

Valoración de Activos de Renta Variable

Carlos Ruíz Sánchez

renta4

Valoración de Activos

- Considera que los títulos que cotizan tienen un valor intrínseco y el precio de mercado debe tender a ese precio intrínseco.
- **Hipótesis básica** : el mercado no es eficiente a corto plazo, aunque sí a largo plazo.

Valoración de Activos

La obtención de un precio objetivo o valor intrínseco.

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{Q_i}{(1+k)^i} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

donde:

- Q_i : flujos de caja que puede generar el activo en el futuro.
- P_n : precio de venta del activo.
- k : tipo de interés de descuento

Si mercado eficiente el precio de venta coincide en ese momento con el valor teórico

Valoración de Activos

DIVIDENDOS CONSTANTES

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+k)^i} = \frac{D}{k}$$

DIVIDENDOS CRECIENTES A UNA TASA CONSTANTE

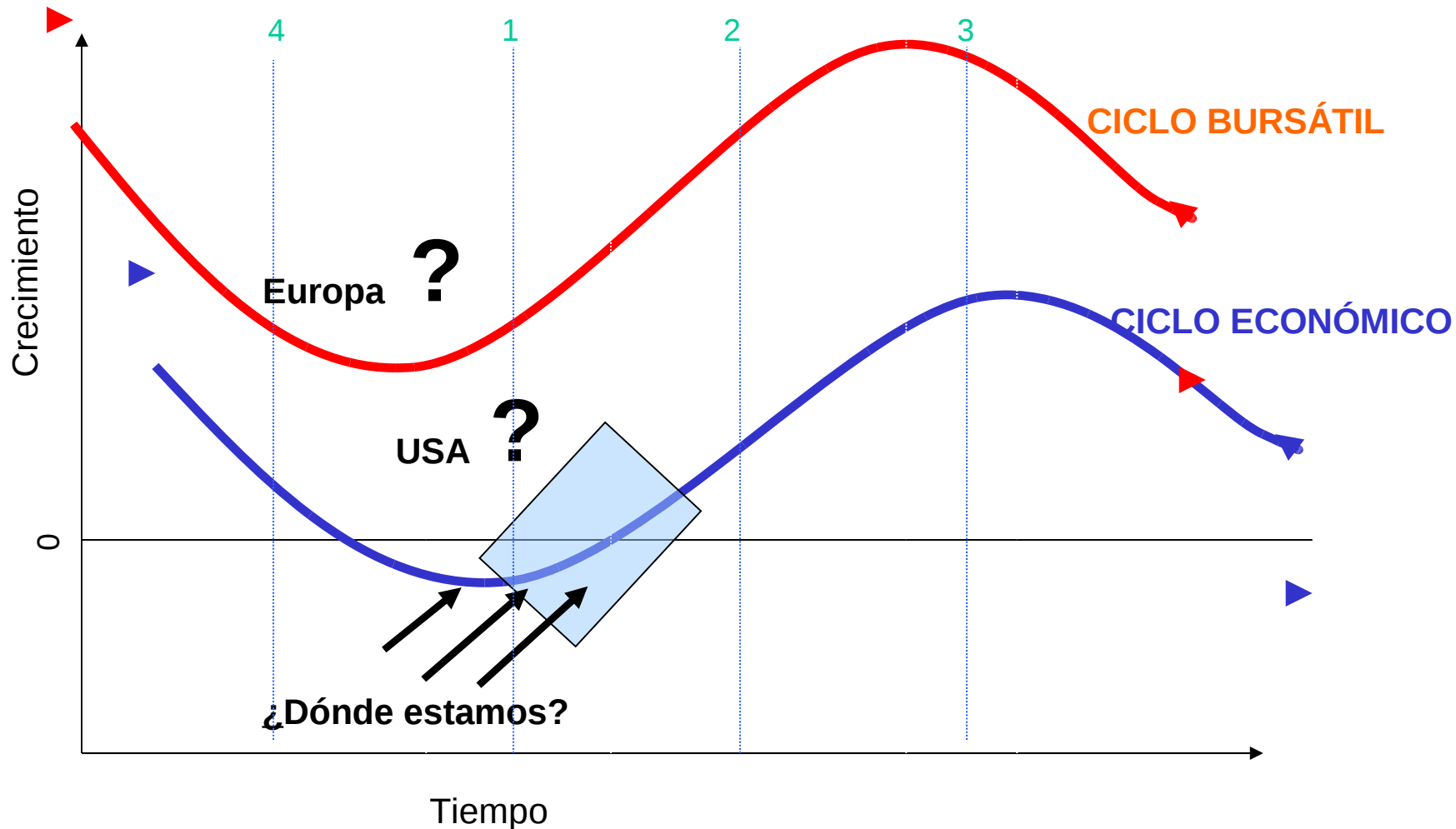
$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_1(1+g)^{i-1}}{(1+k)^i} = \frac{D_1}{k-g}$$

