

### INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	7.905,40	-1,30
EUROSTOXX 50	2.381,68	3,87
FTSE 100	3.926,38	1,92
DAX 30	4.823,45	11,28
CAC 40	3.114,92	1,55
DOW JONES	9.065,12	10,88
S&P	940,51	10,79
NASDAQ	1.649,47	9,53
NIKKEI	8.211,90	7,74

### FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	7.872,00	-0,84
BRENT	62,20	0,27
BUND ALEM	117,22	0,09
TREASURY 10A	114,42	0,12

### DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,2785	1,2571
USD/JPY	96,86	95,34

### DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,62	0,62
USA	0,54	0,55

### DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	1,37	1,36	1,20
5-10	0,67	0,61	0,59
10-30	0,39	0,39	0,50

### DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 <sup>A</sup>	3,00	3,02	0,45	0,78
5 <sup>A</sup>	3,70	3,77	0,54	0,37
10 <sup>A</sup>	4,37	4,38	0,62	-0,01
30 <sup>A</sup>	4,76	4,77	0,50	-0,64

### INDICE FONDOS INVERSIÓN

SEPTIEMBRE	2008
-2,08	-4,83%

### F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
D08	3,76	3,80
M09	3,22	3,23
J09	3,01	3,01
S09	2,97	3,00

Datos seleccionados a las 7:50 AM

### ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PLAZO	SPREAD
BARCLAYS	Aaa / AAA	4,25	3 a	+25
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

□ Sesión de fuertes oscilaciones la de ayer, con los índices tan pronto entrando en terreno positivo como volviendo a caer en vertical, que sin embargo logró cerrar finalmente en terreno positivo para la mayoría de los índices europeos a excepción del mercado español. La publicación de un dato de confianza del consumidor en EEUU que marcó mínimos históricos no impidió ese cierre en positivo. Nuestro mercado se vio arrastrado por los valores pesados como BBVA (-5,0%), REP (-3,9%), SAN (-2,5%) y TEF (-1,6%). Asistimos en cambio a rebotes en valores como IDR (+8,7%), MAP (+6,1%) y TRE (+4,7%). ENG (+5,3%) publicó unos resultados que contaron con la aprobación de los inversores.

En el resto de Europa, el protagonismo volvió a recaer en Volkswagen (+81,7%) que a modo de anécdota llegó a superar a ExxonMobil en capitalización bursátil. El valor volvió a padecer el cierre de posiciones cortas adoptadas por especuladores. La realidad sin embargo se impuso en los valores financieros que volvieron a registrar nuevos recortes. Así, Aegon (-14%), ING (-13,4%), Credit Agricole (-13,4%), Deutsche Bank (-13,3%), Unicredit (-13,0%), SG (-12,3%), BNP (-10,4%), Intesa (-8,4%), Axa (-7,8%) y Allianz (-7,3%).

□ La sesión de ayer se saldó con leves ganancias en el precio de la deuda pública después de una apertura bajista. Dicho movimiento tuvo un apoyo en la fuerte caída de la confianza del consumidor estadounidense del mes de octubre que llegó a situarse en mínimos históricos de la serie.

□ En ratings destacó cómo Fitch puso a Aegon con outlook negativo (AA-) y S&P hizo lo propio con Coca Cola y Banco Sabadell (A+ en ambos casos). Por último, Moody's actuó sobre Stora Enso y Whirpool, al primero también lo puso en perspectiva negativa (Ba1) y al segundo en revisión negativa (Baa2).

#### PREVISIONES PARA EL DIA

□ La referencia más importante de hoy, y probablemente de toda la semana, será el anuncio de tipos de la Fed, donde cada vez existe un mayor consenso a favor de una rebaja del tipo de intervención de 50 p.b. hasta el 1,0%. En lo que respecta al comunicado, apostamos por que se centre en los riesgos a la baja para el crecimiento derivados de la inestabilidad de los mercados, aunque no creemos que abogue por nuevos recortes explícitos y condicione dicha decisión a la evolución de dichos riesgos. En Europa, la referencia más destacada será el dato preliminar de inflación alemana del mes de octubre.

