

**INDICES**

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	7.153,30	4,93
EUROSTOXX 50	1.919,53	6,05
FTSE 100	3.715,23	4,88
DAX 30	3.886,98	5,28
CAC 40	2.663,68	5,73
DOW JONES	6.926,49	5,80
S&P	719,60	6,37
NASDAQ	1.358,28	7,07
NIKKEI	7.376,12	4,55

**FUTUROS**

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	7.146,00	5,03
BRENT	44,29	-0,49
BUND ALEM	124,49	-0,49
TREASURY 10A	120,84	-0,48

**DIVISAS**

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,2646	1,2715
USD/JPY	98,52	98,49

**DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA**

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	1,04	1,06
USA	1,05	1,10

**DIFERENCIAL CURVA**

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,08	2,06	1,69
5-10	0,79	0,81	0,79
10-30	0,44	0,43	0,73

**DEUDA**

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 <sup>A</sup>	1,97	1,94	0,65	0,04
5 <sup>A</sup>	3,25	3,19	1,04	-0,51
10 <sup>A</sup>	4,04	4,00	1,04	-0,70
30 <sup>A</sup>	4,48	4,43	0,75	-1,06

**INDICE FONDOS INVERSIÓN**

	ENERO	2009
	-0,59	-0,59%

**F EURIBOR 3M**

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,65	1,66
J09	1,54	1,52
S09	1,58	1,57
D09	1,74	1,74

Datos seleccionados a las 7:50 AM

**ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA**

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
DEXIA	Aa1 / AA+	2,625	2 a	+75
ICO	Aaa / AA+	2,875	3 a	+75
BEI	Aaa / AAA	2,5	3 a	+38
DSM	A3 / A-	5,75	5 a	+320
IKB	Aaa / AAA	2,625	3 a	+45
VATTENFAL	A2 / A-	4,125	4 a	+170
VATTENFAL	A2 / A-	5,25	7 a	+235
VATTENFAL	A2 / A-	6,25	12 a	+280
STATOIL	Aa2 / AA-	4,375	6 a	+150
STATOIL	Aa2 / AA.	5,625	12 a	+210

**PERSPECTIVAS DE MERCADO**
**SESIÓN ANTERIOR**

Después de tres días consecutivos de bajadas, que posibilitaron la fijación de nuevos mínimos, las Bolsas mundiales mostraron un perfil fuertemente alcista tras las declaraciones de Bernanke acerca de que no dejará caer ninguna gran entidad financiera americana al margen de las ocurridas en 2008, y el comunicado de Citigroup acerca de una evolución optimista de sus resultados en los dos primeros meses del año. Eso provocó que los valores financieros fueran los grandes protagonistas de la sesión en toda Europa, SAN (+12,5%), MAP (+10,6%), BBVA (+9,4%), POP (+8,9%), mientras que en el Euro Stoxx destacaron, Aegon (+35,3%), BNP (+20,7%), AXA (+20,0%), ING (+16,3%) e Intesa (+15,7%). Al margen de esas subidas, sólo destacamos los descensos de E.On (-4,4%), después de publicar unas decepcionantes guías de crecimiento en sus resultados, y en España GAS (-7,7%), tras anunciar un descuento en el precio de su ampliación del 36%, REE (-2,1%) y ENG (-1,6%), después de un rumor aparecido en prensa sobre ambas compañías.

La posibilidad de que Citigroup empiece a ser rentable en este trimestre, extremo defendido por su director general, imprimió un mayor optimismo al mercado, incrementando la tendencia bajista de la deuda pública del inicio de la sesión. La subida de TIRETS estuvo más concentrada en el tramo largo de la curva, lo que derivó en un apuntamiento de pendiente y fue más intensa en EE.UU. propiciando un estrechamiento en los diferenciales de rentabilidad entre esta economía y la curva española.

En ratings destacó cómo Fitch puso en credit watch positivo al Fortis Bank SA/NV (A+), mientras que S&P puso el perspectiva negativa a Henkel (A).