P= Valor intrínseco (esperado) o teórico de las acciones

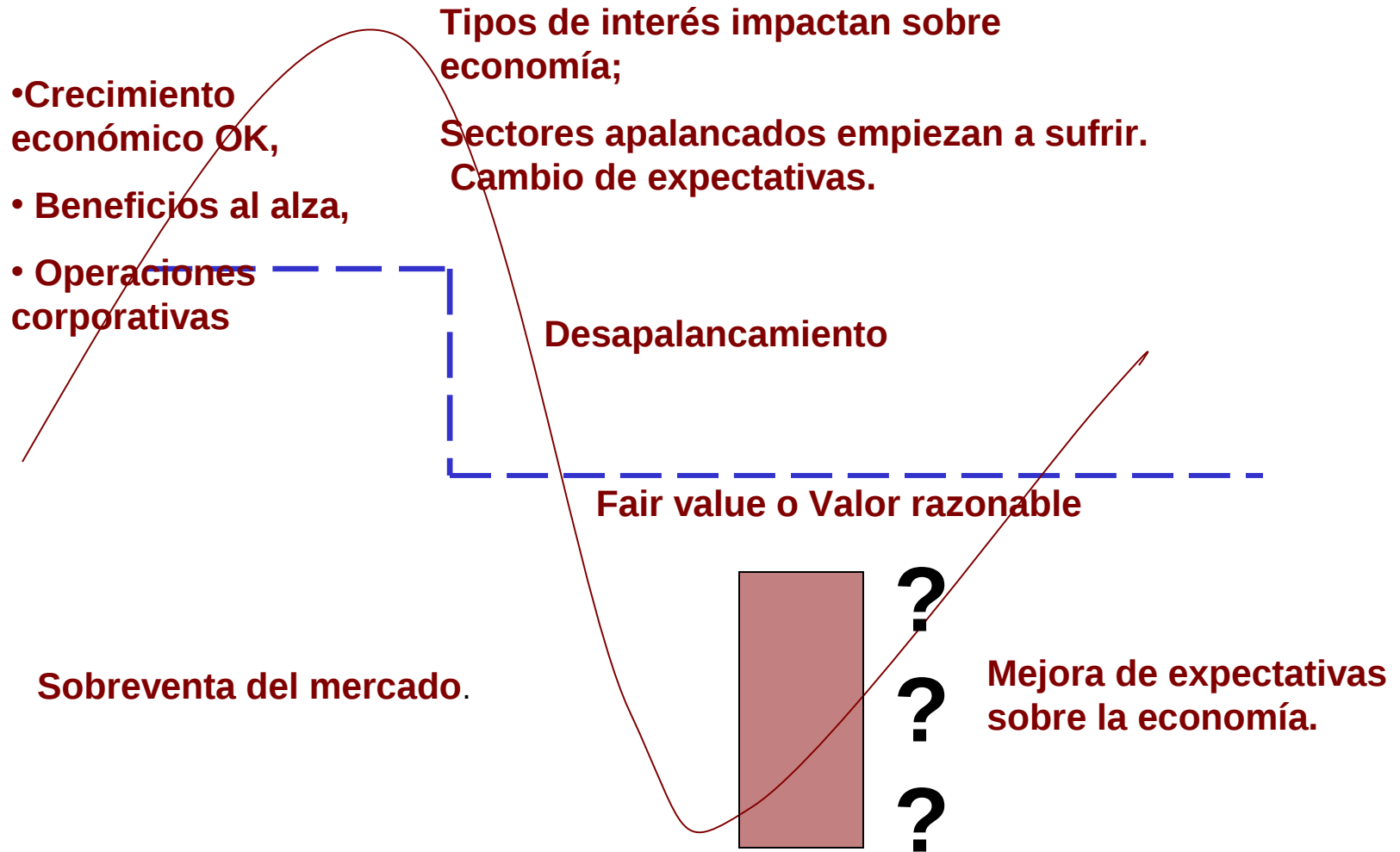
D= Dividendo esperado al principio del año j

