

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.811,20	-2,05
EUROSTOXX 50	2.452,03	-0,24
FTSE 100	4.087,83	1,16
DAX 30	4.519,70	-1,12
CAC 40	3.310,87	0,38
DOW JONES	8.691,25	2,02
S&P	908,11	1,26
NASDAQ	1.603,91	-0,73
NIKKEI	7.703,96	-8,95

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.737,50	-2,40
BRENT	65,29	0,60
BUND ALEM	116,64	0,01
TREASURY 10A	115,36	0,20

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,2780	1,2796
USD/JPY	95,48	97,47

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,56	0,52
USA	0,73	0,73

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	1,23	1,24	1,00
5-10	0,51	0,50	0,45
10-30	0,36	0,48	0,45

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	3,11	3,09	0,33	0,79
5 ^A	3,84	3,83	0,50	0,25
10 ^A	4,34	4,33	0,56	-0,01
30 ^A	4,70	4,81	0,47	-0,63

INDICE FONDOS INVERSIÓN

	AGOSTO	2008
	0,28	-2,81%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
D08	4,00	3,97
M09	3,38	3,36
J09	3,16	3,16
S09	3,18	3,15

Datos seleccionados a las 7:50 AM
NUEVAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PLAZO	SPREAD
NED. GASUNIE	Aa2 / AA-	6,0	5 a	+195
VILLE DE PARIS	Aaa / AAA	4,75	13 a	+40
RZB	Aa2 / A+	5,875	1 a	+81

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

□ La resaca de las turbulencias de los mercados en Latinoamérica y especialmente en Argentina volvió a ser motivo suficiente para cerrar la jornada de ayer en pérdidas. Las mayores subidas las registraron REE (+4,6%) e IDR (+4,1%). Por el contrario, los valores que peor comportamiento tuvieron fueron las compañías constructoras, ANA (-9,5%), SYV (-8,9%) y OHL (-5,1%). Les acompañaron en las pérdidas GAM (-5,8%) que sigue sin levantar cabeza desde la publicación de sus últimos resultados y SAN (-4,8%) que además de por la crisis financiera en la que están inmersos los mercados, se está viendo penalizado por su elevada exposición a Latam.

En Europa, Muenchener Rue (+7,5%), Deutsche Boerse (+5,8%) y GDF Suez (+4,3%) se anotaron los mayores avances, mientras que el sector industrial, encabezado por Alstom (-10,5%) y Siemens (-7,1%) lideró las pérdidas. El sector del automóvil también sufrió caídas considerables, Renault (-7,1%) y Volkswagen (-5,7%).

□ La deuda europea apenas experimentó cambios destacables en el cómputo de la jornada, en una sesión en la que la volatilidad fue una de las principales protagonistas. Esto provocó un rango muy amplio en las cotizaciones cuyos extremos fueron alcanzados en varias ocasiones.

PREVISIONES PARA EL DÍA

□ Hoy se publicarán pocos indicadores pero alguno de ellos es de cierta importancia. El más destacado en EE.UU. será el de las ventas de viviendas de segunda mano del mes de septiembre, las cuales, tras el incremento de las transacciones de viviendas pendientes del mes anterior, es de esperar que repunten. En Europa lo más importante será el estimador de PMI de la economía para octubre y la primera lectura del PIB del Reino Unido del tercer trimestre del año.

□ En materia de comparecencias sólo habrá de miembros del BCE con Noyer (11:00), González-Páramo (12:45) y Tumpel-Gugerell (15:30).

□ La fuerte debilidad de las bolsas en Asia y las caídas en los futuros de renta variable en EE.UU. están propiciando una apertura alcista en precio de la deuda pública. Las razones de este movimiento las encontramos en varios aspectos: resultados y perspectivas empresariales negativas (Sony, Toyota, Daimler,...), noticias corporativas en este mismo sentido (General Electric anunció que se acogería a la facilidad de crédito de la Fed para empresas no financieras) y nuevas informaciones relativas al sector financiero estadounidense (necesidades de mayor liquidez por parte de AIG). Es de esperar que el mercado continúe atento a este tipo de noticias en el transcurso de la jornada.