**PREVISIONES PARA EL DIA**

La importancia de los datos europeos se centrará en la economía alemana con los pedidos de fábrica de enero, mientras que en EE.UU. lo más relevante será el presupuesto mensual de febrero.

En materia de comparecencias habrá que tener en consideración las palabras de Kashkari (15:00), representante del Tesoro estadounidense, sobre el TARP, mientras que del BCE lo más interesante será una de Liikanen (12:00).

A falta de alguna noticia corporativa que pueda romper la tónica que se espera para hoy (no hay publicación de referencias ni discursos importantes), manejamos una sesión en rango, sin grandes movimientos.

**ANÁLISIS TÉCNICO**
**IBEX 35**

✓ **Resistencia:** 7.600  
 ✓ **Soporte:** 6.600

**BUND (Jun 09)**

✓ **Resistencia:** 125,26 / 125,37 / 125,63  
 ✓ **Soporte:** 124,56 / 123,26 / 122,16

**AGENDA MACROECONÓMICA**

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
					8:00	Alem	Precios de producción	3,4% a/a	4,3% a/a
					12:00	Alem	Pedidos de fábrica	-28,3% a/	-25,1% a/a
					12:00	EEUU	Solicitud de hipotecas		-12,6%
					15:30	EEUU	Inventarios de crudo		-757
					19:00	EEUU	Presupuesto mensual gobierno	-205,8a	-175,6

## DATOS MACROECONÓMICOS

### EE.UU.

#### Caída de los inventarios al por mayor de enero algo inferior a lo estimado

**Comentario:** Los inventarios al por mayor del mes de enero descendieron en un 0,7% mensual, lo que supuso una caída algo menor a la estimada por el consenso (-1,0%) y la quinta contracción consecutiva de la referencia. Dicho resultado estuvo dirigido por los bienes duraderos (-1,3%) ya que los duraderos llegaron a subir un 0,2%. Cabe destacar la caída de las ventas en un 2,9% mensual, lo que indicaría un fuerte descenso de la producción para observar el ritmo de caída de los inventarios. De hecho, el ratio inventarios/ventas pasó de un 1,27 a un 1,30.

### Zona Euro

#### Se confirmó la aceleración de la inflación alemana en febrero

**Comentario:** La inflación alemana confirmó la aceleración de una décima en su registro final de febrero alcanzando un registro del 1,0% en su referencia general y armonizada. Pese a ello, el registro estaría claramente por debajo del objetivo del BCE en el medio plazo (2,0%). En la descomposición se observó una ligera aceleración de la tasa interanual de varios de los componentes, destacando el vestido (de 0,9% a 1,4%) o los bienes de hogar (de 1,3% a 1,6%). Otras partidas como el transporte, aportaron en negativo pero en menor medida que en el mes anterior (de -2,8% a -2,0%).

Ayer también se publicó la balanza comercial alemana del mes de enero con un incremento del superávit comercial desde los 7.300 millones de euros a los 8.500 (por debajo de lo esperado por el mercado, 9.500 millones). Ello se produjo con una caída de las importaciones del 0,8% mensual, mientras que las exportaciones lo hicieron en un 4,4%. Cabe destacar que, a pesar de que en términos relativos las exportaciones descendieron más que las importaciones, el resultado de la balanza no tiene porqué ser de reducción del superávit, ya que, pese a todo, el nivel de las primeras puede ser menor al de las segundas.

#### Mayor caída de la esperada de la producción industrial francesa de enero

**Comentario:** La producción industrial francesa de enero descendió en un 3,1% mensual (-13,8% interanual), lo que supuso un registro peor de lo estimado por el consenso del mercado (-0,6% mensual o -11,9% interanual). En la descomposición se observó una caída de los bienes de consumo de un 15,0% mensual (-18,7% interanual), seguido por la industria del automóvil con un -5,7% mensual (-29,6% interanual). Los bienes de capital aumentaron en un 1,8% mensual, pese a lo cual, en términos interanuales, descienden en un 43,6%.

