se conocerá en las próximas semanas, lo que, añadido a los resultados del 2T05 (para principios de agosto), debería de seguir apoyando la revalorización de la cotización.
- También nos reuníamos con **Repsol YPF** (Comprar; precio objetivo: 23,00 €) tras su *road-show* en el que ha dado a conocer su estrategia a unos 180 inversores institucionales. Repsol YPF mantiene sus planes estratégicos financieros con el fin de lograr una revisión al alza de la clasificación de su deuda. Por otro lado, la situación en Bolivia debería de tener un impacto material limitado a medio plazo. Seguimos recomendando Comprar la acción.

Principales revisiones de las recomendaciones y precios objetivo

Fecha	Compañía	Recom.		Pr. objetivo		%	BpA 2005E		%	Comentarios
		Nueva	Anterior	Nuevo	Anterior		Nuevo	Anterior		
15-Julio	Adolfo Domínguez	Infracomp.	Comprar	30,00	22,30	34,5	1,82	1,69	7,7	Ajustes en nuestras estimaciones
15-Julio	Amper	Mantener	Comprar	6,00	6,00	0,0	0,21	0,32	-35,0	Ajustes en nuestras estimaciones
15-Julio	Dogi	Comprar	Comprar	6,50	7,50	-13,3	0,15	0,37	-60,0	Ajustes en nuestras estimaciones
15-Julio	Puleva Biotech	Infracomp.	Comprar	1,30	5,20	-	0,03	0,10	-70,0	Ajustes en nuestras estimaciones
15-Julio	La Seda	Mantener	NR	2,70	NR	-	0,20	NR	-	Inicio de cobertura
15-Julio	T. Azkar	Comprar	NR	8,30	NR	-	0,45	NR	-	Reinicio de cobertura
15-Julio	Pescanova	Comprar	NR	26,00	NR	-	1,79	NR	-	Reinicio de cobertura
15-Julio	Natra	Buy	NR	9,00	NR	-	0,62	NR	-	Reinicio de cobertura
15-Julio	Europac	Comprar	NR	6,50	NR	-	0,49	NR	-	Reinicio de cobertura
15-Julio	Mecalux	Infracomp.	NR	10,00	NR	-	1,02	NR	-	Reinicio de cobertura

Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

CARTERA MODELO IBÉRICA

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)							En el año
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a large caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
		15-Jul-05	31-Dic-04								
Sogecable	30-Sep-04	29,43	32,66	-9,9	-14,9	-19,4	-3,6	3,0	-4,7	-9,0	
BBVA	23-May-05	13,18	13,05	1,0	-4,1	-8,5	2,5	9,0	3,2	1,5	
Ferrovial	16-May-03	57,10	39,32	45,2	40,2	35,7	13,0	33,1	27,5	46,2	
Endesa	22-Abr-05	18,41	17,29	6,5	1,4	-3,0	2,3	11,5	9,2	7,6	
Repsol	17-Jul-03	22,70	19,16	18,5	13,4	9,0	6,3	13,5	16,2	17,7	
Inditex	04-Mar-05	22,14	21,70	2,0	-3,0	-7,5	2,1	-2,6	1,7	2,5	
Lista recom. large caps	–	113,76	100,00	13,8	8,7	4,3	n.d.	n.d.	n.d.	13,8	
Large caps ibéricas	–	105,06	100,00	5,1	0,0	-4,4	n.d.	n.d.	n.d.	5,1	
IBEX35	–	9.943,80	9.080,80	9,5	4,4	0,0	2,9	10,4	9,5	9,7	
PSI20	–	7.442,64	7.571,85	-1,7	-6,8	-11,2	-0,5	-3,3	-3,7	-1,6	
DJ Stoxx 50	–	3.111,28	2.774,77	12,1	7,1	2,6	3	10,6	11,2	12,0	

Fuentes: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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

Compañías	Fecha de inclusión	Precio (€)		Comportamiento bursátil (%)							En el año
		Actual	31-Dic-04	Absoluto	Rel. a small-mid caps ibéricas	Relativo al IBEX-35	-1M	-3M	-6M		
		15-Jul-05	31-Dic-04								
Ebro Puleva	30-Dic-04	15,16	10,50	44,4	22,6	34,9	3,1	16,6	37,6	44,9	
Sol Meliá	16-Feb-05	11,43	7,30	56,6	34,8	47,1	24,3	27,9	44,2	55,6	
Prisa	30-Dec-04	16,02	15,62	2,6	-19,2	-6,9	-1,7	10,3	4,6	3,3	
Enagás	23-May-05	13,85	12,20	13,5	-8,3	4,0	5,6	20,7	21,2	16,9	
Indra	30-Dic-04	16,88	12,57	34,3	12,5	24,8	7,9	20,6	30,9	34,2	
Prosegur	08-Mar-05	18,54	14,48	28,0	6,2	18,5	6,2	9,4	24,5	27,7	
Lista recom. SMC	–	134,91	100,00	34,9	13,1	25,4	n.d.	n.d.	n.d.	34,9	
Small-mid caps ibéricas	–	121,81	100,00	21,8	0,0	12,3	n.d.	n.d.	n.d.	21,8	
IBEX35	–	9.943,80	9.080,80	9,5	-12,3	0,0	2,9	10,4	9,5	9,7	
PSI20	–	7.442,64	7.571,85	-1,7	-23,5	-11,2	-0,5	-3,3	-3,7	-1,6	
DJ Small 200 Europe	–	148,19	129,16	14,7	-7,1	5,2	1,8	10,1	12,0	14,8	

Fuentes: estimaciones y previsiones 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: Ence, ACS FCC, Ferrovial, Ebro Puleva, Sos Cuétara, Zeltia, NH Hoteles, Sacyr-Vallehermoso, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Portugal Telecom, Sogecable, Antena 3, Recoletos, Telecinco and Iberdrola.

Santander Investment Bolsa ha recibido ingresos de las siguientes compañías en los últimos 12 meses por servicios de banca de inversión: Arcelor, Azkoyen, Cimpor, Ence, Tubacex, Uralita, Acciona, ACS, FCC, Ferrovial, Adolfo Domínguez, Altadis, Campofrío, Ebro Puleva, Faes, Inditex, Viscofán, Zeltia, NH Hoteles, TelePizza, Amadeus, Iberia, Brisa, Metrovacesa, Sacyr-Vallehermoso, Aguas de Barcelona, Bankinter, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Enagás, Repsol YPF, Telefónica, Telefónica Móviles, Portugal Telecom, Jazztel, TPI, Sogecable, Antena 3, Recoletos, Telecinco, Endesa, Iberdrola, REE and Unión Fenosa.

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: Arcelor, Ence, Cintra and Telecinco.

Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Banco Popular, Ferrovial, Amadeus, Logista, Inmobiliaria Urbis, Banesto, BBVA, Cepsa, Telefónica, Antena 3, Endesa, Iberdrola and Unión Fenosa.

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. 2005. Reservados todos los derechos.



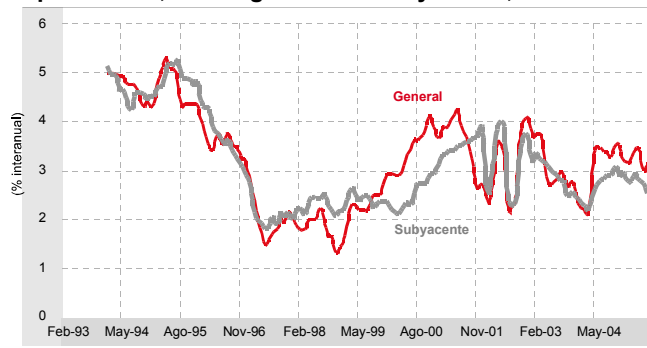
THE IBERIAN MACRO OBSERVER

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

Paulo Guerreiro
(351) 21 381 6540
paulo.guerreiro@bsnp.pt

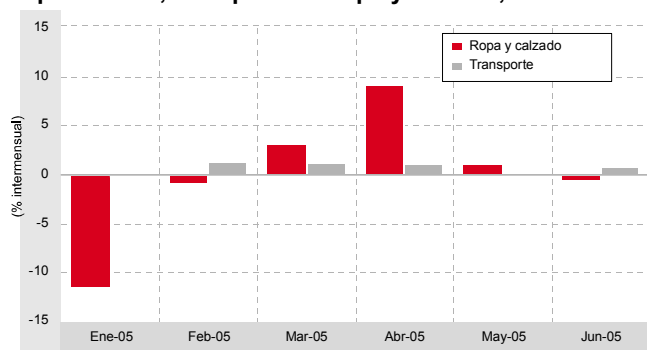
Antonio Espasa
(34) 91-289-3313
aespasa@gruposantander.com

España – IPC, índice general vs subyacente, 1993-2005



Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

España – IPC, transporte vs ropa y calzado, 2005



Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

Asuntos a tener en cuenta esta semana

En EEUU:

- (1) El número de viviendas iniciadas puede aumentar en junio
- (2) Greenspan hablará sobre la economía y la política de la Fed
- (3) Las solicitudes de subsidio de desempleo semanales rondarían las 325.000
- (4) Los indicadores adelantados podrían dar un dato positivo en junio
- (5) El índice de la Fed de Filadelfia debería de recuperarse en julio

En la zona euro:

- (1) El IPC de la zona euro podría subir ligeramente en junio
- (2) El índice ZEW alemán seguiría su recuperación en julio
- (3) El gasto del consumidor en Francia podría incrementarse en junio
- (4) La confianza del consumidor en Italia se mantiene plana en julio
- (5) La balanza por cuenta corriente en la zona euro fue positiva en mayo

■ En **Portugal**, el Gobierno dio a conocer su plan de inversión en infraestructura para 2005-09, por valor de 25.000 mn €. La mayoría de los distribuidores de alimentación anunciaba que no trasladaría a los consumidores la subida del IVA del 19% al 21%. El Banco de Portugal reducía sus estimaciones para el PIB en 2005 y 2006 hasta el 0,5% y 1,2%, respectivamente. Las estimaciones anteriores apuntaban a un 0,8% (Gobierno, junio 2005) y un 1% (Banco de Portugal, mayo 2005) para 2005.

■ La **economía española** sigue creciendo a buen ritmo, pero también crecen los desequilibrios. Los últimos datos muestran el buen estado del mercado laboral, incluso sin contar con el impacto positivo de la regulación de inmigrantes en los datos de empleo. En su último informe mensual, el Banco de España anunciaba que, en el 2T05E, la economía crecerá a un ritmo similar al del 1T05E. En el lado negativo, el déficit de balanza por cuenta corriente sigue creciendo y apunta a niveles cercanos al 7,0% del PIB en 2005E.

■ La semana en **EEUU**. Semana muy positiva en el frente macroeconómico: (1) el déficit de la balanza comercial se reducía significativamente en mayo; (2) los precios siguen bajo control, con el IPC y el índice de precios industriales sin cambios en el mes; (3) las ventas al por menor en junio superan las expectativas y apuntan a un crecimiento del consumo privado cercano al 3,0% en el 2T05E; (4) la producción industrial arrojaba un fuerte incremento del 0,9% intermensual en junio, gracias en parte al sector de las *utilities* y los inventarios subían un escaso 0,1% intermensual en mayo; y (5) la confianza del consumidor de la U. de Michigan subía en julio.

■ La semana en la **zona euro**. Datos mixtos: (1) en mayo la producción industrial y la manufacturera arrojaban datos positivos en Francia y negativos en Italia; (2) datos positivos de inflación, sin problemas a corto plazo en la zona euro.