K= Tasa de retorno requerida por los inversores

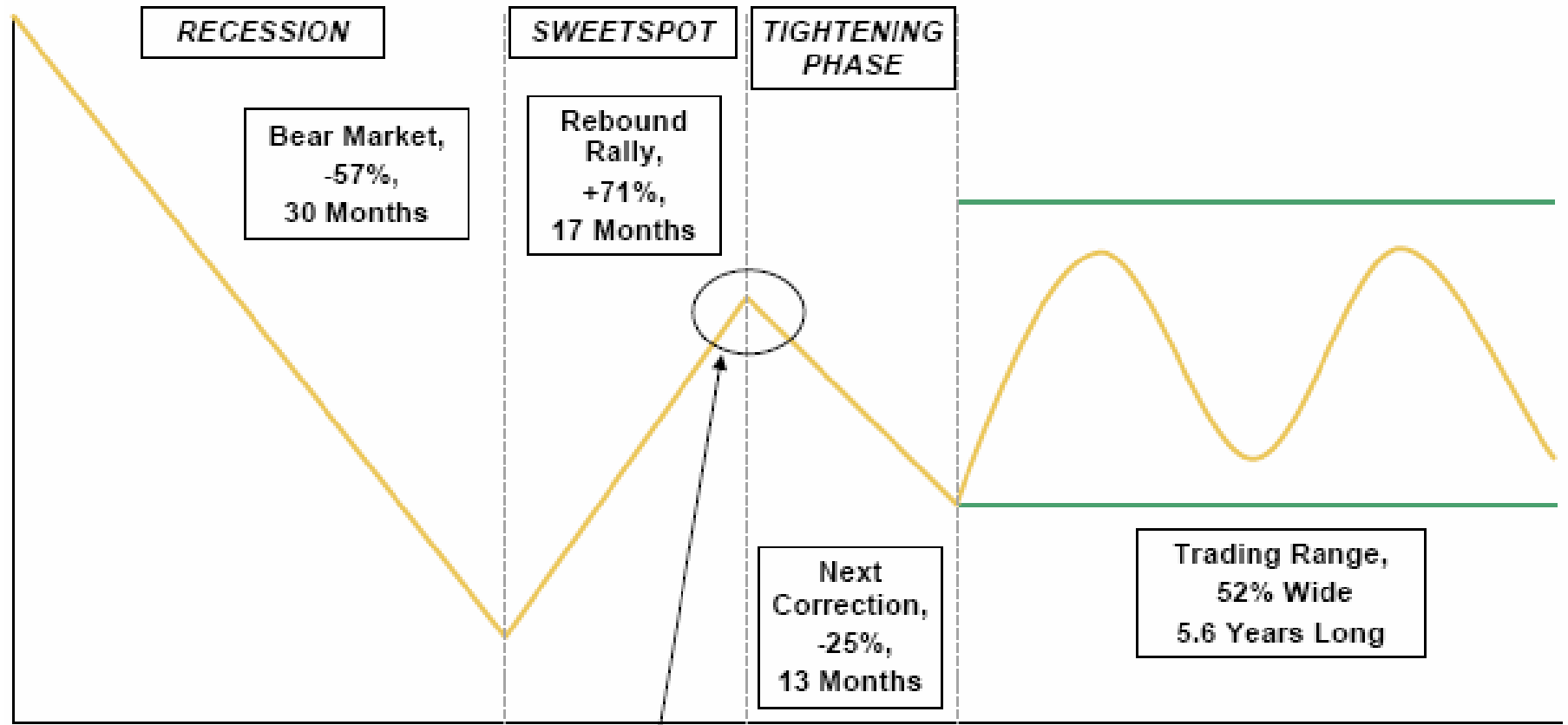
Ciclo económico – ciclo bursátil



Tesis de inversión: ¿Dónde estamos?



El proceso de reevaluación de los activos a la nueva normalidad: una banda amplia de mercado para encontrar el nuevo valor de los activos



Currently we are around the end of the rebound rally, and the start of the tightening phase. MSCI Europe is up 61% in 10 months.

Note: Chart represents the typical secular bear market based on our sample of 19 such bear markets. See *The Aftermath Of Secular Bear Markets* from 10 August 2009 for more detail. Source: Morgan Stanley Research

Nivel objetivo Ibex: Análisis Top Down

Hipótesis:

Tipo de interés sin riesgo = 4,25%

Prima de riesgo = 4,5%

PIB nominal = 0,5% (PIB real -0,6% + Inflación 1,1%)

• Definimos 3 escenarios, en función de la evolución esperada del BPA 2010/09:

IBEX ACTUAL		OBJETIVO 2010		
11.100		OPTIMISTA	BASE	PESIMISTA
Escenario:		OPTIMISTA	BASE	PESIMISTA
Var BPA 2010		25%	15%	-15%
IBEX-35:		14.712	13.535	10.004
BPA(*)		1.214	1.117	825
TIPO DE INTERÉS(%):		4,25%	4,25%	4,25%
PRIMA DE RIESGO(%):		4,50%	4,50%	4,50%
PIB NOMINAL (%):		0,50%	0,50%	0,50%
Descuento		33%	22%	-10%

Explicación:

BPA(*) en puntos de Ibex

TIPO DE INTERÉS(%): TIR 10 años

PRIMA DE RIESGO(%): media histórica

PIB NOMINAL (%): real+inflación

Fuente: Renta 4

Nivel objetivo Ibox: Análisis Top

Down PIB nominal

		-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
TIPOS DE INTERÉS	5,00%	10.635	11.167	11.754	12.407	13.137	13.958	14.889
	4,75%	10.894	11.453	12.072	12.762	13.535	14.408	15.402
	4,50%	11.167	11.754	12.407	13.137	13.958	14.889	15.952
	4,25%	11.453	12.072	12.762	13.535	14.408	15.402	16.543
	4,00%	11.754	12.407	13.137	13.958	14.889	15.952	17.179
	3,75%	12.072	12.762	13.535	14.408	15.402	16.543	17.866
	3,50%	12.407	13.137	13.958	14.889	15.952	17.179	18.611

PIB nominal

		-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
TIPOS DE INTERÉS	5,00%	-4%	1%	6%	12%	18%	26%	34%
	4,75%	-2%	3%	9%	15%	22%	30%	39%
	4,50%	1%	6%	12%	18%	26%	34%	44%
	4,25%	3%	9%	15%	22%	30%	39%	49%
	4,00%	6%	12%	18%	26%	34%	44%	55%
	3,75%	9%	15%	22%	30%	39%	49%	61%
	3,50%	12%	18%	26%	34%	44%	55%	68%

Tipos de análisis: MULTIPLOS COMPARABLES

El análisis bursátil mediante ratios financieros básicos es un método cuyo fin no es el cálculo del valor absoluto, sino la comparación de empresas.

PER (Price to Earnings Ratio)

→ Es el valor de Mercado de la empresa dividido por sus beneficios.