□ Las fuertes ganancias en las bolsas estadounidenses y asiáticas derivadas de rumores de bajadas concertadas de tipos y de los resultados de la entrada en funcionamiento de la facilidad de papel comercial de la Fed (las compañías vendieron un total de 67.100 millones de dólares en pagarés a más de 80 días, de los cuales la Reserva Federal podría haber absorbido unos 60.000, cifras muy superiores del volumen medio de mercado en los últimos meses. Las ventas totales del mercado fueron 232.000 millones de dólares lo que supondría un máximo de los últimos cinco años), ayudan a que la apertura de la deuda pública sea de caídas en precio. Los pedidos de bienes duraderos de septiembre podrían ayudar a compensar levemente este sesgo, aunque no esperamos grandes cambios hasta que la Fed realice el anuncio de tipos a las 19:15.

#### ANÁLISIS TÉCNICO

##### ➤ IBEX 35

✓ **Resistencia:** 10.950  
✓ **Soporte:** 7.600

##### ➤ BUND (Dic 08)

✓ **Resistencia:** 117,80 / 118,00 / 118,30  
✓ **Soporte:** 116,75 / 115,81 / 115,27

### AGENDA MACROECONÓMICA

HORA	PAIS	INDICADOR		PREV.	ULT.
0:00	Alem	Precios al consumo (P)		2,4% a/a	2,9% a/a
0:00	Alem	Precios al consumo armon (P)		2,6% a/a	3,0% a/a
12:00	EEUU	Peticiones de hipotecas			-16,6%
13:30	EEUU	Pedidos bienes duraderos		-0,8%	-4,8%
13:30	EEUU	Pedidos bienes duraderos ex autos		-1,5%	-3,3%
15:35	EEUU	Inventarios de crudo (Mb)			
19:15	EEUU	Anuncio de tipos Fed	1,0%	1,0%	1,50%

## DATOS MACROECONÓMICOS

### EE.UU.

#### Muy fuerte caída de la confianza del consumidor de la Conference Board en octubre hasta mínimos históricos

**Comentario:** La confianza del consumidor del mes de octubre experimentó una muy notable caída desde 61,4 (revisado al alza desde 59,8) hasta 38, lo que significó alcanzar el mínimo histórico de la serie y situarse claramente por debajo de las expectativas del mercado. A la caída contribuyó tanto el índice que mide la situación actual (de 61,1 a 41,9) como el de expectativas (de 61,5 a 35,5), lo cual reflejaría un entorno extremadamente negativo y debería conducir a una debilidad aún más marcada del consumo privado. En la descomposición se pudo observar un deterioro del mercado laboral aún mayor del que había reflejado meses atrás (de -19,6 a -28,3), como consecuencia de un fuerte descenso en los encuestados que observaban un entorno laboral positivo y un incremento en los que advertían mayores dificultades en la consecución de un puesto de trabajo. Ello debería repercutir en nuevos registros de paro negativos, incluyendo mayores aceleraciones de la tasa de desempleo. De igual forma, las expectativas de inflación penalizaron la confianza de los consumidores, pasando de un 6,2% a un 6,9% (todo ello a pesar de la fuerte caída del precio del crudo).

Además ayer también se publicó el índice manufacturero de Richmond de octubre con un descenso desde -18 hasta -26. Como pasó con la confianza del consumidor comentada anteriormente, el registro se situó por debajo de lo esperado por el mercado (-23). En la descomposición se pudo observar un deterioro muy evidente de los componentes relacionados con la actividad. Así, los envíos pasaron de -16 a -24 y el volumen de nuevos pedidos de -23 a -35. De igual forma, el número de empleados, las horas medias trabajadas y los salarios también descendieron. Además, la evolución de los precios fue desigual: el de precios pagados descendió y repercutidos subió. Ello ofreció señales de incrementos de márgenes empresariales.