## COMPAÑÍAS ESPAÑA

### GAS NATURAL



#### Se aprueba ampliación de capital.

**Comentario.** Gas Natural aprobó durante la jornada de ayer en JGA Extraordinaria la emisión y puesta en circulación de un total de 447,8 Mn de acciones nuevas ordinarias. El precio de emisión de las nuevas acciones será de 7,82 €/acc (correspondiendo 1 € a valor nominal y 6,82 € a prima de emisión), por lo que el importe efectivo total del aumento de capital será de 3.500 Mn €. Se reconocerá a los accionistas de Gas Natural el derecho de suscripción preferente. El periodo de ejercicio de los derechos será de 15 días naturales una vez se haya registrado el folleto informativo en la CNMV. Finalizada la ampliación, se procederá al reparto de un dividendo extraordinario con cargo a reservas por 0,10 €/acc, pagadero a partir del 1 de julio de 2009. Así pues, la compañía repartirá con cargo a sus reservas 89,56 Mn €. Tanto Critería CaixaCorp como Repsol ya han confirmado que acudirán a la ampliación de capital representando sus correspondientes porcentajes (37,5% y 30,8% respectivamente). El resto de la ampliación será asegurada por un conjunto de entidades financieras. GDF Suez, tercer accionista de Gas Natural, todavía no se ha pronunciado respecto a si acudirá a la ampliación.

**Valoración.** Finalmente la ampliación de capital será del 100%, aunque el rango que se barajaba en los días previos se situaba más cercano al 50% que al 100%. Las acciones nuevas, que se emitirán a 7,82 €/acc, un importante descuento (36% sobre el precio del lunes), con el que la compañía pretende asegurarse el éxito en la ampliación, servirán para obtener los 3.500 Mn € que Gas Natural pretende recabar para financiar su adquisición de Unión Fenosa. El resto de la operación se financiará vía deuda. De este modo, y en base a esta proporción de 1x1, si tomamos el precio de cierre del pasado lunes como referencia, el valor de la nueva compañía sería de 9.045 Mn €, lo que implicaría una cotización de 10,10 €, a lo que habría que descontar posteriormente el importe del dividendo extraordinario de 0,10 €/acc que se repartirá después de la ampliación. Así pues estimamos que el derecho preferente de suscripción debería situarse en los 2,28 €/acc, nuevamente si tenemos en cuenta el precio de cotización de Gas Natural anterior a la sesión de ayer. Teniendo en cuenta esta ampliación, observamos que en el primer año el efecto de la compra será dilutivo en BPA y el apalancamiento de la nueva compañía se situará ligeramente por debajo del 70%, lo que podría erosionar su calificación crediticia. Pese a esto, seguimos viendo un elevado sentido estratégico en la operación. La nueva compañía quedará como un grupo energético altamente compensado y queremos destacar la elevada complementariedad que el negocio eléctrico de Unión Fenosa ofrece a la actividad de la gasista. También mejora sensiblemente la diversificación geográfica de la nueva compañía, reduciendo la dependencia de Gas Natural del negocio en España, factores todos ellos que pensamos que deberán ser recogidos en su cotización. Reducimos nuestro precio objetivo de la compañía de 23 €/acc a 19,7 €/acc y mantenemos nuestra recomendación de **COMPRAR**.



### Publicación de Resultados 2008.

#### CUENTA DE RESULTADOS

	2008E	2007	% Var.
<b>Ventas</b>	<b>86.753</b>	<b>68.731</b>	26,2%
Central Europe	41.135	32.029	28,4%
Pan European Gas	27.422	22.745	20,6%
UK	11.051	12.584	-12,2%
Nordic	3.877	3.339	16,1%
US Midwest	1.880	1.819	3,4%
Nuevos Negocios/Ajustes	1.388	-3.785	-
<b>Ebitda Ajustado</b>	<b>13.385</b>	<b>12.450</b>	7,5%
<i>Mg. Ebitda</i>	15,4%	18,1%	
<b>Ebit Ajustado</b>	<b>9.878</b>	<b>9.208</b>	7,3%
<i>Mg Ebit</i>	11,4%	13,4%	-15,0%
Central Europe	4.720	4.670	1,1%
Pan European Gas	2.631	2.576	2,1%
UK	922	1.136	-18,8%
Nordic	770	670	14,9%
US Midwest	395	388	1,8%
Nuevos Negocios/Ajustes	440	-232	-
<b>Beneficio Neto Ajustado</b>	<b>5.598</b>	<b>5.115</b>	9,4%
<i>Mg Neto</i>	6,5%	7,4%	
<b>BPA</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	
<b>DPA</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	