RPD (Rentabilidad por dividendo)

→ Dividendo por acción dividido por el valor de la acción

PCF (Price to Cash Flow)

→ Precio de la acción / Cash Flow Operativo

PB (Price to Book ó Precio/Valor Contable)

→ Valor de mercado de la empresa / Valor contable

ROE (Return on Equity)

→ Rentabilidad sobre recursos propios

COMPARATIVA SECTORIAL: Sector Banca

Compañía	País	Precio*	Precio Objetivo	Potencial Revaloriz.	Recomendación
<u>KBC GROEP NV</u>		35,45	35,43	-0,06%	Mantener
<u>DEXIA</u>		4,45	6,13	37,81%	Mantener
<u>ING GROEP N.V.</u>		7,39	8,3	12,25%	Sobreponderar
<u>UNIONE DI BANCHE ITALIANE SCPA</u>		9,58	10,93	14,03%	Mantener
<u>BANCA POPOLARE DI MILANO</u>		4,76	5,72	20,10%	Mantener
<u>BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA</u>		1,18	1,36	15,06%	Mantener
<u>BANCO POPOLARE SCARL</u>		5,04	6,25	24,01%	Mantener
<u>BANCO ESPIRITO SANTO SA</u>		4,1	5,66	38,22%	Sobreponderar
<u>BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA</u>		0,81	0,96	19,11%	Mantener
<u>SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN</u>		45,38	45,68	0,66%	Mantener
<u>NORDEA BANK AB</u>		73,8	72,09	-2,31%	Mantener
<u>SVENSKA HANDELSBANKEN AB</u>		206,3	200,24	-2,94%	Mantener
<u>AMERICAN EXPRESS COMPANY</u>		40,11	45,16	12,59%	Sobreponderar
<u>BANK OF AMERICA CORP</u>		17,12	21,4	25,00%	Sobreponderar
<u>US BANCORP</u>		25,47	27,85	9,34%	Mantener
<u>THE BANK OF NEW YORK MELLON CORP</u>		29,67	34,34	15,74%	Sobreponderar
<u>STANDARD CHARTERED PLC</u>		17,38	17,04	-1,95%	Mantener
<u>HSBC HOLDINGS PLC</u>		6,86	7,84	14,33%	Sobreponderar
<u>ROYAL BANK OF SCOTLAND</u>		0,43	0,4	-6,06%	Mantener
<u>BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA</u>		10,68	13,3	24,59%	Sobreponderar
<u>BANCO SANTANDER SA</u>		10,46	12,26	17,15%	Sobreponderar

COMPARATIVA SECTORIAL por Ratios: Sector Banca

Compañía	Cap. Bursátil	PER		RPD (%)	
		2010	2011	2010	2011
<u>DEXIA</u>	7.344,25	8,16	6,74	3,3	4,6
<u>KBC GROEP NV</u>	12.521,36	9,21	7,63	1,4	2,8
<u>ING GROEP N.V.</u>	27.354,41	8,12	6	0,4	2,8
<u>BANCA POPOLARE DI MILANO</u>	1.927,84	14,38	8,34	3,1	4,8
<u>UNIONE DI BANCHE ITALIANE SCPA</u>	6.017,56	15,9	9,57	3,6	4,8
<u>BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA</u>	6.322,39	15,62	8,51	2,4	3,5
<u>BANCO POPOLARE SCARL</u>	3.095,45	11,79	7,04	1,7	3,4
<u>BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA</u>	3.699,34	13,59	8,3	3,4	4,8
<u>BANCO ESPIRITO SANTO SA</u>	4.410,00	9,11	7,68	3,8	4,4
<u>SVENSKA HANDELSBANKEN AB</u>	122.710,83	12,56	10,73	3,7	4,2
<u>SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN</u>	99.712,37	30,76	13,22	1,9	3,5
<u>NORDEA BANK AB</u>	294.277,55	148,45	113,5	0,3	0,4
<u>BANK OF AMERICA CORP</u>	164.527,47	20,07	8,23	0,3	1,5
<u>US BANCORP</u>	47.380,34	15,45	10,67	1,2	2,1
<u>THE BANK OF NEW YORK MELLON CORP</u>	34.910,59	12,23	10,27	1,6	2,4
<u>AMERICAN EXPRESS COMPANY</u>	46.540,71	14,62	12,26	2,3	2,4
<u>STANDARD CHARTERED PLC</u>	34.406,65	870,3	716,2	-	-
<u>ROYAL BANK OF SCOTLAND</u>	22.191,18	-	30,73	-	0,1
<u>HSBC HOLDINGS PLC</u>	120.692,27	1.006,86	717,9	0,1	0,1
<u>BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA</u>	38.312,71	7,96	6,95	4,9	6
<u>BANCO SANTANDER SA</u>	82.679,65	9,34	7,69	5,8	6,5

Análisis Técnico

La **base** de esta teoría consiste en admitir que:

- el mercado lo “descuenta” todo y lo refleja en los precios (eficiencia fuerte).
- los precios se mueven por tendencias y éstas persisten.
- la historia se repite.

Críticas y literatura académica

Críticas:

- Profecía autocumplida
- ¿De verdad se repite el pasado?
- La literatura académica dice que los precios siguen un paseo aleatorio, es decir, puro azar. El mercado descuenta la información tan rápido que los inversores no se pueden aprovechar.
- En cambio, los chartistas piensan que los precios no son totalmente aleatorios.

Existen dos tipos de categorías entre las formaciones que realizan los precios:

■ **Figuras de vuelta** (triángulos, rectángulos, banderas,...)

■ **Figuras de continuación/consolidación**
(cabeza y hombros, cuñas, platillos, doble y triple techos,...)

El proceso de identificar patrones es complicado. Para ayudar a identificarlos, se pueden utilizar indicadores, que se pueden dividir en dos:

■ **Indicadores de confirmación/divergencia:**

ej. Volumen, medias móviles simples y exponenciales...

■ **Indicadores de momento (osciladores):**

ej. RSI, MACD, Oscilador estocástico (Williams R%),...