ANÁLISIS TÉCNICO

- **IBEX 35**
- ✓ **Resistencia:** 10.950
- ✓ **Soporte:** 7.600
- **BUND (Dic 08)**
- ✓ **Resistencia:** 116,75 / 117,80 / 118,00
- ✓ **Soporte:** 115,81 / 115,27 / 116,20

AGENDA MACROECONÓMICA

HORA	PAÍS	INDICADOR	PREV.	ULT.
9:00	Esp	Tasa de desempleo		
10:00	UME	PMI Manufacturero (P)		
10:00	UME	PMI de servicios (P)		
10:30	UK	PIB (2 ^a Est)		
16:00	EEUU	Ventas de viviendas segunda mano	4,93	4,01

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

En EE.UU. hubo muy pocos datos y todos ellos con sesgo negativo. Así, la demandas de desempleo pasaron de 463.000 a 478.000 (se esperaba 468.000). Además, los precios de las viviendas en agosto descendieron en un 0,6% mensual cuando se esperaba una caída del 0,5%.

Zona Euro

El consumo personal francés subió en septiembre en contra de lo esperado

Comentario: El consumo personal francés del mes de septiembre experimentó una subida del 0,6% mensual cuando el mercado manejaba una caída del 0,2%. En términos interanuales todo ello se trasladó a una aceleración desde el 0,1% hasta el 1,5% (se manejaba un 0,5%). En la descomposición se pudo observar subidas en la gran mayoría de los componentes aunque el más destacado fue el de textiles con un aumento del 2,8% mensual.

Ayer también se publicó la confianza empresarial francesa del mes de octubre con un descenso desde 91 hasta 88 (se manejaba 89). En lo que al componente de perspectivas de producción se refiere, las noticias fueron más negativas ya que se pasó de -42 a -66 cuando se esperaba -45. Ello supuso un mínimo histórico de esta última referencia.

Fuerte caída de los pedidos industriales de la zona euro en agosto

Comentario: Los pedidos industriales de la zona euro en el mes de agosto cayeron en un 1,2% mensual cuando el mercado esperaba una subida del 0,5%. En lo que al dato anterior se refiere, se pasó de un incremento del 1,0% a uno del 2,0%. En términos interanuales el registro fue claramente negativo con una caída del 6,6% lo cual envía señales preocupantes en lo que a la actividad industrial se refiere, y no hace otra cosa que ratificar los descensos en las confianzas de la industria de meses anteriores. En la descomposición del dato, en términos interanuales, se pudo observar un panorama muy delicado con descensos significativos en una gran parte de los componentes. Así, los más destacados fueron textiles (-19,5%), maquinaria (-8,0%) y equipamiento de transporte (-13,7%).

Para acabar con datos europeos destacamos la balanza por cuenta corriente de agosto pasando de un déficit de 1.800 millones de euros a uno de 8.400.

COMPANÍAS ESPAÑA

FCC



FCC recupera parte de su antigua alianza con Veolia.

Comentario. Según publica Expansión, las dos compañías podrían haber firmado un pacto por el cual al filial de FCC en gestión de aguas, Aqualia, y la francesa Veolia, acudirán a los grandes concursos de desalación, depuración y canalización como socios constructores y tecnológicos. Según cuenta la misma noticia, el acuerdo se circunscribe a proyectos que se liciten en Latam, en países donde se desarrollen proyectos activos de concesión de infraestructuras y PPPs. No existe confirmación alguna por parte de las dos compañías.