LA SEMANA PASADA

Datos macro publicados la semana pasada

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos referencia	Previsión	Real
11-Julio	8:45	Francia	Producción industrial (m/a)	May	-0,3 / 0,0	0,4 / -0,1	0,3/-0,2
Lunes	8:45	Francia	Producción manufacturera	May	0,5 / 0,1	0,2 / -0,3	0,5/-0,1
12-Julio	8:45	Francia	Balanza comercial (mn €)	May	-2,933 R	-2,550	-1,250
Martes	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	10-Jul	-9	-	-11
13-Julio	8:00	Zona euro	Nuevas matriculaciones de coches (a)	Jun	-1,3	-	4,5
Miércoles	8:45	Francia	IPC (m/a)	Jun	0,1 / 1,5	0,2 / 1,7	0,2 / 1,7
	10:00	Italia	Producción industrial (m/a)	May	1,7 / 0,9 R	-0,8 / -1,3	-1,0 / -2,1
	14:30	EEUU	Índice de precios a la importación (m/a)	Jun	-1,0 / 5,7 R	1,0 / n.d.	1,0 / 7
	14:30	EEUU	Balanza comercial	May	-56.900 mn	-57.000 mn	-55.300 mn
	20:00	EEUU	Balance presupuestario (miles mn US\$)	Jun	19,1	26,5	22,4
14-Julio	9:00	España	IPC (m/a)	Jun	0,2 / 3,1	0,3/3,2	0,2 / 3,1
Jueves	10:00	Italia	IPC (m/a)	Jun F	0,3 / 1,9	-	0,0/1,8
	8:00	Alemania	IPC (m/a)	Jun	0,3 / 1,7	-	0,1/1,8
	11:00	Zona euro	PIB (t/a)	1T	0,5 / 1,3	0,5 / 1,3	0,5/1,4
	11:00	Zona euro	La CE publica previsión PIB 2º y 3º trimestre	-	-	-	-
	14:30	EEUU	IPC (m/a)	Jun	-0,1 / 2,8	0,3 / 2,8	0,0/2,5
	14:30	EEUU	IPC excl. alimentación y energía	Jun	0,1 / 2,2	0,2 / 2,2	0,1/2,0
	14:30	EEUU	Avance de ventas al por menor	Jun	-0,3R	0,9	1,7
	14:30	EEUU	Ventas al por menor excl. autos	Jun	-0,0R	0,0R	0,7
	14:30	EEUU	Solicit. semanales de subsidio de desempleo	9-Jul	320.000 R	320.000 R	336.000
	14:30	EEUU	Solicitudes continuadas	2-Jul	2.572.000 R	2.572.000 R	2.617.000
	17:09	Italia	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	May	-2.421,0	-	-3.518.000
15-Julio	9:20	España	Saldo balanza por cuenta corriente (mn €)	Abr	-6,560,1	-	-6,013,8
Viernes	11:00	Zona euro	Costes laborales (a)	1T	3,1	3,1	3,1
	14:30	EEUU	Índice Empire de manufacturas	Jul	10,5 R	10,0	23,9
	14:30	EEUU	Índice de precios de producción (m/a)	Jun	-0,6 / 3,5	0,4 / 4,0	0,0 / 3,6
	14:30	EEUU	IPRI excl. alimentación y energía (m/a)	Jun	0,1 / n.d.	0,1 / 2,6	-0,1 / 2,2
	14:30	EEUU	Inventarios empresariales	May	0,2 R	0,4	0,1
	15:15	EEUU	Producción industrial	Jun	0,3 R	0,4	0,9
	15:15	EEUU	Capacidad utilizada	Jun	79,4	79,6	80,0
	15:45	EEUU	Informe confianza U. de Michigan	Jul P	96,0	95,0	96,5

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada).

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

NOTICIAS POSITIVAS EN GENERAL, ESPECIALMENTE EN EEUU

Últimas dos semanas en Portugal: se reducen las previsiones del PIB

En Portugal, el Gobierno dio a conocer su plan de inversión en infraestructura para 2005-09, por valor de 25.000 mn €. La gran mayoría de los distribuidores de alimentación anunciaba que no trasladaría a los consumidores la subida del IVA del 19% al 21%. El Banco de Portugal reducía sus estimaciones para el crecimiento del PIB en 2005 y 2006 a un 0,5% y un 1,2%, respectivamente. Las estimaciones anteriores apuntaban a un 0,8% (Gobierno, junio 2005) y un 1% (Banco de Portugal, mayo 2005) para 2005.

El Gobierno anuncia inversiones en infraestructura por valor de 25.000 mn €

El Gobierno anuncia un plan de inversión en infraestructura por valor de 25.000 mn €. De hecho, el programa incluye algunas inversiones públicas y privadas ya en proyecto y se prolongará de 2005 a 2009. Los 5.000 mn € al año suponen un 3,5% del PIB y un 15% de la inversión anual del país. La infraestructura en transporte (8.500 mn €) y energía (5.600 mn €) son los dos capítulos más importantes del programa. El Estado sólo financiará el 45%.

Creemos que se trata de una iniciativa política antes de las elecciones municipales en octubre para tratar de impulsar la confianza del consumidor, afectada negativamente por las últimas subidas de impuestos y el recorte de gastos. Las últimas encuestas apuntan a que los Socialistas van por detrás de los Socialdemócratas en ciudades clave como Lisboa y Oporto.



La subida del IVA promueve los descuentos en los distribuidores de alimentación

La mayoría de los distribuidores de alimentación (como Jerónimo Martins) anunciaban su intención de no trasladar a los consumidores la reciente subida del IVA del 19% al 21%, lo que tendrá un impacto aproximado en los márgenes del 0,8% en términos anuales (asumiendo que tan sólo el 40% de los productos tienen el IVA del 21%, dado que las otras categorías del IVA no se han subido). Sin embargo, Sonae y la francesa Auchan han adoptado medidas más agresivas: Auchan ofrece descuentos del 10% y Sonae no cobrará el IVA en todo el mes de julio (ofrece vales descuento por el importe del IVA incluido en la compra, que pueden ser utilizados en tiendas Sonae en agosto). Asumiendo que el 50% de las ventas incorporan un IVA del 21% (las ventas de productos no alimentarios son mucho mayores en Sonae), el impacto ronda los 22 mn €, cerca de un 1% de las ventas de productos de alimentación de Sonae en Portugal en 2005. Sin embargo, el impacto podría verse mitigado dado que esa devolución del IVA se materializa en forma de vales de venta, con validez a partir de julio. El impacto en la valoración es irrelevante, pero estas situaciones ilustran la creciente competencia en el sector de la distribución de alimentación en Portugal a la que ha llevado al aumento del área de ventas favorecida por el reciente incremento de licencias para supermercados.

Aprobado el presupuesto ajustado para 2005 ...

Se ha aprobado el presupuesto ajustado para 2005, incluyendo unos ingresos de 400 mn € por privatizaciones. El déficit previsto ahora es del 6,2% del PIB tras las medidas adoptadas recientemente para limitar el gasto y aumentar los ingresos.

El Banco de Portugal revisa sus previsiones del PIB

El Banco de Portugal ha reducido sus estimaciones del crecimiento del PIB en el país en 2005 y 2006 a 0,5% y 1,2%, respectivamente. Las estimaciones anteriores apuntaban a un 0,8% (Gobierno, junio 2005) y un 1% (Banco de Portugal, mayo 2005) para 2005. En el escenario actual cabe destacar el consumo privado, que habría de crecer cerca de un 2% y un 1,3% en 2005 y 2006, a costa de un menor ahorro familiar.

El FMI mantiene sus perspectivas para la economía portuguesa

El FMI insiste en que Portugal tendrá que adoptar medidas más agresivas si quiere reducir su déficit presupuestario. El principal temor son las previsiones de crecimiento del PIB en 2008P, que el FMI sitúa en un 2% frente a las previsiones del Gobierno del 2,6%. También la CE tiene sus dudas al respecto.

Últimas dos semanas en España: la economía sigue creciendo a buen ritmo, al igual que el déficit comercial

La economía española sigue creciendo a buen ritmo, pero también crecen los desequilibrios. Los últimos datos muestran el buen estado del mercado laboral, incluso sin contar con el impacto positivo de la regulación de inmigrantes en los datos de empleo. En su último informe mensual, el Banco de España anunciaba que en el 2T05E la economía crecerá a un ritmo similar al del 1T05E. En el lado negativo, el déficit de balanza por cuenta corriente sigue creciendo y apunta a niveles cercanos al 7,0% del PIB en 2005E.

Datos de empleo positivos; cae la confianza del consumidor

En junio, el desempleo en España se reducía en 32.533 personas (-1,62% intermensual), por lo que el número de desempleados bajaba a 1.974.860. Es la primera vez que el desempleo cae por debajo de los 2 millones. Al mismo tiempo, el número de nuevas afiliaciones a la Seguridad Social ascendía a 231.716. El desempleo caía en los sectores industrial, construcción y servicios. Por el contrario, el paro crecía en agricultura y entre ciudadanos sin experiencia laboral anterior.

Por otro lado, la confianza del consumidor pasaba de 88,5 en mayo a 87,7 en junio.

Todo esto no dejan de ser noticias positivas. Aunque parte de las afiliaciones a la Seguridad Social y de los puestos creados se deben a la regularización de inmigrantes, el informe mensual del Banco de España insiste en que la tendencia del mercado laboral es positiva.

El informe mensual del Banco de España apunta a un crecimiento positivo del PIB en el 2T05E

Según el informe mensual del Banco de España para junio, el crecimiento de la economía sigue siendo relativamente fuerte en el 2T05E. No obstante, el informe también apunta que el desglose del crecimiento repite los comportamientos de los trimestres anteriores: el consumo privado y la inversión en construcción son los principales condicionantes del crecimiento del PIB, mientras que el sector exterior continúa mostrando un comportamiento negativo.

Pese a compartir esta visión, creemos que el comportamiento del sector exterior es un riesgo evidente para la economía en el futuro. Además, seguimos sin encontrar síntomas de mejora de esta situación.

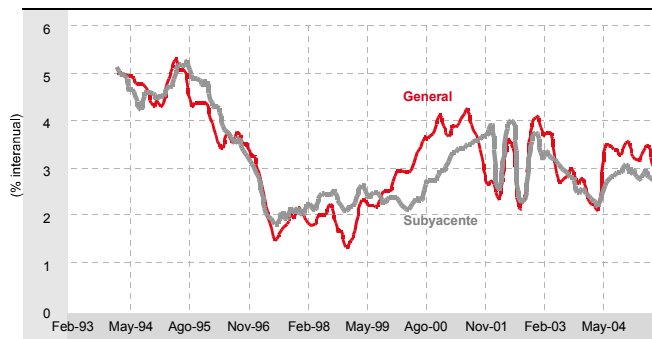
Continúa el deterioro del sector exterior español

En cuanto al sector exterior, los últimos datos confirman nuestros temores. El déficit por cuenta corriente de España en abril caía ligeramente de 6.560 mn € en marzo a 6.010 mn €. Sin embargo, la cifra actual dobla el dato del año anterior. En términos acumulados, en los primeros cuatro meses del año el déficit ha pasado de 10.400 mn € en el mismo periodo de 2004 a 20.780 mn €. El comportamiento de la balanza por cuenta corriente apunta a un incremento del déficit en torno al 7% del PIB en 2005E.

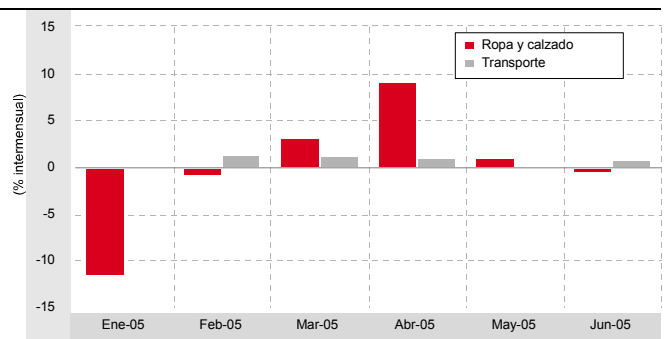
Ropa y calzado permiten un comportamiento positivo del IPC en España

El IPC registraba una ligera subida en España en junio (0,2% intermensual, 3,1% interanual): los precios en ropa y calzado bajaban (-0,6% intermensual) y contrarrestaban las subidas en transporte (0,8% intermensual), ocio y cultura (0,6% intermensual) y hoteles y restaurantes (0,5% intermensual). El índice subyacente caía ligeramente, desde el 2,6% interanual del mes anterior hasta el 2,5% interanual.