Tendencia, Resistencia y Soporte



Triangulos



Hombro, Cabeza, Hombro



Medias Móviles



AHORA HACE DE RESISTENCIA

ACTUA COMO SOPORTE



Comentario técnico FCC

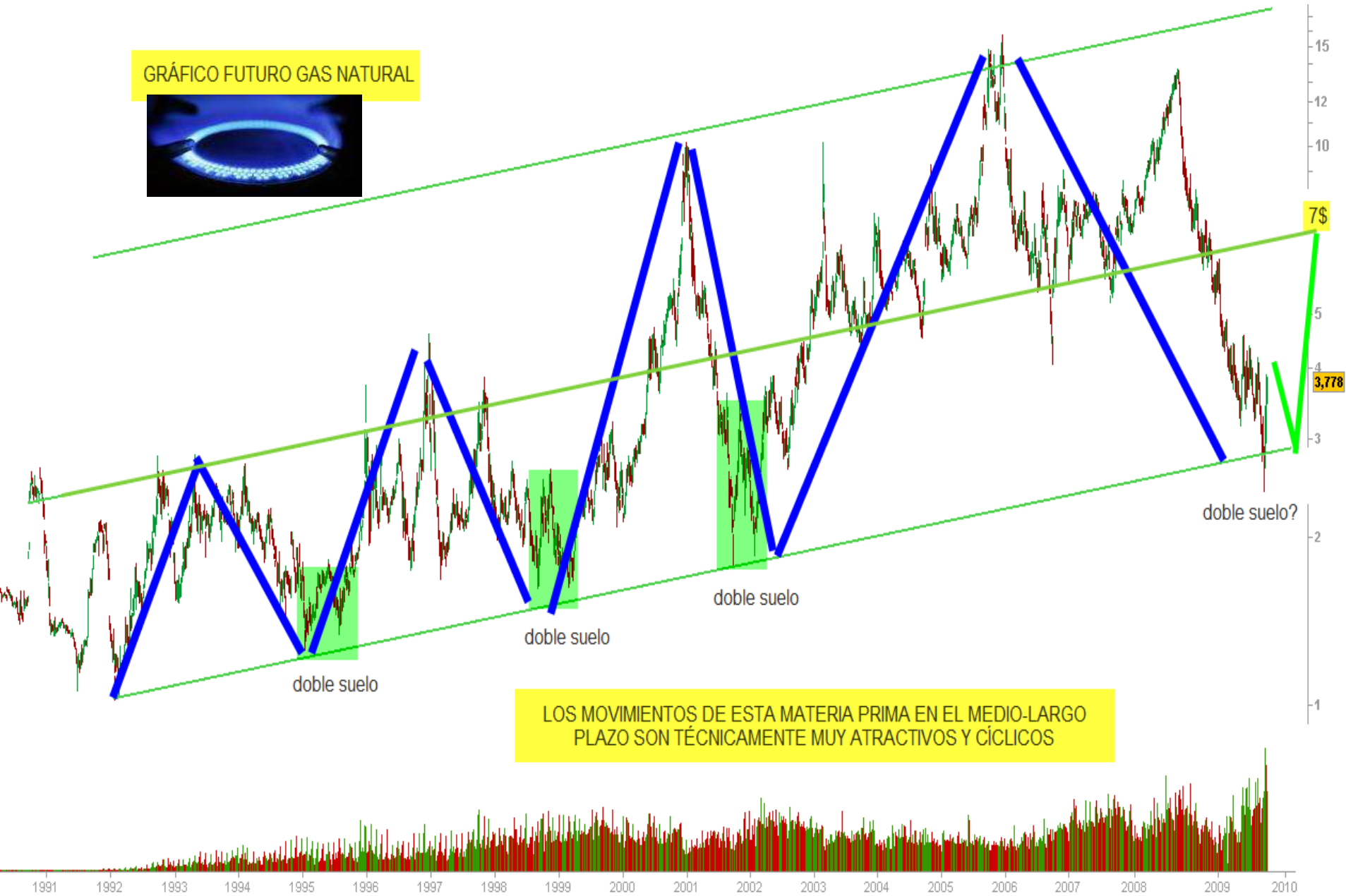


Sin órdenes

FCC: venimos siguiendo este valor desde hace días y ha ocurrido lo que al resto de valores que daban señales de brusquedad: salta por encima de 29€. Cierres por encima dan señal de compra. Los objetivos alcistas ambiciosos: son 3 meses de lateral solventado
Recomendación: **COMPRAR CIERRES ENCIMA DE 29€**

EL GAS NATURAL: OPORTUNIDAD PARA UN MEDIO PLAZO?

GRÁFICO FUTURO GAS NATURAL



LOS MOVIMIENTOS DE ESTA MATERIA PRIMA EN EL MEDIO-LARGO PLAZO SON TÉCNICAMENTE MUY ATRACTIVOS Y CÍCLICOS

Comentario técnico IBEX c/p



IBEX: a corto plazo el brusco rebote nacido en 9200 mantiene su directriz alcista. A corto plazo observamos cómo desarrolla un rango lateral con base en 10600 y parte alta en 10750 (donde colocamos ayer stops para la compra del ETF INVERSO DE CORTO PLAZO). La salida de este rango definirá la operativa a seguir en el muy corto plazo.

Recomendaciones:

OPERATIVAS BAJISTAS CORTO PLAZO STOPS ENCIMA DE 10750

OPERATIVAS ALCISTAS CORTO PLAZO MANTENER ENCIMA 10600

Comentario técnico IBEX



IBEX: qué podemos esperar tras esta ruptura?