Por último en relación con datos estadounidense de ayer también destacó la variación del precios de la vivienda Case Shiller con una caída del 16,62% (en línea con lo esperado).l

### Zona Euro

En la zona euro hubo dos referencias macroeconómicas, ambos datos de confianza y con resultados dispares. Así, la confianza del consumidor francesa descendió desde -44 hasta -47 (se esperaba -46) y la alemana aumentó una décima hasta 1,9 cuando se manejaba una caída hasta 1,5.

## COMPAÑÍAS ESPAÑA

### TELEFÓNICA



#### Buenas noticias en LatAm.

**Comentario.** El 85,9% del capital de la chilena CTC ha aprobado el cambio de estatutos que facilitará a la española hacerse con la participación de los minoritarios que todavía no controla en la compañía. Recordemos que Telefónica presentó una oferta totalmente en metálico por el 55,1% que no posee de CTC y se encontró con que los principales fondos chilenos que controlan esta participación decidieron hacer frente común para elevar el precio de la oferta de la operadora española. Tras subir su oferta un 10% sobre el precio marcado inicialmente, hasta los 770 Mn € (que podría variar en función del tipo de cambio) parece que finalmente será posible. Así pues mejora la situación de Telefónica con respecto a su filial chilena. Por otro lado, su filial brasileña presentó ayer unos resultados que podemos considerar normales dentro del negocio de Telesp, con crecimiento en facturación del 13%, destacando especialmente el nuevo negocio de Banda Ancha (+27%) y TV de suscripción (+84%). El Ebitda de Telesp creció un 9,3%. Adicionalmente, los resultados mostrados por su rival directo en el mercado latinoamericano también se mantuvieron en línea con el crecimiento mostrado en otros trimestres.

**Valoración.** Buenas noticias en LatAm. Finalmente parece que tras una mejora del 10% sobre su oferta inicial, el camino se despeja para poder adquirir el porcentaje de los minoritarios de CTC. La compra no supondría erosión significativa de su cifra de inversiones ni de su objetivo de Capex para este año que seguiría estando contenido en los niveles objetivo (Oibda-capex próximo a 8.000 Mn €) y por el contrario, si le permitiría normalizar la situación con la operadora chilena, cuya adquisición no pudo ser completada hace años por motivos regulatorios. El objetivo es eliminar la resistencia de los accionistas minoritarios para la toma de decisiones. Adicionalmente los resultados estables tanto de su filial Telesp en Brasil, como los de su competidor América Móvil en todo América Latina, pueden tener un efecto tranquilizador frente a las recientes dudas que genera este mercado.

**Recomendación: COMPRAR.**

## ACS



### Se adjudica la concesión de la autopista interestatal I-595 en Florida.

**Comentario.** La constructora española se ha adjudicado la construcción y posterior explotación por un período de 35 años, imponiéndose al consorcio liderado por la alemana Bilfinger y el fondo Babcock&Brown. El importe de la misma asciende a 1.000 Mn €. La concesión se ha estructurado a través de project finance con garantías del Estado (50% del préstamo) y una sindicación del préstamo (40%), siendo el 10% restante equity. La construcción la llevará a cabo Dragados mientras que la gestión correrá a cargo de la filial de concesiones del Grupo, Iridium. El sistema de explotación será el de pago por disponibilidad.

**Valoración.** Contrato muy interesante por la estructura del proyecto, con una importante garantía estatal y un porcentaje de equity bajo, teniendo en cuenta la situación de los mercados de financiación. Sin embargo, ACS no remitió más detalle sobre el tráfico que los 130.000 vehículos diarios que atraviesan actualmente la autopista o la TIR esperada del proyecto, por lo que no podemos emitir una valoración más profunda. En cualquier caso, esta adjudicación pone de manifiesto la cada vez mayor presencia de ACS en Norteamérica. Recordamos que este mismo año Iridium, en consorcio con Zachry, fueron elegidos por el Estado de Texas como socios para los próximos 50 años para el diseño, planificación y desarrollo del corredor I-69, resultando también ganadora de un proyecto en el Estado de Québec por valor de 1.000 Mn \$. Además, se encuentra precalificada para un proyecto valorado en 800 Mn \$ en British Columbia. **Recomendación: MANTENER.**