España – ICP, índice general frente a subyacente, 1993-2005



España – IPC, transporte frente a ropa y calzado, 2005



Fuentes: Bloomberg y Santander Investment Bolsa.

Esperamos que la inflación se mantenga en los niveles actuales en los próximos meses, puesto que se prolongarán los efectos negativos de la subida de las tasas energéticas y el resto de componentes sigue sin registrar un respiro.



Noticias internacionales

La semana en EEUU: Semana muy positiva en el frente macroeconómico: (1) El déficit de la balanza comercial se reducía significativamente en mayo, dato positivo para el PIB del 2T05E (podría añadir cerca de 1,0 pp al crecimiento trimestral). (2) Los precios se mantenían bajo control, con el IPC y el índice de precios industriales sin cambios en el mes. Los índices subyacentes también registraban un comportamiento positivo. (3) Las ventas al por menor se incrementaban en junio por encima de lo previsto, apuntando a un crecimiento del consumo privado cercano al 3,0% en el 2T05E. (4) Las solicitudes de subsidio de desempleo semanales crecían por encima de las expectativas, aunque se mantienen en niveles bajos. (5) Sube el índice Empire. (6) La producción industrial arrojaba un fuerte incremento del 0,9% intermensual en junio, gracias en parte al sector de las *utilities*. Al mismo tiempo, los inventarios subían un escaso 0,1% intermensual en mayo, buenas noticias si tenemos en cuenta que hay un proceso de ajuste de inventarios en marcha. (7) La confianza del consumidor subía en julio.

La semana en la zona euro: Datos mixtos en la zona euro: (1) en mayo, la producción industrial y la manufacturera arrojaban datos positivos en Francia; (2) por el contrario, la producción industrial caía en Italia, lo que no hace más que insistir en la debilidad de la economía italiana; (3) en cuanto a los precios, datos positivos: no hay problemas de inflación a corto plazo en la zona euro. Los datos de Francia, España, Italia y Alemania incluían subidas mensuales modestas.

ESTA SEMANA

Datos macro que se publicarán esta semana

Día	Hora	País	Indicador/Evento	Periodo	Datos de referencia	Previsión	
Lunes	11:00	Zona euro	IPC (m/a)	Jun	0.2/2.0r	0.2/2.1	
18-Jul	15:00	EEUU	Comp. activos estadounid. por extranjeros	May	47.8Br	60.0B	
	19:00	EEUU	NAHB Índice del mercado vivienda	Jul	71	71	
Martes	8:00	Alemania	Precios de producción (m/a)	Jun	0.0/4.1	0.4/4.6	
	19-Jul	8:45	Francia	Balanza por cuenta corriente (€)	May	-3388M	-3388M
		11:00	Zona euro	ZEW (Sentimiento económico)	Jul	16.7	20.0
	11:00	Zona euro	Producción industrial (desest./ajust.)(m/a)	May	0.6/0.9	-0.2/0.2	
	11:00	Alemania	ZEW (Sentimiento económico)	Jul	19.5	22.0	
	11:00	Alemania	ZEW (Condiciones actuales)	Jul	-70.0	-69.0	
	14:30	EEUU	Viviendas iniciadas	Jun	2009K	2050K	
		EEUU	Permisos de construcción	Jun	2062Kr	2085K	
	23:00	EEUU	ABC Confianza del consumidor	17-Jul	-11		
Miércoles	9:00	España	Pedidos de fábrica (a)	May	12.9		
	20-Jul	10:00	Italia	Balanza comercial (Total) (€)	May	-1354.0	-850.0M
			Italia	Balanza comercial europea (€)	May	-368.0M	-399.0M
	11:00	Zona euro	Balanza comercial	May	1.3M	1.2	
		Italia	Pedidos industriales (desest.) (m)	May	1.5	-0.8	
		Italia	Pedidos industriales (a)	May	0.1	1.9	
		Italia	Ventas industriales (desest./no desest.)		2.3/-1.1	-0.7	
	13:00	EEUU	MBA Solicitudes de hipotecas	15-Jul	-7.2		
	16:00	EEUU	Informe de Greenspan sobre la economía y política de la FED				
Jueves	8:45	Francia	Gasto del consumidor (m/a)	Jun	-0.9/2.5	0.8/1.2	
	21-Jul	9:30	Italia	Confianza del consumidor Ind (desest.)	Jul	102.9	102.9
		10:00	Italia	Ventas minoristas (desest.) (m/a)	May	-0.8/-3.9	0.5/-0.7
	10:00	Zona euro	Balanza por cuenta corriente	May	-11.6B	0.5B	
	14:30	EEUU	Solicit. subsidio de desempleo semanales	16-Jul	336K	326K	
		EEUU	Renovación de solicitudes	9-Jul	2617K	2589K	
	16:00	EEUU	Indicadores adelantados	Jun	-0.5	0.5	
	18:00	EEUU	Fed de Filadelfia	Jul	-2.2	10.0	
Viernes	9:00	España	Ocupación hotelera	Jun	58.6		
	22-Jul	9:00	España	Índice de precios hoteleros (a)	Jun	0.1	
		10:00	Italia	Balanza comercial no Europa (€)	Jun	-487.0M	
	11:00	Zona euro	Nuevos pedidos industriales (m/a)	May	1.5/1.6	0.9/-2.5	

(m) % intermensual; (a) % interanual; (t) % intertrimestral; (mn) millones; (R) revisado; (F) final; (P) preliminar; desest. (desestacionalizada).
Fuentes: Banco de España, Ministerio de Economía, Datastream, Bloomberg, Reuters y estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

UNA SEMANA FLOJA EN DATOS

En EEUU: (1) El número de viviendas iniciadas podría aumentar en junio. (2) Greenspan hablará sobre la economía y la política de la Fed en su intervención ante el Congreso. (3) Las solicitudes de subsidio de desempleo semanales podrían rondar las 325.000 la última semana. (4) Los indicadores adelantados podrían arrojar un dato positivo en junio. Se revisa el modo de calcular el índice. (5) El índice de la Fed de Filadelfia se recuperará en julio.

En la zona euro: (1) El IPC de la zona euro podría subir ligeramente en junio. (2) El índice ZEW en Alemania seguirá su recuperación en julio. (3) El gasto del consumidor en Francia debería de incrementarse en junio tras el fuerte descenso del mes anterior. (4) La confianza del consumidor en Italia se mantiene plana en julio. (5) Prevemos un dato positivo para la balanza por cuenta corriente en la zona euro en mayo.



TIPOS Y DIVISAS

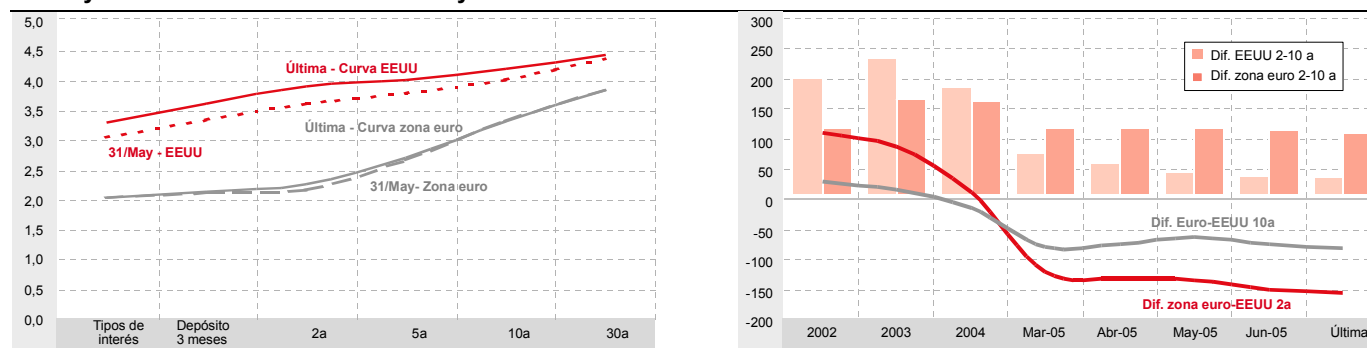
- A lo largo de la última semana, el mercado ha valorado la probabilidad de una bajada de los tipos de interés por parte del BCE. En principio, las probabilidades son mínimas según se deduce de la evolución del tramo corto de la curva de la zona euro. En este sentido, ha habido cierto aumento de la pendiente de la curva en el tramo 3 meses-1 año. Al mismo tiempo, la rentabilidad del bono a 2 años ha crecido 15 puntos básicos desde principios de mes.
- Insistimos en que no habrá bajada de tipos de interés por parte del BCE, que los mantendrá sin cambios a corto plazo. De hecho, no descartamos la posibilidad de asistir a una subida de tipos a finales de año si la economía registra una recuperación notable en el 2S05E.

EEUU y zona euro – Tipos de interés y divisas

		Anual ¹			Trimestral ¹				Mensual				Semanal			
		2001	2002	2003	Sep-04	Dic-04	Mar-05	Jun-05	Mar-05	Abr-05	May-05	Jun-05	01-Jul	08-Jul	15-Jul	Última ²
Tipos interés corto plazo																
	Tipo intervención BCE	3,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,00	2,00	2,00	2,00
	Fondos de la Fed	1,7	1,1	1,4	1,5	2,0	2,5	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	3,25	3,25	3,25	3,25
	Euribor 3 meses	3,3	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,09	2,10	2,11	2,11
	Dep. 3 meses EEUU	1,7	1,2	1,6	1,8	2,3	2,9	3,3	3,1	3,2	3,3	3,4	3,49	3,55	3,57	3,60
Tipos inter. largo plazo																
Zona euro	2 años	3,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,1	2,5	2,2	2,1	2,0	2,07	2,15	2,22	2,21
	5 años	4,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,0	2,6	3,1	2,8	2,6	2,5	2,52	2,57	2,66	2,64
	10 años	4,8	4,1	4,1	4,1	3,8	3,6	3,3	3,6	3,4	3,3	3,1	3,16	3,19	3,28	3,26
	30 años	5,2	4,8	4,7	4,7	4,4	4,1	3,8	4,1	3,9	3,8	3,7	3,68	3,70	3,80	3,78
EEUU	2 años	2,5	1,6	2,4	2,6	2,9	3,5	3,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,74	3,77	3,86	3,87
	5 años	3,7	2,9	3,4	3,5	3,5	4,0	3,8	4,2	3,9	3,7	3,7	3,82	3,88	3,97	3,99
	10 años	4,5	4,0	4,2	4,2	4,2	4,3	4,0	4,5	4,2	4,0	4,0	4,05	4,09	4,16	4,18
	30 años	5,3	4,9	5,0	5,0	4,9	4,7	4,4	4,8	4,5	4,3	4,2	4,29	4,34	4,40	4,41
Diferencial																
Dif. zona euro	3 m-30 a	194	255	265	261	228	200	170	201	183	171	157	159	160	170	167
	2 a-10 a	115	164	160	154	136	117	113	113	114	114	111	109	104	106	105
Dif. EEUU	3 m-30 a	352	374	338	321	254	180	107	169	135	102	85	80	80	83	81
	2 a-10 a	198	235	184	168	133	78	43	71	55	41	34	31	33	30	31
Dif. zona euro-EEUU	Int.	154	115	60	50	0	-50	-92	-75	-75	-100	-100	-125	-125	-125	-125
	2 a	107	82	5	-2	-45	-109	-148	-129	-140	-144	-160	-167	-162	-164	-166
	10 a	24	11	-20	-16	-42	-71	-78	-86	-81	-71	-83	-89	-90	-88	-92
Divisas																
	€/US\$	0,95	1,14	1,25	1,22	1,32	1,31	1,24	1,296	1,287	1,230	1,211	1,196	1,197	1,204	1,206
	€/¥	118	132	134	135	137	137	134	139	135	134	134	134	134	135	135
	US\$/¥	125	116	107	110	104	105	108	107	105	109	111	112	112	112	112

(1) Las cifras representan la media del periodo. (2) Última: 19 de julio de 2005.
Fuente: estimaciones y previsiones Santander Investment Bolsa.

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



Fuente: Bloomberg.