Valoración. La noticia es interesante y cuando menos llamativa ya que recordamos que Veolia fue un accionista histórico de FCC a través del vehículo inversor de Esther Koplowitz, poniendo fin a su larga relación en 2004 tras una complicada y polémica ruptura de su acuerdo. A pesar de ello, siempre han mantenido relaciones comerciales ya que ambas empresas comparten participación en la filial de medioambiente Proactiva. La noticia creemos que tiene un sesgo positivo ya que refuerza la idea del potencial de desarrollo en este negocio, el objetivo de Aqualia es facturar este año 1.000 Mn € con una cartera de contratos equivalente a 13 años de actividad, si bien su impacto es limitado ya que se acota a proyectos en un área geográfica concreta, sin especificar plazos o condiciones, mientras que en otras zonas de importante desarrollo (Oriente Medio) las dos compañías serán competidoras.

Recomendación: MANTENER.

RESULTADOS ESPAÑA

SABADELL ➔

Publicación de resultados 3T.08.

CUENTA DE RESULTADOS

Mn €	3T.08	% Var a/a	9M.08	% Var a/a
Margen de Intermediación	373	11,7%	1.094	11,6%
Margen Ordinario	546	-1,9%	1.646	0,0%
Margen de Explotación	266	-0,9%	843	0,4%
Beneficio Neto Atribuible	334	80,3%	762	26,1%

* beneficios recurrentes

RATIOS RELEVANTES

	3T.08	3T.07
Eficiencia (*)	43,0%	43,9%
Morosidad	1,59%	0,41%
Ratio Cobertura	140,0%	430,3%
Ratio BIS	9,69%	10,95%
ROE comparable	24,1%	20,9%

BALANCE

Mn €	3T.08	3T.07	% Var a/a
Activos totales	80.379	75.361	6,7%
Crédito a la clientela	64.519	60.708	6,3%
Depósitos de clientes	37.831	30.098	25,7%

Comentario. El margen de intermediación se ha incrementado respecto al mismo período del ejercicio anterior un +11,7% (tasa de crecimiento en línea con la de trimestres anteriores) gracias principalmente al crecimiento selectivo de las inversiones y al énfasis realizado en las políticas de captación de depósitos. El aplanamiento de la curva 3M-12M ha provocado una desaceleración de la inversión crediticia, que aunque se ha visto incrementada (+6,3%), lo ha hecho a tasas inferiores a las alcanzadas en trimestres anteriores (+11,9%) debido fundamentalmente al marco económico actual, que ha obligado a poner en práctica políticas más selectivas en la concesión de créditos. Los recursos de clientes se han visto incrementados en un +25,7% debido a una política comercial orientada a la captación de depósitos. Las comisiones han tenido un mal comportamiento (-5,4%) debido a la salida de patrimonios de activos gestionados fuera de balance (patrimonio gestionado en fondos de inversión y de pensiones se han reducido en un -34,5% y -16% respectivamente) y a la disminución en la operativa de compra-venta de valores y de cuentas a la vista. Este esperado empeoramiento de los ingresos por comisiones y por operativa financiera se ha visto parcialmente compensado por un estricto control de costes (+0,3%), que junto con el registro de 418,4 Mn € por plusvalías obtenidas por la venta del 50% del negocio asegurador a Zurich Financial Services AG, han permitido que el beneficio neto haya sido de 334 Mn €.

Por último, el ratio de morosidad se ha incrementado de forma muy notable (1,59% vs 0,47% registrado en 4T07), acompañado de una igualmente significativa caída en la cobertura de dudosos (140% vs 394%). Por otra parte, tenemos que destacar que las plusvalías obtenidas por la venta de la mitad del negocio asegurador se han destinado a fortalecer el balance de la entidad (se dotan provisiones extraordinarias por importe de 235 Mn € con el fin de disponer de un colchón con el que poder protegerse ante lo que pueda ocurrir en los próximos trimestres). El ratio BIS del +9,7% vs +10,9% del 3T07, lo que nos hace pensar sobre la tasa de solvencia que hubiese alcanzado la entidad de no haberse producido dicha venta.