## FCC



### FCC celebró ayer un encuentro con analistas.

**Comentario.** FCC celebró en el día de ayer un encuentro con los analistas con la intención de dar a conocer con mayor profundidad la evolución y las expectativas de su división de Servicios Medioambientales. Aunque no se dieron a conocer aspectos de trascendental importancia, sí que podemos destacar los siguientes puntos:

- ❑ Se confirmaron las previsiones de crecimiento del Grupo que se fijaron el pasado mes de marzo en la presentación del Plan Estratégico. En concreto, se manifestó que el negocio de Servicios no sufrirá en sus resultados la situación de recesión económica que estamos atravesando actualmente.
- ❑ Puesta en marcha de un plan de optimización de costes con el fin de poder mantener los márgenes del Grupo y de la división de Servicios (actualmente 13,7%)
- ❑ Intención de desarrollar la actividad de Servicios a nivel internacional. De esta forma se pretende que el peso del negocio desarrollado fuera de nuestras fronteras pase de 34,1% actual a un 40,7% en 2010, con un protagonismo esencial del mercado de Reino Unido, donde se espera que las ventas hasta 2010 se incrementen hasta el 27% desde el 23% actual.
- ❑ Normalización de la central de tratamiento de residuos industriales de Allington que tantos problemas técnicos ha sufrido a lo largo del año 2008 y que se espera que queden resueltos definitivamente el próximo mes.

**Conclusiones.** Buenas sensaciones las que nos llevamos de la presentación de ayer, en la que la FCC dio a conocer de forma detallada su negocio de Servicios Medioambientales. En cualquier caso, no somos tan optimistas en las previsiones de crecimiento y mucho menos en la valoración que la compañía hace de este negocio y que eleva a 7.400 Mn € (incluyendo una deuda financiera neta de 4.140 Mn €). En cualquier caso, confiamos en que su peso y protagonismo dentro de la compañía aumenten de forma progresiva y continúen manteniendo su posición de liderazgo en el mercado nacional. **Recomendación: MANTENER.**

## COMPAÑÍAS EUROPA

## AEGON



### Recurre al fondo de rescate de Holanda y anuncia fuertes pérdidas para el 3T08.

**Comentario.** Después de la intervención en ING (10.000 Mn €), el Gobierno holandés inyectó 3.000 Mn € en Aegon a cambio del nombramiento de dos miembros en el consejo de la aseguradora y de acciones sin derecho a voto con un precio de recompra hasta octubre de 2009 de entre 4 y 4,52 €/acc vs 2,91 €/acc al cierre de la sesión de ayer. Los directivos de Aegon deberán renunciar a sus bonus este año estableciéndose una fuerte penalización salarial en caso de salida de los mismos del consejo de administración. Aegon anunció unas pérdidas de 350 Mn € para el 3T08 después de realizar provisiones por valor de 400 Mn €. Aegon no detalló como quedarían sus ratios de capital tras la inyección.

**Valoración.** Vuelta de tuerca para el frágil sector financiero holandés ya que las dos principales entidades del país han consumido el 65% del fondo de ayuda creado por el Gobierno en tan sólo unas semanas, anunciando en ambos casos fuertes pérdidas trimestrales como consecuencia de las importantes dotaciones que tendrán lugar en sus resultados. De nuevo insistimos en la nula visibilidad del sector y la falta de confianza que nos genera el corto / medio plazo, ya que no hay ninguna garantía de que estas correcciones valorativas sean definitivas ni de que sus resultados se vayan a sobreponer en el corto plazo. **Recomendación: VENDER.**

## RESULTADOS ESPAÑA

SANTANDER



### Publicación de resultados 3T.08.

CUENTA DE RESULTADOS				
Mn €	3T08	% Var a/a	2008	% Var a/a
Margen de Intermediación	4.435	16,4%	17.388	13,7%
Margen Ordinario	7.454	19,1%	30.186	11,4%
Margen de Explotación	4.294	30,9%	17.685	19,2%
Beneficio Neto Atribuible	2.205	22,4%	9.088	0,3%