ESTIMACIONES Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

Europa, Latinoamérica, Japón y EEUU – Estimaciones y previsiones, 2002-06P

PIB	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	0,1	-0,1	1,0	1,3	1,1	2,1	1,6
Francia	1,1	0,5	2,3	1,6	1,9	2,4	2,1
Italia	0,4	0,4	1,1	0,0	1,2	2,0	1,7
España	2,7	2,9	3,1	3,2	2,6	2,5	2,5
Portugal	0,4	-1,2	1,0	1,0	1,9	2,6	2,4
Euro-12	0,6	0,5	1,8	1,4	1,6	2,2	2,0
Reino Unido	1,8	2,2	4,9	–	2,5	–	2,4
Argentina	-10,9	8,8	9,0	4,7	6,7	4,5	4,1
Brasil	1,9	0,5	5,2	3,6	3,7	3,5	3,7
México	0,9	1,6	4,4	4,0	3,9	4,0	3,5
Japón	-0,3	2,5	2,9	–	1,1	–	1,8
EEUU	1,9	3,0	4,4	3,2	3,5	2,8	3,4

IPC	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	1,4	1,1	1,8	1,2	1,4	1,3	1,3
Francia	1,9	2,2	2,3	1,8	1,7	1,8	1,6
Italia	2,6	2,8	2,3	2,0	2,0	2,0	1,9
España	3,6	3,1	3,1	2,8	2,7	2,3	2,5
Portugal	3,6	3,3	2,5	0,5	2,3	2,2	2,3
Euro-12	2,3	2,1	2,1	1,7	1,8	1,7	1,7
Reino Unido	1,3	1,3	1,60	–	1,7	–	1,8
Argentina	41,0	3,7	6,1	9,0	9,3	6,0	7,1
Brasil	12,5	9,3	7,6	6,2	6,0	5,0	5,4
México	5,7	4,0	5,2	4,0	3,9	4,0	3,9
Japón	-1,0	-0,3	0,0	–	0,0	–	0,3
EEUU	1,6	2,3	2,7	2,2	2,4	2,3	2,2

Datos financieros*	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Tipos intervención	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,25 (2,06)	2,75	3,25 (2,88)	3,50
Zona euro	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,25 (1,40)	3,50 (2,63)	3,50	4,25 (4,13)	–
EEUU							
Tipos 3 meses	2,86 (3,26)	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	2,50 (2,23)	2,40	3,65 (3,18)	3,02
Zona euro	1,29 (1,72)	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	3,74 (2,93)	3,50	4,05 (4,15)	–
EEUU							
Bono 2 años	2,72 (3,62)	2,61 (2,46)	2,48 (2,48)	3,25 (2,83)	–	4,35 (3,93)	–
Zona euro	1,60 (2,55)	1,82 (1,64)	3,06 (2,36)	4,50 (3,59)	–	3,75 (3,99)	–
EEUU							
Bono 10 años	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	4,20 (4,05)	4,09	4,90 (4,60)	4,50
Zona euro	3,82 (4,53)	4,25 (3,99)	4,22 (4,25)	5,15 (4,60)	5,10	5,00 (4,18)	5,50
EEUU							
Tipo de cambio	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,36 (1,24)	1,23 (1,22)	1,339	1,15 (1,18)	1,336
Euro-dólar	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,25 (2,06)	2,75	3,25 (2,88)	3,50

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: Consensus Forecasts (junio de 2005), Eurozone Barometer (junio de 2005) y previsiones y estimaciones de Santander Investment Securities y previsiones y estimaciones de Santander Investment Bolsa.



APÉNDICE 1

Resumen de indicadores de la zona euro, 2002-2T05

PIB y sus componentes	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05
Consumo privado	0,9	1,1	1,2	1,0	1,6	1,3	-	2,1	0,4	1,3	2,5	1,0	-
Gasto público	2,6	1,3	2,6	2,8	2,1	1,8	-	1,1	3,3	2,7	1,2	-0,2	-
F. B. capital fijo	-2,3	0,4	1,3	1,6	1,1	1,0	-	-1,2	1,2	1,7	2,6	-1,5	-
Var. existencias (contrib.)	0,0	-0,4	-0,1	0,7	0,2	0,3	-	-0,5	0,5	1,4	-0,7	0,0	-
Demanda interna	0,3	1,4	1,6	2,3	1,8	1,6	-	0,7	1,6	3,2	1,5	0,3	-
Exportaciones	2,1	0,6	5,8	6,2	6,1	3,9	-	6,5	10,7	4,5	2,9	-2,2	-
Importaciones	0,5	2,6	5,8	7,7	7,0	4,8	-	1,8	10,8	10,4	5,4	-6,4	-
Aportac. sector Exterior	0,6	-0,7	0,1	-0,4	-0,2	-0,3	-	1,8	0,2	-2,1	-0,9	1,6	-
PIB	0,9	0,7	1,7	1,8	1,5	1,4	-	2,6	1,8	1,1	0,6	1,9	-
PIB nom. (€ mds)	7124,4	7323,6	7587,9										
Indicadores de actividad	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Producción industrial (IPI)	-0,3	0,2	2,2	2,9	1,2	0,0	-	3,2	-0,9	-2,1	0,4	-	-
-sin construcción	-0,5	0,3	2,0	2,8	1,1	0,9	-	2,4	0,5	0,1	0,9	-	-
Producción manufacturera	-0,8	0,0	1,9	2,8	0,8	0,9	-	2,9	0,4	-0,4	1,7	-	-
Ventas al por menor	0,3	0,4	0,9	0,8	1,1	1,1	-	0,6	1,1	1,5	-0,8	2,0	-
Nuevas matriculaciones	-2,4	-1,3	1,7	-1,1	2,5	-1,3	-	3,5	-3,3	-3,9	3,3	-3,8	-
Utilización capacidad prod.	81,2	81,1	81,6	82,0	82,1	81,9	80,9						
Indicadores de confianza	Media anual			Media trimestral				Índice					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Clima económico	94,4	93,4	100,0	100,6	100,9	99,0	96,3	100,8	98,8	97,5	96,5	96,1	96,3
Clima empresarial	-0,53	-0,43	0,33	0,53	0,46	0,18	-0,31	0,41	0,21	-0,09	-0,28	-0,37	-0,29
Confianza industria	-11	-11	-5	-4	-3	-6	-10	-5	-6	-8	-9	-11	-10
Confianza construcción	-19	-20	-16	-15	-14	-13	-14	-13	-14	-13	-14	-13	-14
Confianza comercio minorista	-17	-11	-8	-8	-8	-8	-8	-6	-8	-10	-8	-8	-9
Confianza servicios	1	2	12	12	11	11	9	13	10	9	8	10	9
Confianza consumidores	-11	-18	-14	-14	-13	-13	-14	-13	-13	-14	-13	-15	-15
PMI	48	50	49	52,8	54,4	53,9	51,4	51,9	51,9	50,4	49,2	48,7	49,9
- Producción	49	52	51	53,9	56,0	55,9	52,3	53,3	53,4	51,6	50,3	50,0	51,0
- Nuevos pedidos	47	51	50	55,0	56,1	55,2	51,3	52,9	52,8	50,4	48,9	48,5	50,9
- Empleo	49	47	47	48,4	48,9	49,5	48,4	48,1	49,3	48,8	47,6	47,5	48,2
- Existencias	47	46	46	46,9	48,4	49,2	49,5	49,4	49,6	48,5	48,1	46,7	46,8
- Tiempos de entrega proveedores	53	50	50	45,0	40,4	43,1	44,6	46,1	47,5	48,3	49,2	50,0	49,5
- Precios	48	52	52	59,8	70,7	69,4	72,8	69,1	64,8	59,8	57,2	50,7	50,0
Precios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
IPC	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,0	2,0	-0,6	0,2	0,8	0,4	0,2	0,2
Infl. subyacente	2,4	1,8	1,8	1,8	1,8	1,5	1,5	-1,0	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0
PPI (excl. construcción)	-0,1	1,4	2,3	3,1	3,8	4,1	-	0,7	0,4	0,7	0,5	-0,2	-
Deflactor PIB	2,5	2,0	1,8	1,6	1,8	1,9	-						
Deflactor de la demanda interna	2,1	1,7	1,9	2,0	2,3	2,4	-						
Costes y salarios	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Coste laboral unitario	2,2	2,1	0,9	0,5	1,2	-	-						
Remuneración asalariado	2,6	2,4	2,1	1,7	1,9	-	-						
Productividad	0,4	0,4	1,2	1,2	0,7	-	-						
Mercado de trabajo	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Tasa de desempleo	8,3	8,7	8,9	8,8	8,8	8,8	-	8,8	8,8	8,9	8,9	8,8	-
Sec. monetario y financiero	Crecimiento medio anual			Tasas interanuales				Tasas intermensuales					
	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
M3	6,6	6,4	6,3	6,0	6,3	6,5	-	0,6	0,5	0,3	0,7	0,8	-
M3 Media móvil 3m	7,1	7,0	6,5	5,8	6,5	6,6	-	6,7	6,6	6,6	6,9	-	-
Préstamos al sector privado	4,0	4,7	6,4	5,8	6,4	7,0	-	0,5	0,3	0,7	0,6	0,9	-
Datos financ. (tasas inter.)	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Tipo efectivo €	3,0	11,4	4,0	2,7	3,7	0,8	1,2	0,3	-0,3	2,4	3,3	1,5	-1,2
Tipo efectivo real € (CPI)	4,1	12,6	4,1	2,8	3,3	1,0	1,4	0,5	-0,1	2,6	3,4	1,7	-0,8
Tipo efectivo real € (PPI)	3,9	11,2	3,1	2,2	2,5	0,7	0,4	0,2	-0,3	2,1	2,6	0,6	-2,1
Tipo efectivo real € (ULC)	3,2	13,1	4,2	1,5	3,6	0,3	-						
Sector exterior	2002	2003	2004	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Saldo cta. corriente (% PIB)	0,9	0,3	0,6	0,6	0,7	0,3	-	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
€ Mds	65	20	45	49	44	36	24	36	39	34	24	-	-
Cuentas públicas (% PIB)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total recursos	47,1	47,7	46,9	46,5	47,3	47,6	47,1	47,6	47,2	46,4	45,8	45,9	45,4
Total empleos	52	53,1	52,1	51,6	51,6	50,2	49,3	48,9	48,1	48,2	48,3	48,8	48,2
Déficit/Superávit	-5,0	-5,9	-5,2	-5,1	-4,3	-2,6	-2,3	-1,3	-0,9	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7

Fuentes: Bloomberg, Datastream, Reuters y Santander Investment Bolsa.