Valoración. Teniendo en cuenta el marco económico actual, no han sido malos resultados, sin embargo seguimos defendiendo la idea de infraponer el sector. La línea de negocio de banca comercial (la más importante para Sabadell) muestra un incremento de solo el +0,5% en resultados respecto del ejercicio anterior, principalmente por el notable incremento de las pérdidas por deterioro de activos. Por su parte, la banca personal (Urquijo) y la parte de gestión de activos caen un -28,3% a/a y un -36,2% a/a en sus beneficios. La morosidad, aunque se ha incrementado más de 100 pb respecto del 3T07 sigue situándose en tasas inferiores a las del sector. Adicionalmente, el 58% del total de saldos dudosos está garantizado mediante hipotecas y el resto presentan diversos esquemas de garantías personales o avales. Como factores positivos destacamos los aceptables incrementos en volúmenes y la mejora que tiene su ratio de eficiencia (43,02% vs 47% 3T.07). **Recomendación: VENDER.**

ACS



Publicación de Ventas.

Mn €	9T.07	9T.08	Var. 9T.07-9T.08	EBITDA	9T.07	9T.08	Var. 9T.07-9T.08
Cifra de Negocio	11.664	12.380	6,1%	Construcción	421,5	397	(5,8%)
EBITDA	1.028	1.134	10,3%	Mg Ebitda	7,5%	7,5%	
Mg Ebitda	8,8%	9,2%		Concesiones	1,4	23,0	
EBIT	798	871	9,1%	Mg Ebitda	5,2%	52,3%	
Mg Ebit	6,8%	7,0%		Medio Ambiente y Logística	283,4	316,3	11,60%
Beneficio Neto	1.265	1.707	34,9%	Mg Ebitda	13,4%	13,4%	
				Servicios Industriales	351,8	428,5	21,8%
				Mg Ebitda	8,6%	8,8%	
Cifra de Negocio (Mn €)	9T.07	9T.08	Var. 9T.07-9T.08	Energía		0	(16,2%)
Construcción	5.654	5.326,1	(5,8%)	Mg Ebitda			
Concesiones	27,0	44,0	63,0%	Corporación/Ajustes	(30,1)	(31,0)	
Medio Ambiente y Logística	2.122	2.361,8	11,3%	Total	1.028	1.134	10,3%
Servicios Industriales	4.103	4.894	19,3%	Mg Ebitda	8,8%	9,2%	
Energía							
Corporación/Ajustes	(242)	(245)	1,3%				
Total	11.664	12.380	6,1%				

Comentario. En primer lugar debe hacerse mención al acuerdo de venta de su participación del 45% de Unión Fenosa a Gas Natural el pasado 30 de julio. A día de hoy se ha ejecutado la venta del 9,99% de dicha participación, mientras que el restante 35% se llevará a cabo en el momento en que la CNC de el visto bueno a la operación. Esta situación supone la desconsolidación de Unión Fenosa del perímetro de ACS. Las ventas han aumentado un 6,1% gracias a la buena evolución de Medio Ambiente y Logística (+11,3%) y Servicios Industriales (+19,3%). Esto ha permitido a la compañía mantener los márgenes en las citadas divisiones en torno al 13,4% y al 8,8% respectivamente. Por otra parte, El Grupo sigue sufriendo la mala evolución de Construcción cuyas ventas han caído un 5,8% respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. Este decrecimiento se debe fundamentalmente al mal comportamiento del sector del ladrillo en España. Beneficio Neto ha alcanzado los 1.707 Mn € (+35%) como consecuencia de la venta de sus autopistas de Chile gestionadas a través de su filial "Inversora de Infraestructuras S.L." y por la venta de su participación en "Desarrollo de Concesiones Aeroportuarias S.L."