Como apreciamos, la ruptura de los 9750 puntos (cierres) ha provocado un violento escape al alza (avalado por las señales de movimiento brusco que se daban y siguen dándose). En base a esto podemos esperar que el índice se aleje de esta zona (por proyecciones técnicas tenemos objetivos mínimos en niveles de 10250 puntos). Las correcciones que puedan darse una vez producida esta ruptura tendrán soporte en 9750 puntos.

Comentario técnico POPULAR



POPULAR: Fíjense en qué zonas esta desarrollando un lateral que DURA YA CASI TRES MESES!! ...no puede con los mínimos de verano del año pasado que a su vez es zona de mucho papel y 50% de subida de la caída desde 9,5€. Los indicadores con unas divergencias bajistas descomunales tras una aceleración alcista y el volumen secándose a la espera, en las últimas semanas tiende a ser vendedor. Estas pendientes al alza se corrigen de manera impiadosa y muy probablemente el desenlace completo al alza o a la baja lo tengamos en 1-2 meses como siempre que se dan señales de brusquedad.

Recomendación: VENDER CFD,s DEBAJO DE 5,8€

Volumen

- Por medio del volumen es posible constatar la fuerza del movimiento de precios
- Cuando el volumen se mueve en la misma dirección que la cotización de los títulos, se denomina volumen concordante. Lo contrario es una divergencia.
- Como conclusión se puede decir que se deberá comprar cuando el precio del título ha subido acompañado de un elevado volumen de contratación.

Gestión de carteras:

Implicaciones para la Gestión de Carteras

- **Mayor riesgo ↔ mayor rentabilidad.**
- Un mayor número de activos puede reducir mi exposición total al riesgo.
- Existe una **parte del riesgo** que **no puede ser diversificada.**

Gestión de carteras:

Variables estadísticas de una cartera

Se define la Rentabilidad esperada de un activo como:

$$E[R_i] = \bar{R}_i = \sum_{j=1}^n R_{ij} P_{ij}$$

Se define Riesgo de un activo como: Desviación típica

$$s_i = \sqrt{\sum_{j=1}^n (R_{ij} - \bar{R}_i)^2 P_{ij}}$$

Se define Coefficiente de correlación entre dos activos:

$$\rho_{12} = \rho_{21} = \text{Corr}(R_1, R_2) = \frac{\text{Cov}(R_1, R_2)}{s_1 s_2}$$

Gestión de carteras:

Cartera de 2 Activos

Diversificación: se pueden combinar activos individuales arriesgados de modo tal que una combinación de activos individuales (una cartera) sea menos arriesgada que cualquier activo individual.

Rentabilidad esperada de una cartera de 2 activos:

$$E[R_p] = \bar{R}_p = x_1 \bar{R}_1 + x_2 \bar{R}_2$$

Riesgo de una cartera de 2 activos:

$$\sigma_p^2 = x_1^2 \sigma_1^2 + x_2^2 \sigma_2^2 + 2x_1 x_2 \sigma_{12}$$

$$\sigma_p^2 = x_1^2 \sigma_1^2 + x_2^2 \sigma_2^2 + 2x_1 x_2 \rho_{12} \sigma_1 \sigma_2$$

Gestión de carteras:

Cartera de 2 Activos

- Caso 1: Correlación Igual a +1

$$\sigma_p = \left[(x_1 \sigma_1 + x_2 \sigma_2)^2 \right]^{\frac{1}{2}} = (x_1 \sigma_1 + x_2 \sigma_2)$$

- Caso 2: Correlación Igual a -1

$$\sigma_p = \begin{cases} \sigma_p = \left[(x_1 \sigma_1 - x_2 \sigma_2)^2 \right]^{\frac{1}{2}} = (x_1 \sigma_1 - x_2 \sigma_2) \text{ ó} \\ \sigma_p = \left[(-x_1 \sigma_1 + x_2 \sigma_2)^2 \right]^{\frac{1}{2}} = (-x_1 \sigma_1 + x_2 \sigma_2) \end{cases}$$

Gestión de carteras:

Cartera de N Activos

• Rentabilidad esperada de una cartera:

$$E[R_p] = \bar{R}_p = \sum_{i=1}^N x_i \bar{R}_i$$

x_i : proporción del activo i en mi cartera

R_i : rentabilidad esperada del activo i

• Riesgo de una cartera

$$s_p^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 s_i^2 + \sum_{\substack{j \neq i \\ j, i \\ N}} x_j x_i \rho_{ji} s_j s_i$$

Matriz con N varianzas y $N(N-1)$ Covarianzas.

Invertimos en N activos y la cantidad invertida es $X_i = 1/N$

Gestión de carteras:

Cartera de N Activos

Matriz con N varianzas y N (N-1) Covarianzas.