APÉNDICE 2

ESTADOS UNIDOS: Indicadores, 2003-2T05

PIB y sus componentes	2003	2004	Tasas interanuales				Tasas intertrimestrales anualizadas			
			3T04	4T04	1T05	2T05	3T04	4T04	1T05	2T05
Consumo privado	3,3	3,8	3,6	3,8	3,6	-	5,1	4,2	3,6	-
Gasto e inv. públicos	2,8	2,0	1,8	1,6	1,0	-	0,7	0,8	0,2	-
Inversión privada	4,4	13,2	11,7	11,6	11,2	-	2,4	13,3	10,9	-
- Equipo	6,4	13,6	12,9	14,5	14,0	-	17,5	18,4	6,1	-
- Construcción	3,7	7,0	5,9	4,5	6,0	-	0,8	3,0	7,2	-
Demanda interna	3,4	4,8	4,5	4,6	4,3	-	3,9	5,0	4,1	-
Exportaciones	1,9	8,6	9,4	5,9	6,3	-	6,0	3,2	8,9	-
Importaciones	4,4	9,9	11,1	9,8	9,5	-	4,6	11,4	9,6	-
PIB	3,0	4,4	4,0	3,9	3,7	-	4,0	3,8	3,8	-
PIB nominal (M.M. \$)	11004	11735								
Actividad general	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Indicador adelantado	2,4	1,2	0,1	-	0,7	0,5	-0,9	-1,0	-1,9	-
Indicador coincidente	2,6	3,0	2,6	-	2,9	2,8	2,3	2,2	2,1	-
Ratio existencias/Ventas	1,23	1,24	1,23	1,24	1,23	1,26	1,25	1,24	1,24	-
Producción industrial	4,6	4,3	3,8	3,2	4,0	3,4	3,9	3,0	2,7	3,9
Utilización capacidad (1)	78,3	78,5	79,3	79,2	79,1	79,4	79,5	79,2	79,4	80,0
Índice ISM	10,5	-4,8	-10,8	-14,8	-10,2	-11,0	-11,4	-14,5	-17,9	-12,1
Índice ISM (1)	61,6	57,5	57,3	53,3	56,4	55,3	55,2	53,3	51,4	53,8
Consumo privado	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Ganancia real por hora	-0,4	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-0,2	0,0
Ventas al por menor	6,3	8,3	7,3	8,4	8,0	8,0	6,0	9,1	6,4	9,6
-sin autos	7,6	8,9	7,9	8,3	8,2	8,7	6,8	9,0	7,6	8,3
Gastos de consumo	3,6	3,8	3,6	-	3,5	3,5	3,8	4,1	3,4	-
Confianza consumidores (1)	105,7	92,9	102,7	97,5	105,1	104,4	103,0	97,5	103,1	105,8
Expectativas consumidor (1)	105,3	92,2	100,7	86,7	100,4	96,1	93,7	86,7	93,4	95,8
Tasa de ahorro familiar (1)	0,7	0,6	3,7	0,5	1,1	1,0	0,6	0,5	0,6	-
Crédito al consumo	4,1	4,5	4,3	-	4,2	4,5	4,3	4,2	3,8	-
Inversión en equipo	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Nuevos pedidos	11,7	10,3	8,3	-	11,1	9,3	4,7	6,7	9,3	-
-ex autos	12,4	12,0	10,6	-	11,9	11,9	8,2	8,1	7,2	-
Pedidos b. capital sin def. y aviones	12,1	11,4	11,9	-	14,0	12,9	8,9	9,0	12,6	-
ISM: Producción	6,5	-12,3	-14,4	-14,3	-16,2	-12,8	-14,1	-14,7	-15,7	-12,3
ISM: Nuevos pedidos	2,7	-10,6	-15,9	-15,1	-18,4	-16,7	-12,6	-18,4	-19,1	-7,4
	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05
Benef. después de impuestos	14,3	6,7	9,8	14,7	17,2	19,5	5,8	6,8	36,6	-
Construcción	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Viviendas iniciadas	4,5	-3,1	8,0	-	13,5	20,3	-8,7	1,9	1,8	-
Ventas nuevas viviendas	-0,4	10,8	4,1	-	3,4	7,7	1,5	9,4	4,4	-
Gastos de construcción	11,1	10,3	11,3	-	6,3	18,4	9,5	11,2	7,0	-
Permisos de construcción	6,9	5,9	4,0	-	8,8	5,5	-2,1	3,8	-3,2	-
Empleo y salarios	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Población activa	0,8	0,8	1,0	1,3	0,8	1,1	1,0	1,3	1,4	1,2
Empleo total	1,5	1,3	1,4	1,8	1,3	1,3	1,5	1,8	1,9	1,8
Tasa de paro (% pob. activa) (1)	5,5	5,5	5,4	5,2	5,2	5,4	5,2	5,2	5,1	5,0
Duración media paro (sem.) (1)	18,5	19,7	19,3	19,6	19,3	19,1	19,5	19,6	18,8	17,1
Jornada media laboral (horas) (1)	33,7	33,8	33,7	33,8	33,7	33,7	33,7	33,8	33,7	33,7
Ganancia media por hora	2,2	2,5	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6	2,7
	1T03	2T03	3T03	4T03	1T04	2T04	3T04	4T04	1T05	2T05
Coste del empleo total	3,9	3,8	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,4	-
Precios	Tasas interanuales				Tasas interanuales					
	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Inflación	2,7	3,3	3,0	3,0	3,0	3,0	3,2	3,5	2,8	2,5
Inflación subyacente	1,8	2,1	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,2	2,2	2,0
Precios producción	3,5	4,6	4,6	4,0	4,1	4,7	4,9	4,8	3,5	3,6
P. producc sin energía y alim.	1,6	2,0	2,6	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,2
Precios importación	7,0	8,5	6,5	7,0	5,7	6,1	7,6	8,4	5,7	7,0
Precios exportación	4,2	4,2	3,6	2,9	4,0	3,4	3,3	3,1	2,5	3,2
Sector exterior	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Saldo B. bienes y servicios (4)	-548,0	-587,0	-630,0	-659,0	-630	-644	-650	-659	-666	-
Saldo B. bienes y servicios (4) % PIB	-4,6	-4,9	-5,2	-						
Saldo Balanza comercial (4)	-635,8	-674,7	-720,8	-754,7	-721	-737	-745	-755	-763	-
Saldo Balanza comercial (4) % PIB	-5,4	-5,6	-5,9	-						
Tipo cambio efectivo nominal	-7,1	-6,3	-4,4	-4,6	-3,8	-3,4	-6,1	-5,3	-6,0	-2,5
Política económica	3T04	4T04	1T05	2T05	ene-05	feb-05	mar-05	abr-05	may-05	jun-05
Oferta monetaria (M2)	3,7	5,2	5,3	3,7	5,7	5,3	4,9	4,2	3,3	3,6
Tipo fondos federales (1)	1,27	1,75	2,16	2,78	2,29	2,50	2,63	2,78	3,00	3,04
Ingresos federales (3)	479	487	452	665	202	101	149	278	153	235
Gastos federales (3)	565	605	628	620	194	215	220	220	188	212
Déficit público federal (3)	-86	-118	-177	45	9	-114	-71	58	-35	22

(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.

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.

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. 2005. Reservados todos los derechos.



THE IBERIAN QUANT OBSERVER

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

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

CONTENIDO:

	Página
I. ESTIMACIONES Y PREVISIONES 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 Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS

Europa, Latinoamérica, Japón y EEUU – Estimaciones y previsiones, 2002-06P

PIB	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	0,1	-0,1	1,0	1,3	1,1	2,1	1,6
Francia	1,1	0,5	2,3	1,6	1,9	2,4	2,1
Italia	0,4	0,4	1,1	0,0	1,2	2,0	1,7
España	2,7	2,9	3,1	3,2	2,6	2,5	2,5
Portugal	0,4	-1,2	1,0	1,0	1,9	2,6	2,4
Euro-12	0,6	0,5	1,8	1,4	1,6	2,2	2,0
Reino Unido	1,8	2,2	4,9	–	2,5	–	2,4
Argentina	-10,9	8,8	9,0	4,7	6,7	4,5	4,1
Brasil	1,9	0,5	5,2	3,6	3,7	3,5	3,7
México	0,9	1,6	4,4	4,0	3,9	4,0	3,5
Japón	-0,3	2,5	2,9	–	1,1	–	1,8
EEUU	1,9	3,0	4,4	3,2	3,5	2,8	3,4

IPC	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Alemania	1,4	1,1	1,8	1,2	1,4	1,3	1,3
Francia	1,9	2,2	2,3	1,8	1,7	1,8	1,6
Italia	2,6	2,8	2,3	2,0	2,0	2,0	1,9
España	3,6	3,1	3,1	2,8	2,7	2,3	2,5
Portugal	3,6	3,3	2,5	0,5	2,3	2,2	2,3
Euro-12	2,3	2,1	2,1	1,7	1,8	1,7	1,7
Reino Unido	1,3	1,3	1,60	–	1,7	–	1,8
Argentina	41,0	3,7	6,1	9,0	9,3	6,0	7,1
Brasil	12,5	9,3	7,6	6,2	6,0	5,0	5,4
México	5,7	4,0	5,2	4,0	3,9	4,0	3,9
Japón	-1,0	-0,3	0,0	–	0,0	–	0,3
EEUU	1,6	2,3	2,7	2,2	2,4	2,3	2,2

Datos financieros*	2002	2003	2004	2005E	Cons.	2006P	Cons.
Tipos intervención	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,25 (2,06)	2,75	3,25 (2,88)	3,50
Zona euro	1,25 (1,67)	1,00 (1,10)	2,25 (1,40)	3,50 (2,63)	3,50	4,25 (4,13)	–
EEUU							
Tipos 3 meses	2,86 (3,26)	2,11 (2,26)	2,13 (2,08)	2,50 (2,23)	2,40	3,65 (3,18)	3,02
Zona euro	1,29 (1,72)	1,09 (1,14)	2,52 (1,56)	3,74 (2,93)	3,50	4,05 (4,15)	–
EEUU							
Bono 2 años	2,72 (3,62)	2,61 (2,46)	2,48 (2,48)	3,25 (2,83)	–	4,35 (3,93)	–
Zona euro	1,60 (2,55)	1,82 (1,64)	3,06 (2,36)	4,50 (3,59)	–	3,75 (3,99)	–
EEUU							
Bono 10 años	4,20 (4,77)	4,29 (4,09)	3,68 (4,06)	4,20 (4,05)	4,09	4,90 (4,60)	4,50
Zona euro	3,82 (4,53)	4,25 (3,99)	4,22 (4,25)	5,15 (4,60)	5,10	5,00 (4,18)	5,50
EEUU							
Tipo de cambio	1,05 (0,95)	1,26 (1,14)	1,36 (1,24)	1,23 (1,22)	1,339	1,15 (1,18)	1,336
Euro-dólar	2,75 (3,21)	2,00 (2,25)	2,00 (2,00)	2,25 (2,06)	2,75	3,25 (2,88)	3,50

(*) En paréntesis las cifras medias anuales.

Fuentes: Consensus Forecasts (junio de 2005), Eurozone Barometer (junio de 2005) y previsiones y estimaciones de Santander Investment Securities y previsiones 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/VC (x)	
		04E	05P	06P	BpA	04E	05P	06P	EBITDA	04E	05P	06P	FCpA	05P	06P	05P	06P
Francia (CAC 40)	921.340	16,0	14,5	12,9	15,0	7,4	7,5	6,9	9,5	10,4	9,1	8,6	10,2	2,8	3,1	2,4	2,2
Alemania (DAX 30)	622.920	16,5	14,4	12,8	25,1	6,4	6,3	5,6	7,1	8,3	8,2	7,3	7,3	2,7	3,1	2,2	1,9
Italia (MIB 30)	501.004	17,6	16,3	14,6	20,4	6,6	6,6	6,4	4,4	7,6	7,3	7,2	5,9	4,3	4,2	2,7	2,6
Portugal (PSI 20)	46.632	15,0	13,1	11,6	21,0	9,0	8,1	7,5	8,1	6,2	5,8	5,4	9,7	4,0	4,5	2,1	1,9
España (IBEX35)	426.631	16,5	15,3	13,3	14,5	9,2	7,9	7,6	4,7	9,2	8,2	7,5	5,0	3,3	3,6	3,3	2,9
DJ Stoxx 600	6.911.268	17,3	15,3	14,1	14,5	6,7	6,8	6,3	9,5	9,6	8,5	7,8	5,8	3,1	3,3	3,2	3,0
DJ Stoxx 50	2.945.023	16,0	14,1	13,1	14,3	7,9	7,9	7,4	8,2	11,3	10,2	9,6	9,1	3,3	3,5	3,0	2,7
DJ Euro Stoxx 50	1.991.894	15,6	13,6	12,5	16,8	6,5	6,6	6,2	6,9	9,0	8,2	7,8	8,7	3,5	3,7	2,5	2,3
P. Ibérica Bienes de capital	28.861	9,5	9,0	12,7	29,9	5,7	4,8	6,1	11,8	5,9	5,8	7,1	4,3	3,0	2,7	1,7	1,7
P. Ibérica Construcción	29.040	19,7	17,5	15,8	-15,2	10,6	9,6	8,8	13,2	11,8	10,5	9,3	-11,9	2,9	1,8	2,7	2,5
P. Ibérica B. de consumo	33.963	22,5	20,5	18,8	19,8	10,5	9,4	9,1	10,9	13,2	12,1	11,8	13,3	2,4	2,9	4,4	4,3
P. Ibérica Serv. consumidor	50.367	17,9	15,5	18,2	6,8	11,7	10,8	12,4	3,1	9,7	9,6	10,1	-1,5	2,1	1,8	2,8	2,9
P. Ibérica Financieras	161.089	16,9	13,2	12,0	21,6	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	3,2	3,8	2,0	2,0
P. Ibérica Petróleo y gas	52.568	18,9	16,2	13,9	11,5	7,5	7,6	7,2	6,6	8,1	8,1	7,2	5,2	2,2	2,4	2,4	2,1
P. Ibérica TMTs	133.298	48,3	37,2	27,8	49,1	17,6	14,9	13,1	14,6	23,2	16,1	15,4	19,0	1,4	1,5	9,3	7,8
P. Ibérica Utilities	56.688	15,9	14,4	14,4	6,7	8,5	7,0	7,5	2,6	6,4	7,2	8,0	11,1	3,9	3,9	2,9	3,8
Total P. Ibérica	545.873	19,9	16,7	15,8	15,9	13,6	12,1	12,4	8,1	15,1	14,2	14,4	6,1	2,6	2,7	2,9	2,8

Nota: Las TACC se calculan sobre 2003-06P.