**Comentario.** El comportamiento comercial de sus principales divisiones ha sido satisfactorio, sin embargo, los elevados costes de los derechos de emisión, las reducidas tarifas, la pérdida del negocio de transporte y el mal comportamiento del negocio de gas y eléctrico en el último trimestre han erosionado los márgenes. En Central Europe se dejó notar la ausencia del negocio de redes de transporte en la comparativa con respecto al año anterior, sin embargo la ausencia de inversiones en este negocio compensó este efecto parcialmente. En Pan European Gas buen comportamiento de los negocios de Up & Midstream, gracias a la evolución durante buena parte del año del precio del crudo y del gas, sin embargo el bloqueo de las tarifas de gas en el negocio de distribución redujo este positivo efecto. Mal en UK, tal como anticipábamos, debido fundamentalmente al tipo de cambio, perjudicial durante todo el periodo y unos precios minoristas que tampoco han acompañado. Mejor de lo que esperábamos en US Midwest, donde pensábamos que encontraríamos una evolución negativa en el Ebit Ajustado y en cambio hemos podido observar un suave incremento en esta cifra. La verdadera beneficiada en 2008 ha sido la división de Nordic, que impulsada por sus recursos hidroeléctricos fundamentalmente, ha permitido crecimientos holgados en todas las líneas de su cuenta de resultados. El impacto de la división de Trading y los nuevos negocios (España, Italia, Francia y Rusia) queda reducido por las operaciones intragrupo y ajustes, que compensan y limitan esta actividad. Lo realmente relevante lo encontramos en las guías. E.On ha anunciado sus objetivos a corto plazo. En el outlook para 2009, la compañía prevé un Ebit ajustado en niveles similares a los registrados este año y que el beneficio neto ajustado caiga un -10% con respecto a los niveles del pasado año. Por su parte, de cara a 2010, el objetivo de Ebit ajustado es crecer un +10% hasta situarse en el entorno de los 11.000 Mn €. Asimismo la compañía espera mantenimiento de la política de retribución al accionista, con un payout estable entre el 50% y el 60% del beneficio neto recurrente. La compañía propondrá un dividendo con cargo a 2008 de 1,5 €/acc (Dividend Yield de casi 8%).

**Valoración.** Resultados flojos, tal como esperábamos, únicamente soportados por un buen comportamiento de la división de Nordic y una buena evolución comercial en sus dos divisiones principales, Central Europe y Pan European Gas, aunque los elevados costes de generación, el impacto de medidas de corte regulatorio y la estrechez en el mercado de gas han lastrado los resultados de la utility alemana. Cumplimiento justo de objetivos, pero muy malas perspectivas. Resultados por tanto muy en línea, aunque han sido capaces de situarse por encima de los objetivos marcados para 2008, pero que a pesar de todo no podemos calificarlos de buenos. El problema viene principalmente por las guías, que reflejan un elevado pesimismo por parte de la compañía de cara a los próximos dos años. La cifra de Ebit ajustado propuesta por la eléctrica, que se encuentra considerablemente alejada de nuestras previsiones, anticipa un mal periodo de precios y demanda tanto en electricidad como en gas, así como estrechez en márgenes, debido fundamentalmente a la crisis económica y al bloqueo de las tarifas de gas y electricidad por parte de los gobiernos de Centroeuropa. Hasta que revisemos nuestra valoración de la compañía e incorporemos estas nuevas y decepcionantes previsiones, situamos tanto el Precio Objetivo como la recomendación de E.On **EN REVISION.**