Invertimos en N activos y la cantidad invertida es $X_i = 1/N$

De Tal forma que:

$$s_p^2 = \frac{1}{N} \bar{s}_i^2 + \frac{N-1}{N} \bar{s}_{ij}$$
$$= \frac{1}{N} (\bar{s}_i^2 - \bar{s}_{ij}) + \bar{s}_{ij}$$

Conforme aumentamos el numero de activos el 1er sumando se ira reduciendo, reduciéndose el riesgo de la cartera:

$$\text{Si } N \rightarrow \infty \Rightarrow s_p^2 = \bar{s}_{ij}$$

Siendo:

Riesgo Diversificable o No
Sistemático:

$$\frac{1}{N} (\bar{s}_i^2 - \bar{s}_{ij})$$

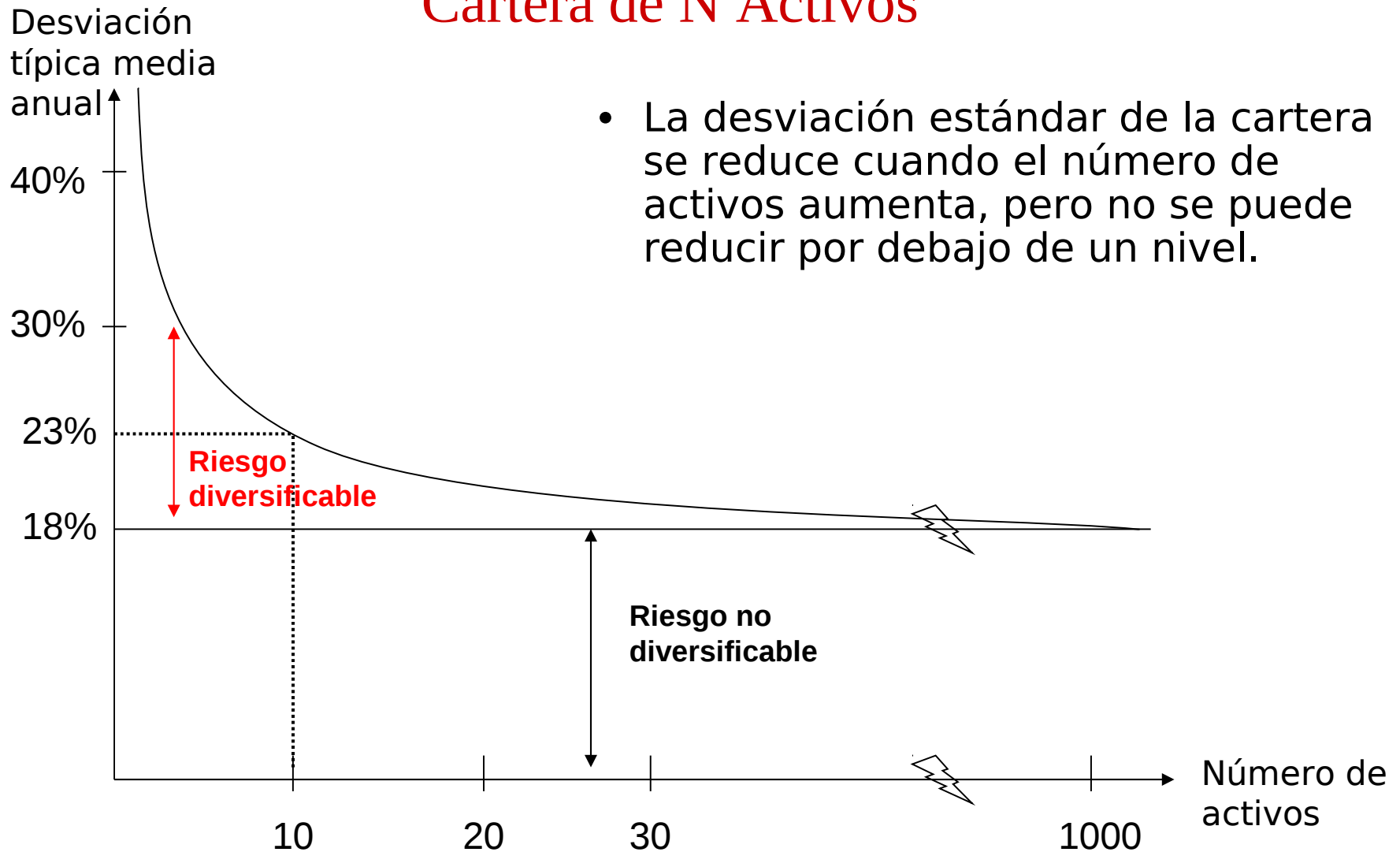
Riesgo No diversificable o Riesgo Sistemático

\bar{s}_{ij}

Gestión de carteras:

Cartera de N Activos

- La desviación estándar de la cartera se reduce cuando el número de activos aumenta, pero no se puede reducir por debajo de un nivel.



Cómo formar una cartera. Top Down

OVERWEIGHTS	Benchmark Weight (%)	Portfolio Over + / Under - Weight	Portfolio Position
Telco (\$XKP) Tele2, Telefonica, Vodafone, Deutsche Telekom, France Telecom,	7.5	+4.0	11.5
Insurance (\$XIP) Sampo, Swiss Re, AXA, Prudential	5.4	+2.5	7.9
Energy (\$XEP) B&G, Acergy, Total, Tullow Oil, BP	10.4	+2.0	12.4
Healthcare (\$XDP) Novartis, Roche, Bayer, Rhoen Klinikum	11.1	+1.5	12.6
Tech (\$X8P) ASML, Nokia	2.9	+0.0	2.9
Cons Discr (Autos \$XAP & Media \$XMP*) Pearson, DMGT, DSGI, Carnival	8.7	+0.0	8.8

- **Se compara el % de inversión de la cartera en un sector frente al % en el índice de referencia (benchmark).**
- **Sobreponderando o infraponderando los sectores concretos.**

Enfoque Bottom Up. Ejemplo (1)

Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 16.33

closing price as of 23/10/2009

Target price: EUR 29.35

Market capitalisation (EURm) 65,408

Current N° of shares (m) 4,005

Free float 68%

(EUR)	12/08e	12/09e	12/10e
Sales (m)	100,260	99,112	99,635
EBITDA (m)	30,709	31,238	31,964
EBITDA margin	30.6%	31.5%	32.1%
EBIT (m)	23,241	23,266	23,486
EBIT margin	23.2%	23.5%	23.6%
Net Profit (adj.)(m)	10,450	10,173	10,552
ROCE	31.4%	29.4%	28.0%
Net debt/cash (m)	15,613	16,249	16,208
Debt Equity	32.2%	30.3%	27.4%
Debt/EBITDA	0.5	0.5	0.5
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	48.1	49.0	49.2

EV/Sales	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.4	2.4	2.3
EV/EBITDA (adj.)	2.4	2.4	2.3
EV/EBIT	3.2	3.2	3.1
P/E (adj.)	6.3	6.4	6.2
PIBV	1.4	1.3	1.2
FCF yield	8.0%	9.1%	10.1%
Dividend yield	8.3%	8.6%	8.9%
EPS (adj.)	2.61	2.54	2.63
BVPS	11.39	12.58	13.83
DPS	1.35	1.40	1.45

- **Estudiamos los principales ratios y las expectativas que tienen las principales casas de análisis.**
- **¿Están nuestras expectativas para 2009/10/11 en precio?**

Enfoque Bottom Up. Ejemplo (2)

Sector valuation

Company	P/E adj.			EV/EBITDA			Div.Yld %		P/BV	OFC/ICE
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2008	2008
BP	5.3	4.7	5.1	2.9	2.6	2.8	7.7	7.7	1.1	4.0
Eni	6.1	6.3	6.0	2.4	2.3	2.2	8.5	8.5	1.4	8.1
Galp Energia	15.2	16.6	16.3	5.2	8.2	8.0	3.7	3.7	2.0	4.2
Repsol Ypf	5.6	6.0	6.5	2.7	2.7	2.8	7.4	7.4	0.9	1.0
Royal Dutch Shell (UK)	5.2	4.9	5.0	3.3	2.5	2.6	6.6	6.6	1.0	13.1
StatoilHydro	5.3	4.9	4.4	1.5	1.3	1.1	9.4	9.4	1.7	18.3
Total	5.5	5.0	5.5	2.3	2.0	2.2	6.0	6.0	1.6	10.3
Weighted average	5.5	5.1	5.3	2.6	2.2	2.3	7.3	7.3	1.2	8.2
Arithmetical Average	6.7	6.7	6.8	2.9	3.0	3.0	7.1	7.1	1.4	8.4
Median	5.5	5.1	5.4	2.6	2.4	2.4	7.3	7.3	1.3	8.2

Source : ESN estimates

Fuente: ESN

- **Comparamos los principales ratios con los de sus competidores en el sector.**

Enfoque Bottom Up. Ejemplo (3)

Q3'08 results preview (due on October 31st)

The facts: Eni will release Q3'08 results on October 31st.

Our analysis: Our estimates are illustrated in the following table:

EURm	Operating segments				Total		
	E&P	R&M	Chem	G&P	EBIT	Adj. Net Income	Adj EPS
2007 Q3	3,309	119	30	581	4,245	1,892	0.52
2008 Q2	4,993	150	-157	587	5,605	2,318	0.64
2008E Q3	4,994	170	-50	604	5,865	2,320	0.64
Q3 / Q3	50.9%	42.9%	<i>n.m.</i>	4.0%	38.2%	22.6%	23.2%
Q3 / Q2	0.0%	13.3%	<i>n.m.</i>	2.9%	4.6%	0.1%	0.1%

- **En un enfoque bottom up sólo nos interesa los detalles de la empresa concreta.**
- **Estudiaremos sus divisiones, sus márgenes, la competencia, entorno de precios, etc.**

Overview of Q3 2008 European oil majors' earnings

	Operating segments				Total		
	Oil & Gas Upstream	Refining & Marketing	Chemicals	Gas & Power	Operating income	Adj. Net Income	Adj EPS
BP (\$ million, segments pre-tax, EPS cents/share)							
2007 Q3	6,297	715			6,805	4,213	22.10
2008 Q2	12,747	638			13,155	8,281	48.08
2008E Q3	10,100	910			10,540	6,818	36.15
Q3 / Q3	60.4%	27.3%			54.9%	61.8%	80.5%
Q3 / Q2	-20.8%	42.6%			-19.9%	-17.7%	-17.0%
ENI (EUR million, segments pre-tax, EPS EUR/share)							
2007 Q3	3,309	119	30	581	4,245	1,892	0.52
2008 Q2	4,993	150	-157	587	5,605	2,318	0.64
2008E Q3	4,994	170	-50	604	5,865	2,320	0.64
Q3 / Q3	50.9%	42.9%	<i>n.m.</i>	4.0%	38.2%	22.6%	23.2%
Q3 / Q2	0.0%	13.3%	<i>n.m.</i>	2.9%	4.6%	0.1%	0.1%
Galp Energia (EUR million, segments pre-tax, EPS EUR/share)							
2007 Q3	46	65		35	147	91	0.11
2008 Q2	52	8		84	148	105	0.13
2008E Q3	38	44		89	151	127	0.15
Q3 / Q3	-17.4%	-32.3%		97.1%	2.7%	39.6%	36.4%
Q3 / Q2	-26.9%	450.0%		-17.9%	2.0%	21.0%	15.4%

Fuente: ESN