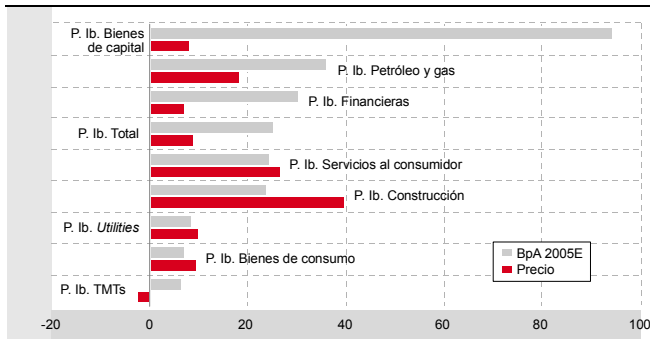
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Comportamiento de los mercados (%)

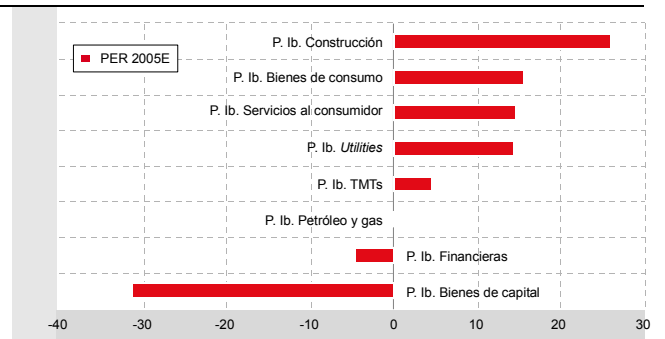
Index	Cierre	Últimos 12M			En el					En el	Desde 12M	
	15-julio	Máx.	Mín.	-1S	-1M	-3M	-6M	-12M	Trim.	Año	Máx.	Mín.
Francia (CAC 40)	4.387	4.389	3.452	1,5	3,9	11,1	13,2	21,5	3,7	14,8	-0,1	27,1
Alemania (DAX 30)	4.730	4.732	3.619	1,4	2,7	12,6	11,3	23,0	3,1	11,1	0,0	30,7
Italia (MIB 30)	33.362	33.417	26.185	1,1	1,9	7,2	5,9	20,8	3,1	6,9	-0,2	27,4
Portugal (PSI 20)	7.464	8.107	6.952	-0,4	-0,7	-3,6	-3,9	2,1	-0,6	-1,8	-7,9	7,4
España (IBEX35)	9.974	9.996	7.539	1,0	3,0	10,5	9,6	24,5	2,0	9,8	-0,2	32,3
DJ Stoxx 600	282	283	225	0,6	2,1	9,5	10,7	20,2	2,1	12,2	-0,4	25,1
DJ Stoxx 50	3.116	3.134	2.523	0,9	2,7	10,9	11,5	19,5	2,6	12,3	-0,6	23,5
DJ Euro Stoxx 50	3.289	3.292	2.560	1,3	3,5	11,6	11,0	21,2	3,4	11,4	-0,1	28,5
P. Ibérica Bienes de capital	ND	ND	ND	0,8	1,4	9,1	10,0	24,1	1,1	8,4	-9,7	32,0
P. Ibérica Construcción	ND	ND	ND	1,1	7,8	27,8	30,1	62,1	4,1	39,8	-2,4	72,6
P. Ibérica B. de consumo	ND	ND	ND	1,9	0,3	2,5	9,4	29,0	2,0	9,8	-6,8	36,1
P. Ibérica Serv. consumidor	ND	ND	ND	0,3	5,4	18,7	22,1	47,9	2,7	26,6	-5,3	55,5
P. Ibérica Financieras	ND	ND	ND	1,3	2,2	7,5	6,8	19,1	2,5	7,3	-2,4	27,9
P. Ibérica Petróleo y gas	ND	ND	ND	-0,7	8,6	17,0	18,4	29,6	5,4	18,3	-2,8	38,1
P. Ibérica TMTs	ND	ND	ND	ND	-1,7	1,3	-4,1	9,2	0,5	-2,7	-10,7	19,4
P. Ibérica Utilities	ND	ND	ND	-0,3	0,8	6,6	10,6	19,8	-3,3	10,2	-5,3	27,2
Total P. Ibérica	ND	ND	ND	ND	2,0	8,2	7,8	22,2	1,6	8,9	-5,8	31,1

Fuente: Bloomberg.

DJ Stoxx 600 – Variación en el año de los precios y estimaciones del BpA 2005E por sectores (%)

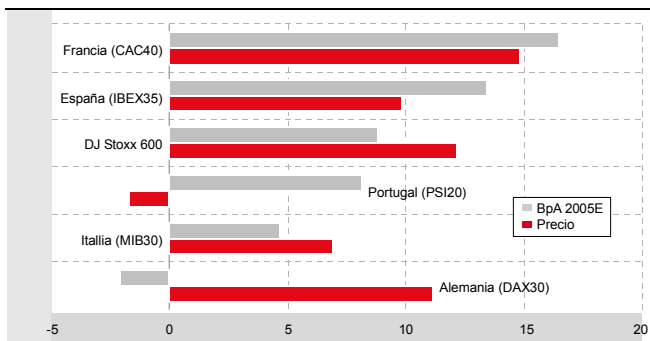


DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2005E por sectores (%)

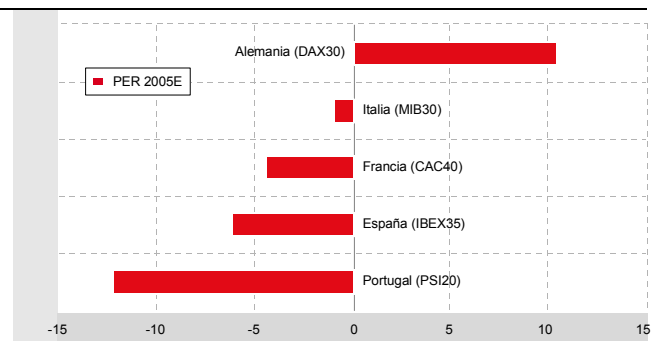


Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

DJ Stoxx 600 – Variación en el año de los precios y estimaciones del BpA 2005E por países (%)



DJ Stoxx 600 – Variación relativa en el PER 2005E por países (%)



Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

III. RECOMENDACIONES Y MÚLTIPLOS DE MERCADO

Compañía	País	Moneda	Precio 17/07/05	Cap. burs. (mn €)	Recomen SI Bolsa	Precio objet.	Potencial alcista (%)	Ponderación (%) IBEX 35	Psi 20	Comport. burs. (%)			PER (x)			TACC BpA 03-06P (%)	EV/EBITDA (x)			TACC EBITDA 03-06P (%)	P/FC (x)			TACC FCpA 03-06P (%)	RpD (%)		P/V (x)		Compañía	
										-1S	Trim.	Año	04	05E	06P		04	05E	06P		04	05E	06P		04	05E	06P	05E		06P
Acerinox	ES	EUR	11,3	2.935	Infracompr.	12,2	7,9	0,8		1,7	0,4	-4,2	9,8	7,8	15,5	15,3	5,9	4,6	7,5	16,4	5,8	5,5	8,4	12,3	3,0	3,0	1,4	1,4	Acerinox	
Arcelor	ES	EUR	16,8	10.767	Infracompr.	15,2	-10,9	1,7		2,1	4,2	-4,6	5,0	5,3	7,6	66,1	3,9	3,2	3,8	20,5	3,3	3,7	4,2	1,1	3,6	3,6	1,0	0,9	Arcelor	
Cementos Portland Cimpor	ES	EUR	66,3	1.844	Compr.	67,4	1,7			-4,5	1,8	38,0	15,9	14,6	13,4	-2,5	7,2	6,6	6,1	2,4	9,3	8,7	8,2	-0,8	2,5	2,7	2,0	1,8	Cementos Portland Cimpor	
Ence	POR	EUR	4,6	3.071	Mantener	4,9	7,2		3,6	0,2	-1,5	10,1	17,0	14,4	ND	ND	ND	ND	ND	ND	7,4	7,0	ND	ND	4,2	ND	2,7	ND	Ence	
Gamasa	ES	EUR	23,4	596	Compr.	28,0	19,7			4,3	4,7	3,9	22,5	6,6	6,6	29,7	15,0	7,2	6,0	19,7	7,5	4,5	4,4	14,1	3,2	3,6	1,3	1,1	Gamasa	
Tubacex	ES	EUR	11,3	2.754	Compr.	12,5	10,4	0,6		0,2	1,0	9,9	12,7	15,8	13,5	0,4	10,1	9,1	8,0	12,4	7,5	7,4	6,6	8,3	2,0	2,4	3,2	2,9	Tubacex	
Uralita	ES	EUR	3,1	415	Infracompr.	1,9	-39,1			-1,6	2,3	65,1	30,1	20,6	17,9	56,5	12,4	10,6	9,6	26,4	14,0	12,0	10,2	18,0	1,6	2,3	2,1	2,0	Uralita	
Zardoya Otis	ES	EUR	4,1	806	Compr.	4,7	14,0			-2,4	-5,3	9,4	18,6	19,6	17,0	-202,4	6,0	5,9	5,4	1,9	4,8	6,7	6,1	39,4	2,0	2,4	3,5	3,1	Zardoya Otis	
Bienes de capital			23,8	5.672	Infracompr.	19,6	-17,7			0,6	-2,1	38,9	36,2	36,4	33,0	3,9	26,1	23,7	21,6	10,1	35,9	33,1	30,4	6,1	3,0	2,7	36,1	32,9	Bienes de capital	
				28.861				3,0	3,6	0,8	1,1	8,4	9,5	9,0	12,7	29,9	5,7	4,8	6,1	11,8	5,9	5,8	7,1	4,3	3,0	2,7	1,7	1,7		
Acciona	ES	EUR	85,4	5.427	Compr.	82,0	-4,0	1,1		1,1	4,1	31,2	22,2	20,1	17,2	-45,5	10,0	8,7	8,1	25,9	14,2	9,9	8,4	-36,5	2,5	2,9	1,9	1,8	Acciona	
ACS	ES	EUR	23,8	8.402	Compr.	22,3	-6,3	2,2		0,3	2,9	41,7	18,2	15,6	13,8	17,3	8,9	7,9	7,0	7,9	14,3	11,1	10,4	-1,4	1,6	1,8	3,3	2,8	ACS	
FCC	ES	EUR	46,9	6.124	Mantener	-	NA	1,0		0,0	0,7	32,4	15,8	14,8	14,1	12,0	8,3	7,5	6,8	6,6	9,2	9,0	8,5	18,4	3,5	3,7	2,7	2,5	FCC	
Ferrovial	ES	EUR	57,6	8.072	Compr.	56,7	-1,5	1,7		2,6	8,0	46,4	23,5	21,1	19,0	7,9	15,0	14,3	13,2	16,7	12,6	12,9	10,8	6,4	1,2	1,4	3,3	3,0	Ferrovial	
OHL	ES	EUR	11,3	1.015	En rev.	-	NA			3,7	5,0	80,0	25,0	17,8	16,2	8,9	8,2	6,9	6,5	17,5	5,8	6,2	9,3	15,2	1,4	1,5	3,3	2,4	OHL	
Construcción				29.404				6,0	0,0	1,1	4,1	39,8	19,7	17,5	15,8	-15,2	10,6	9,6	8,8	13,2	11,8	10,5	9,3	-11,9	2,9	1,8	2,7	2,5	Construcción	
Aldeasa	ES	EUR	36,6	768	Infracompr.	34,5	-5,7			1,6	0,2	17,6	23,0	20,6	19,6	11,2	10,5	9,8	8,7	8,7	14,3	12,7	11,7	10,7	3,1	3,1	3,1	3,7	3,4	Aldeasa
Altadis	ES	EUR	34,4	9.751	Infracompr.	30,7	-10,8	2,5		0,0	-0,7	2,2	19,6	17,1	15,1	31,1	9,8	8,7	8,1	7,1	12,1	11,1	10,0	21,4	2,9	3,3	6,4	6,2	Altadis	
Barón de Ley	ES	EUR	39,0	301	Infracompr.	34,4	-11,8			2,6	2,6	2,6	13,9	17,1	16,8	-5,7	9,1	8,5	7,9	3,7	9,0	10,9	10,5	-0,7	0,0	0,0	1,7	1,6	Barón de Ley	
Cortefiel	ES	EUR	18,1	1.418	En rev.	-	NA			-4,4	-4,2	55,8	22,5	17,1	15,1	46,3	10,4	8,5	7,5	27,4	12,3	10,0	8,9	25,5	2,3	2,5	3,4	3,0	Cortefiel	
Ebro Puleva	ES	EUR	15,2	2.336	Compr.	15,9	4,7			1,6	3,3	44,6	19,3	16,4	13,5	19,9	9,4	9,6	8,1	14,4	9,5	7,6	7,5	13,3	2,3	2,5	2,1	1,9	Ebro Puleva	
Faes	ES	EUR	17,0	945	Infracompr.	11,5	-32,3			-2,4	6,2	40,5	32,2	42,0	39,5	12,3	26,4	27,4	26,6	-4,1	19,6	24,0	23,1	-3,8	0,0	0,0	6,1	5,7	Faes	
Índitex	ES	EUR	22,3	13.869	Compr.	27,9	25,2	2,2		5,2	4,6	2,5	21,7	19,5	16,8	22,7	10,9	9,6	8,1	23,0	13,9	12,9	11,0	22,1	3,0	4,3	4,8	4,2	Índitex	
Jerónimo Martins	POR	EUR	12,2	1.535	Infracompr.	11,6	-4,9	1,8		1,3	3,0	25,8	20,1	20,7	ND	ND	ND	ND	ND	ND	7,2	7,1	ND	ND	1,9	ND	4,5	ND	Jerónimo Martins	
Sos Cuétara	ES	EUR	10,2	1.395	Infracompr.	6,0	-40,9			-2,4	-3,7	33,4	8,6	7,5	6,2	26,7	20,1	15,6	13,4	23,7	4,4	3,9	3,5	3,6	1,0	1,0	0,8	0,7	Sos Cuétara	
Viscofán	ES	EUR	8,0	390	Infracompr.	8,0	0,1			-0,5	1,1	7,2	36,4	52,2	41,6	-14,5	9,3	8,3	7,1	1,4	16,3	15,3	14,9	-6,9	0,8	1,0	1,5	1,4	Viscofán	
Zelitia	ES	EUR	5,9	1.254	Infracompr.	4,7	-21,6			-0,5	5,9	15,1	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	0,0	0,0	3,9	0,0	Zelitia	
Bienes de consumo				33.963				4,7	1,8	1,9	2,0	9,8	22,5	20,5	18,8	19,8	10,5	9,4	9,1	10,9	13,2	12,1	11,8	13,3	2,4	2,9	4,4	4,3	Bienes de consumo	
NH Hoteles	ES	EUR	11,7	1.397	Compr.	12,1	3,5			-0,7	3,0	19,8	33,1	34,3	17,0	17,3	11,7	12,5	9,5	12,7	13,5	11,8	9,0	-0,3	1,5	2,9	2,2	2,0	NH Hoteles	
Sol Meliá	ES	EUR	11,3	2.090	Compr.	10,4	-8,5			2,0	18,1	54,9	34,8	18,0	14,2	56,7	13,2	11,2	9,2	8,5	11,0	8,0	7,1	16,0	0,9	1,1	2,4	2,1	Sol Meliá	
TelePizza	ES	EUR	1,7	380	Infracompr.	1,4	-20,6			1,2	2,4	13,3	19,7	17,4	16,8	-218,3	9,1	8,3	7,7	4,4	8,8	9,5	9,3	71,2	2,6	2,8	4,4	3,8	TelePizza	
Amadeus	ES	EUR	7,4	4.354	Infracompr.	7,4	0,0			0,0	1,7	2,9	22,4	21,6	18,2	-14,6	7,6	7,3	6,1	3,8	10,4	10,1	9,4	0,6	1,4	1,6	4,0	3,5	Amadeus	
Iberia	ES	EUR	2,5	2.320	Mantener	2,9	15,9	0,6		3,8	3,8	5,5	10,5	4,7	22,9	-17,5	11,5	14,0	15,9	-4,3	5,7	4,5	8,3	-9,1	10,2	2,0	1,2	2,2	Iberia	
Logista	ES	EUR	43,1	1.970	Compr.	47,0	9,0			1,9	2,3	8,0	22,0	20,3	17,5	12,8	14,2	9,2	8,1	17,7	12,8	11,8	10,6	25,4	2,5	2,9	4,1	3,6	Logista	
Abertis	ES	EUR	21,1	12.176	Infracompr.	18,2	-13,7	3,0		-0,6	5,1	36,7	13,7	ND	ND	ND	12,6	11,9	11,4	10,1	11,5	ND	ND	ND	2,7	3,0	3,2	ND	Abertis	
Brisa	POR	EUR	6,3	3.777	Compr.	7,5	19,0	7,9		-2,0	-2,9	-6,7	18,8	18,8	ND	ND	ND	ND	ND	ND	11,7	11,2	ND	ND	4,0	ND	2,5	ND	Brisa	
Inm. Colonial	ES	EUR	42,9	2.403	Compr.	41,0	-4,4			-0,7	-2,5	44,9	20,2	15,9	15,8	20,7	17,8	14,6	14,6	30,8	7,0	10,4	10,3	27,8	2,5	2,7	2,8	2,5	Inm. Colonial	
Inm. Urbis	ES	EUR	16,5	2.105	Infracompr.	12,5	-24,2			-0,9	6,2	54,5	23,0	17,1	15,0	24,2	17,0	15,0	14,2	21,0	12,6	26,3	13,3	2,9	1,9	2,2	2,7	2,4	Inm. Urbis	
Metrovacesa	ES	EUR	49,0	4.985	Infracompr.	39,5	-19,3	1,3		2,8	0,5	64,4	14,9	12,9	12,2	13,6	22,1	21,9	20,3	14,0	18,7	11,1	10,6	-1,3	1,9	2,2	3,8	3,1	Metrovacesa	
Sacry Vallehermoso	ES	EUR	19,7	5.396	Mantener	En rev.	NS	1,1		0,8	0,9	66,9	13,9	11,7	16,0	-3,2	17,7	16,1	15,0	17,5	6,8	7,6	9,0	-15,0	2,1	1,6	2,1	1,9	Sacry Vallehermoso	
Abengoa	ES	EUR	10,5	945	Compr.	9,6	-8,1			2,2	8,9	43,7	18,3	16,7	13,3	14,9	7,0	6,5	5,3	10,5	7,6	5,8	5,2	15,3	1,3	1,3	2,3	2,0	Abengoa	
Agua Barcelona	ES	EUR	17,9	2.647	Compr.	17,5	-2,2			-1,9	0,4	16,4	13,2	14,6	13,4	-0,2	9,2	7,5	6,9	7,7	7,7	16,5	7,1	0,9	2,0	2,1	1,9	1,7	Agua Barcelona	
Prosegur	ES	EUR	18,5	1.142	Compr.	20,0	8,1			3,1	6,0	27,8	55,4	18,2	15,5	17,6	9,4	8,3	7,1	11,2	15,6	9,0	8,1	11,6	91,9	107,9	4,0	3,4	Prosegur	
Sonae SGPS	POR	EUR	1,1	2.280	Compr.	1,5	31,6																							

IV. MONITOR DE LA TENDENCIA

Comportamiento bursátil 1M (%)			
10 mejores		10 peores	
Sol Meliá	23,7	Prisa	-2,1
Inm. Urbis	14,6	Inm. Colonial	-2,1
Ferrovial	13,1	TEM	-2,8
Cementos Portl.	12,1	Uralita	-3,5
OHL	11,2	Sogecable	-3,7
Abertis	11,2	Banesto	-3,8
Acciona	8,8	Acerinox	-4,6
Indra	8,1	Sos Cuétara	-5,8
Abengoa	7,7	Zeltia	-7,9
ACS	7,3	Jazztel	-11,4

Comportamiento desde máximo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Grupo Santander	-0,3	Sogecable	-13,2
Bankinter	-0,4	EDP	-13,3
Terra Lycos	-0,7	Arcelor	-13,4
Ebro Puleva	-0,7	Brisa	-13,8
Prosegur	-0,9	PT Multimédia	-15,9
Sacyr Valleherm.	-1,1	TEM	-16,6
Sol Meliá	-1,2	Zeltia	-17,4
Acciona	-1,3	Acerinox	-18,3
CF Alba	-1,4	Portugal Telecom	-19,2
Antena 3	-1,5	Jazztel	-34,7

Recomendaciones consenso 3M*			
10 mejores		10 peores	
Metrovacesa	2,9	Prisa	1,5
B. Valencia	2,8	Inditex	1,5
Jazztel	2,8	Ferrovial	1,5
OHL	2,8	Telefónica	1,5
B. Guipuzcoano	2,8	Tubacex	1,3
Faes	2,8	B. Pastor	1,3
Sos Cuétara	2,7	PT Multimédia	1,3
Inm. Colonial	2,7	Arcelor	1,3
Abertis	2,6	Cementos Portland	1,3
Aldeasa	2,6	Sonae SGPS	1,0

BpA Consenso/BpA S,I, Bolsa 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Jerónimo Martins	40,8	Sacyr-Valleherm	-22,3
Logista	29,8	Aguas Barcelona	-22,4
OHL	29,0	Ence	-27,7
Repsol YPF	27,2	Jazztel	-29,1
NH Hoteles	26,1	Sol Meliá	-34,3
Tubacex	24,4	PT Multimédia	-38,8
Gamesa	22,7	Iberia	-49,5
Corp. Mapfre	21,2	Sos Cuétara	-69,2
Uralita	19,9	Terra Lycos	-80,6
Arcelor	15,8	Sogecable	-116,9

(*) 1=Comprar, 2=Mantener, 3=Infraponderar,
Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa,

Comportamiento bursátil 3M (%)			
10 mejores		10 peores	
Sacyr-Valleherm	52,7	BES	-2,4
Inm. Urbis	40,4	Inditex	-2,6
Metrovacesa	34,5	TEM	-3,4
OHL	33,6	Sonae SGPS	-4,2
Ferrovial	33,2	Acerinox	-5,0
Cortefiel	32,1	Banesto	-5,0
Acciona	29,9	EDP	-5,0
Zardoya Otis	29,1	PT Multimédia	-8,7
Cementos Portland	27,5	Zeltia	-10,6
Sol Meliá	27,4	Portugal Telecom	-11,2

Comportamiento desde mínimo 12M (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	354,2	Cimpor	12,8
Cortefiel	110,8	Sogecable	11,4
Tubacex	98,7	Ence	10,2
OHL	92,9	Telefónica Móviles	10,1
Inm. Colonial	91,5	Brisa	9,6
Sacyr-Valleherm	88,1	Acerinox	5,9
Inm. Urbis	82,3	Portugal Telecom	4,9
Metrovacesa	82,3	PT Multimédia	4,5
Sos Cuétara	79,8	EDP	2,0
ACS	79,6	BES	1,0