Valoración. Resultados en línea con lo esperado que muestran los puntos débiles (Construcción) y las fortalezas de la compañía (servicios Industriales y Medio Ambiente). Sin embargo, pensamos que pese a haber sido publicados ayer, estos resultados quedan relegados a un segundo plano respecto a la estrategia corporativa que llevará a cabo la compañía en los próximos meses, será lo que determine la evolución del valor. La posible ampliación de su participación en Iberdrola, el papel a jugar en Hochtief, la eventual venta de su área de Servicios, son puntos abiertos e incertidumbres a los que prestaremos especial atención. **Recomendación: MANTENER.**

ACERINOX



Publicación de resultados 9M08.

Mn €	3T.08	3T.07	% Var.	9M08	9M07	% Var.
Ventas	1.122,4	1.144,9	-2,0%	4.281,0	5.458,2	-21,6%
EBITDA	6,2	66,6	-90,7%	331,1	821,6	-59,7%
Mg	0,6%	5,8%	-5,3pb	7,7%	15,1%	-7,3pb
EBIT	-24,7	30,6	-180,7%	239,7	709,5	-66,2%
BN	-29,2	12,8	-328,1%	125,4	424,3	-70,4%

Comentario. Los resultados han dado muestra del entorno extremadamente difícil que ha experimentado el sector del acero inoxidable en el trimestre y a pesar de que el mismo trimestre del año pasado ya fue un periodo complicado para Acerinox. Los niveles de precios base, inferiores a los del año pasado, sobre todo en Europa, fruto de la menor demanda provocada por la caída de los precios del níquel explican en gran medida el deterioro de los resultados. Adicionalmente la compañía se ha imputado provisiones por valor de -51 Mn € en concepto de ajustes de la valoración de las existencias. Por fábricas, la de Columbus en Sudáfrica ha sido la que peor comportamiento ha registrado al descender su producción un -4,7% en el periodo de 9 meses y su facturación un -21%. Por el contrario, la fábrica de NAS en EEUU ha sido la que más ha contribuido a los resultados, con un incremento en fabricación de +7,7% y un descenso del beneficio en dólares de -19% frente a una caída de -70% para el conjunto del grupo en el periodo. El endeudamiento del grupo se mantiene en niveles controlados (54% sobre fondos propios), ascendiendo el volumen de deuda a 1.209 Mn €.

Valoración. Resultados muy negativos, por debajo de la previsiones que de por sí ya eran pesimistas. Aunque a los precios actuales consideramos que el valor cotiza con descuento, pues situamos nuestro precio objetivo en torno a los 15 € por acción, sin embargo la evolución a corto plazo de la actividad prevemos que sea negativa, a tenor del descenso que se está produciendo en los precios base. La fuerte caída del níquel, y con ello de los pedidos, están provocando esa situación, que ha llevado a que los inventarios se sitúen actualmente en niveles muy bajos, sobre todo en EEUU donde están en niveles mínimos de los últimos diez años. Creemos que se reúnen las condiciones para que los fundamentales del sector puedan experimentar una recuperación rápida a falta de que se confirme una estabilización en los precios del níquel. **Recomendación: MANTENER.**

RESULTADOS EUROPA

DAIMLER



Publicación de resultados 9M.08.

Mn €	3T.08	3T.07	% Var.	9M08	9M07	% Var.
VENTAS	23.796	25.681	-7,3%	72.633	72.895	-0,4%
Mercedes	11.608	14.077	-17,5%	37.026	38.705	-4,3%
Camiones	7.307	7.007	4,3%	21.019	21.227	-1,0%
Autobuses & Otros	3.735	3.557	5,0%	11.257	9.815	14,7%
Serv. Financieros	2.328	2.213	5,2%	6.802	6.460	5,3%
EBIT	648	1.891	-65,7%	4.677	7.317	-36,1%
Mercedes	112	1.331	-91,6%	2.476	3.327	-25,6%
Camiones	510	480	6,3%	1.521	1.609	-5,5%
Autobuses & Otros	-100	319	-131,3%	419	2.448	-82,9%
Serv. Financieros	173	87	98,9%	524	521	0,6%
Beneficio Neto	213	-1.533	na	2.940	2.288	28,5%
MARGENES	3T.08	3T.07	% Var.	9M08	9M07	% Var.
Mercedes	1,0%	9,5%	-8,5pb	6,7%	8,6%	-1,9pb
Camiones	7,0%	6,9%	0,1pb	7,2%	7,6%	-0,3pb
Autobuses & Otros	-2,7%	9,0%	-11,6pb	3,7%	24,9%	-21,2pb