Recomendaciones positivas-negativas 3M (x)			
10 mejores		10 peores	
Telefónica	23,0	Inm. Colonial	0,0
Arcelor	19,0	Abertis	0,0
Inditex	9,0	Sos Cuétara	0,0
Prisa	8,0	OHL	0,0
EDP	8,0	Aldeasa	0,0
B. Pastor	8,0	Metrovacesa	0,0
Ferrovial	6,5	Faes	0,0
BBVA	5,7	B. Valencia	0,0
Enagás	5,5	B. Guipuzcoano	0,0
Tubacex	5,0	Jazztel	0,0

Acciones más recomendadas (% de compra)			
10 mejores		10 peores	
Sonae SGPS	100,0	Inm. Colonial	0,0
B. Pastor	88,9	Abertis	0,0
Arcelor	86,4	Sos Cuétara	0,0
Tubacex	83,3	OHL	0,0
PT Multimédia	80,0	Aldeasa	0,0
Cem Portland	75,0	Metrovacesa	0,0
Sogecable	73,3	Faes	0,0
Ferrovial	68,4	B. Valencia	0,0
Telefónica	67,6	B. Guipuzcoano	0,0
Corp. Mapfre	66,7	Jazztel	0,0



V. MONITOR DEL VALOR

PER 2005E (x)			
10 mejores		10 peores	
Viscofán	52,2	B. Guipuzcoano	11,7
Faes	39,4	Sacyr Valleherm.	11,5
Zardoya Otis	36,5	Repsol YPF	11,2
NH Hoteles	34,0	Sos Cuétara	7,8
CF Alba	28,9	Acerinox	7,8
B. Valencia	27,7	Ence	6,3
Indra	26,1	BBVA	5,2
Prisa	23,3	Arcelor	5,2
Amadeus	21,4	Iberia	4,5
TPI	21,3	Jazztel	-8,0

RpD 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Prosegur	91,9	B. Valencia	0,8
Iberia	10,2	Prisa	0,6
PT Multimédia	7,0	CF Alba	0,3
Portugal Telecom	6,8	Faes	0,0
BPI	5,5	Jazztel	0,0
EDP	4,9	Zeltia	0,0
TPI	4,7	Barón de Ley	0,0
Cimpor	4,2	Sogecable	0,0
Iberdrola	4,2	Sonae SGPS	0,0
Endesa	4,1	Terra Lycos	0,0

P/FC 2005E (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	33,1	Abengoa	5,8
Inm. Urbis	26,3	Repsol YPF	5,5
Faes	24,0	Acerinox	5,5
Indra	20,3	Portugal Telecom	4,8
Telecinco	17,3	Endesa	4,7
Terra Lycos	17,3	Sonae SGPS	4,6
Aguas Barc.	16,5	EDP	4,5
Antena 3	16,4	Ence	4,5
Iberdrola	16,0	Iberia	4,5
Viscofán	15,3	Sos Cuétara	3,9

P/VC 2005E (x)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	36,1	PT Multimédia	1,7
TPI	10,9	BES	1,5
Jazztel	9,7	Viscofán	1,5
Telecinco	8,7	Acerinox	1,4
Sogecable	8,1	Ence	1,3
Antena 3	6,9	Iberia	1,2
Altadis	6,4	EDP	1,0
Indra	6,2	Arcelor	1,0
Faes	6,1	Terra Lycos	0,9
Telefónica Móviles	5,9	Sos Cuétara	0,8

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Revisiones del BpA 2005E en el año (%)			
10 mejores		10 peores	
Arcelor	153,2	Aguas Barcelona	-10,4
Antena 3	114,3	Altadis	-12,5
Inm. Colonial	78,6	Endesa	-12,9
CF Alba	67,3	Portugal Telecom	-14,0
Cortefiel	66,3	Ence	-21,9
Tubacex	61,8	Cimpor	-23,0
PT Multimédia	58,4	Faes	-29,2
Repsol YPF	51,2	NH Hoteles	-29,4
Inm. Urbis	50,6	Viscofán	-49,8
Acerinox	40,4	Sogecable	-91,2

FCpA/DpA 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Sos Cuétara	26,1	Iberia	2,2
Sol Meliá	14,1	CF Alba	2,0
Abengoa	12,9	PT Multimédia	2,0
Prisa	11,8	Inm. Urbis	2,0
OHL	11,5	Telecinco	1,6
Viscofán	8,3	Indra	1,5
Arcelor	7,7	Iberdrola	1,5
Uralita	7,3	TPI	1,5
Jerónimo Martins	7,3	Zardoya Otis	1,1
Amadeus	7,3	Prosegur	0,1

Deuda/recursos propios 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Telefónica Móv.	307,5	Antena 3	-16,8
REE	292,6	Inditex	-18,4
Inm. Colonial	252,2	CF Alba	-21,1
Metrovacesa	246,1	Logista	-22,9
Sacyr-Valleherm	245,4	Jazztel	-23,1
Sogecable	242,0	Indra	-25,1
OHL	237,0	Amadeus	-25,7
Sonae SGPS	225,1	Aldeasa	-28,7
Brisa	189,1	Telecinco	-61,4
Ferrovial	150,5	Iberia	-69,0

ROE 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Zardoya Otis	103,8	Acciona	9,5
TPI	52,6	EDP	8,4
Telecinco	51,9	CF Alba	8,2
Antena 3	45,3	NH Hoteles	6,4
Telefónica Móviles	38,0	Viscofán	6,0
Altadis	37,7	Sogecable	4,1
Metrovacesa	33,3	Sonae SGPS	1,1
Iberdrola	31,9	Terra Lycos	-0,6
Iberia	28,4	Zeltia	-5,7
TelePizza	26,9	Jazztel	-75,2

VI, MONITOR DEL CRECIMIENTO

TACC BpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Bankinter	94,8	Gamesa	0,4
Arcelor	66,1	Aguas Barcelona	-0,2
PT Multimédia	59,5	Faes	-2,3
Portugal Telecom	59,0	Cementos Portl.	-2,5
Sol Meliá	56,7	Sacyr-Valleherm	-3,2
Tubacex	56,5	Barón de Ley	-5,7
Prisa	48,0	Jazztel	-10,3
Cortefiel	46,3	Viscofán	-14,5
Altadis	31,1	Iberia	-17,5
Ence	29,7	Acciona	-45,5

TACC DpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
PT Multimédia	110,8	Corp. Mapfre	6,0
Telecinco	93,9	B. Valencia	5,6
Sol Meliá	44,2	Aguas Barcelona	5,0
Inditex	40,3	Cementos Portland	3,6
Indra	35,7	Gamesa	0,4
Cortefiel	32,8	Abengoa	0,0
Amadeus	26,0	Sacyr-Valleherm	-3,2
Inm. Urbis	24,2	Metrovacesa	-6,8
Portugal Telecom	21,9	Uralita	-7,2
Logista	20,8	Viscofán	-15,4

TACC EBITDA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Jazztel	60,3	Endesa	6,2
Antena 3	42,2	Portugal Telecom	6,2
Sogecable	37,5	Repsol YPF	4,5
Inm. Colonial	30,8	TelePizza	4,4
Cortefiel	27,4	Amadeus	3,8
Tubacex	26,4	Barón de Ley	3,7
Acciona	25,9	Cem Portland	2,4
Telecinco	25,4	Uralita	1,9
Sos Cuétara	23,7	Viscofán	1,4
Inditex	23,0	Faes	-4,1

TACC ingresos 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Inm. Colonial	31,6	Repsol YPF	3,1
Bankinter	21,2	Viscofán	2,9
Jazztel	20,5	Cementos Portland	2,3
Logista	20,4	PT Multimédia	2,0
Inditex	19,7	TelePizza	1,2
Telefónica Móviles	18,5	Zeltia	1,2
Telefónica	18,5	Endesa	1,0
Gamesa	18,2	Faes	0,8
Tubacex	16,8	Enagás	-4,0
Grupo Santander	16,3	Uralita	-8,2

Fuentes: Bloomberg, JCF y Santander Investment Bolsa.

Margen neto 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Abertis	41,1	Sos Cuétara	3,2
Brisa	35,0	Abengoa	3,1
B. Popular	32,3	Corp. Mapfre	2,9
Metrovacesa	31,6	OHL	2,3
BBVA	31,0	Jerónimo Martins	1,9
Telecinco	30,0	Sogecable	1,2
B. Valencia	29,8	Sonae SGPS	0,1
Bankinter	29,2	Terra Lycos	-1,4
Banesto	28,4	Zeltia	-22,3
B. Sabadell	27,9	Jazztel	-48,2

TACC FCpA 2003-06P (%)			
10 mejores		10 peores	
Jerónimo Martins	71,2	NH Hoteles	-0,3
Endesa	63,6	Barón de Ley	-0,7
Terra Lycos	56,9	Cementos Portland	-0,8
Uralita	39,4	Metrovacesa	-1,3
Inm. Colonial	27,8	ACS	-1,4
Cortefiel	25,5	Faes	-3,8
Logista	25,4	Viscofán	-6,9
PT Multimédia	24,0	Iberia	-9,1
Telecinco	23,7	Sacyr-Valleherm.	-15,0
Inditex	22,1	Acciona	-36,5

Margen EBITDA 2005E (%)			
10 mejores		10 peores	
Brisa	83,8	OHL	11,8
Abertis	72,9	Sonae SGPS	11,2
REE	50,7	Aldeasa	10,7
Telecinco	44,5	Terra Lycos	10,2
Barón de Ley	44,0	Sos Cuétara	8,9
Telefónica	43,1	ACS	8,7
Inm. Colonial	42,0	Jerónimo Martins	8,3
Portugal Telecom	40,7	Iberia	6,2
Cimpor	39,1	Zeltia	-3,6
Telefónica Móviles	38,8	Jazztel	-25,8

Potencial hasta el precio objetivo de S,I, Bolsa (%)			
10 mejores		10 peores	
Sogecable	42,8	Telecinco	-18,2
Sonae SGPS	31,6	Metrovacesa	-19,3
Portugal Telecom	28,8	TelePizza	-20,6
BES	26,1	Zeltia	-21,6
Inditex	25,2	Inm. Urbis	-24,2
Ence	19,7	Jazztel	-31,2
BCP	19,6	Faes	-32,3
Brisa	19,0	B. Valencia	-38,7
TEM	18,5	Tubacex	-39,1
EDP	17,8	Sos Cuétara	-40,9

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: Ence, ACS FCC, Ferrovial, Ebro Puleva, Sos Cuétara, Zeltia, NH Hoteles, Sacyr-Vallehermoso, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Portugal Telecom, Sogecable, Antena 3, Recoletos, Telecinco and Iberdrola.

Santander Investment Bolsa ha recibido ingresos de las siguientes compañías en los últimos 12 meses por servicios de banca de inversión: Arcelor, Azkoyen, Cimpor, Ence, Tubacex, Uralita, Acciona, ACS, FCC, Ferrovial, Adolfo Domínguez, Altadis, Campofrío, Ebro Puleva, Faes, Inditex, Viscofán, Zeltia, NH Hoteles, TelePizza, Amadeus, Iberia, Brisa, Metrovacesa, Sacyr-Vallehermoso, Aguas de Barcelona, Bankinter, Grupo Santander, Corporación Mapfre, Enagás, Repsol YPF, Telefónica, Telefónica Móviles, Portugal Telecom, Jazztel, TPI, Sogecable, Antena 3, Recoletos, Telecinco, Endesa, Iberdrola, REE and Unión Fenosa.

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: Arcelor, Ence, Cintra and Telecinco.

Grupo Santander o sus filiales poseen el 1% o más de cualquier clase de valores de: Banco Popular, Ferrovial, Amadeus, Logista, Inmobiliaria Urbis, Banesto, BBVA, Cepsa, Telefónica, Antena 3, Endesa, Iberdrola and Unión Fenosa.

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. 2005. Reservados todos los derechos,