Comentario. Los resultados han venido muy marcados por depreciaciones en las valoraciones de los activos. El área de Mercedes ha visto minorados sus resultados en -449 Mn € debido a la depreciación de los valores residuales de los vehículos incluidos en flotas de leasing. A su vez la compañía ha reducido en 248 Mn € adicionales la valoración de su participación en Chrysler, lo que ha situado el resultado de la división de Autobuses, furgonetas y otros en negativo. Estos factores sin embargo no han permitido esconder un claro comportamiento negativo del negocio de Mercedes, cuyo margen ajustado por extraordinarios se ha situado por debajo del 5% vs el 9,3% que acumulaba al cierre del primer semestre. Las caídas de volúmenes (-6%), un efecto divisa adverso y un mix de productos deteriorado han contribuido a ese negativo comportamiento. Por el contrario, la división de Camiones ha seguido registrando un positivo comportamiento, logrando mantener sus márgenes en el trimestre prácticamente estables con respecto a los alcanzados en el primer semestre. Ese resultado ha sido posible gracias a un buen comportamiento de los volúmenes tanto en Brasil como en Europa, sobre todo Alemania. Estos se han incrementado un +4% en el trimestre, llevando incluso a acelerar la tendencia de mejora observada en el primer semestre. Por último la división financiero ha logrado incrementar significativamente sus resultados gracias a unos mayores volúmenes y a que los resultados del año pasado estuvieron marcados por costes extraordinarios relacionados con la puesta en marcha del negocio en EEUU tras la venta de Chrysler.

Valoración. Evolución mixta la registrada en las distintas divisiones, donde Mercedes ha pasado de ser la locomotora de crecimiento a ser el principal lastre, ya que la división de camiones ha mostrado una fortaleza sorprendente. El saldo global en cualquier caso hay que calificarlo como negativo, y las previsiones inmediatas apuntan a un escenario de fuerte incertidumbre hasta el punto de que la compañía se ha visto obligada a cancelar el programa de recompra de acciones iniciado en Junio. Adicionalmente ha revisado a la baja su objetivo de EBIT para finales de año, que ha pasado a situarse en unos 6.000 Mn € frente a los 7.000 Mn € previstos inicialmente. Consideramos que la compañía se enfrenta a un escenario claramente incierto, en el que se pondrá a prueba su capacidad para generar caja positiva (el negocio industrial ha visto reducida su situación de caja neta hasta 6.700 Mn € desde los 12.900 Mn € con que contaba a cierre de 2007, con una generación negativa de caja en los nueve meses de -300 Mn €). Cotizando con un EV/EBITDA de apenas 2x (tras el estallido de la burbuja tecnológica la compañía marcó un mínimo en estos niveles) creemos que el valor descuenta ya un fuerte deterioro de sus fundamentales, sin embargo la nula visibilidad por el momento seguirá actuando de lastre sobre el valor. Es posible que podamos asistir a algunas noticias positivas, como por ejemplo la materialización de algún acuerdo con BMW para aunar fuerzas en labores de aprovisionamiento, la posibilidad de que GM finalice una operación de integración con Chrysler (Daimler previsiblemente participaría de la nueva sociedad) o la posibilidad de que asistamos a movimientos en el accionariado de la compañía. Por estos motivos, a pesar del panorama oscuro que envuelve a la compañía, reiteramos en **MANTENER** el valor en cartera.