BALANCE			
Mn €	2008	2007	% Var a/a
Activos totales	953.035	912.915	4,4%
Créditos a clientes (neto)	570.703	565.477	0,9%
Recursos de clientes gestionados	781.803	784.995	-0,4%

CUENTA DE RESULTADOS POR DIVISIONES 9M 2008						
Mn €	Europa Continental	% Var (a/a)	Abbey	% Var (a/a)	Latam	% Var (a/a)
Margen de Intermediación	6.929	18,7%	1.776	1,7%	5.596	15,6%
Margen Ordinario	10.654	10,1%	2.783	-2,1%	8.966	18,1%
Margen de Explotación	6.712	12,7%	1.522	5,7%	5.344	25,2%
Beneficio Neto Atribuible	3.530	-0,1%	943	4,1%	2.167	6,0%

RATIOS RELEVANTES		
	3T.08	2007
Eficiencia (*)	40,7%	44,2%
Morosidad	1,63%	0,95%
Ratio Cobertura	104,3%	150,6%
Ratio BIS	11,42%	12,66%
Tier I	7,9%	7,7%
ROE **	18,1%	19,6%

**Comentario.** Los resultados mostraron un buen comportamiento a pesar del complicado entorno actual. En la parte alta de la cuenta de resultados, los ingresos se mostraron sólidos en línea con lo esperado, si bien, sobre el crecimiento del margen ordinario hay que destacar el impacto de la consolidación por puesta en equivalencia de Banco Real (800 Mn €, +222,2%). Las comisiones, al igual que en el resto de bancos no han sido demasiado elevadas (+3,5%), debido principalmente a las pérdidas patrimoniales de activos gestionados fuera de balance y a la menor operativa de compra-venta. Otro efecto sobre el margen ordinario es la escasa contribución del ROF en este trimestre que ha supuesto únicamente 650 Mn € (+12,9%). En cuanto a los costes, observamos una desaceleración de los mismos desde el +10,5% con que cerraron el 2007 hasta el +1,5% de este último trimestre. Este hecho ha contribuido a la mejora del ratio de eficiencia que se ha situado en +40,69% (-3,5 pb respecto del ejercicio anterior). Por último, otro aspecto común a todos los bancos españoles, es el notable incremento en la partida de provisiones por clientes de dudoso cobro, que crece un +68,6% y totaliza en el acumulado 4.079 Mn €. El resultado neto estuvo en línea con las estimaciones de consenso. La mora se sitúa en un 1,63% (+74 pb), por debajo de la media del sector (2,2%) y la tasa de cobertura en 104,27% (-54 pb respecto de 3T07).

**Valoración.** Debemos destacar el buen posicionamiento de SAN, tanto respecto de la banca nacional como de la banca europea. Desde el punto de vista de capital observamos unos sólidos resultados, ratio BIS del 11,42% y core capital del 6,31%. En cuanto a la morosidad, la entidad se encuentra en una excelente posición en comparativa con el resto de competidores, aunque tendremos que seguir observando su evolución. Consideramos que actualmente el mayor riesgo para la entidad seguirá siendo el mayor efecto divisa, la evolución de los mercados emergentes en los que mantiene importantes inversiones y las dudas existentes en el mercado nacional. Adicionalmente cabe destacar la gran capacidad de crecimiento mantenida por SAN incluso en tiempos de gran incertidumbre en el sector (compra de A&L y posterior adquisición de los canales de distribución y depósitos minoristas de B&B, cuya consolidación se observará en los próximos trimestres). Cabe destacar también las plusvalías de 586 Mn € por la venta de la ciudad financiera de Boadilla que no han sido incluidas en los resultados de este 3T08. **Recomendación: COMPRAR.**

## RESULTADOS EUROPA

SAP



### Publicación de Resultados 9M.08.

CUENTA DE RESULTADOS			
	9M.08	9M.07	%
Ventas Totales	8.079	7.002	15,4%
Software	2.283	1.992	14,6%
SSRS	5.791	4.954	16,9%
Ebit	1.566	1.623	-4%
Mg EBIT	19,4%	23,2%	
Beneficio Neto	1.038	1.167	-11%
Mg Neto	12,8%	16,7%	



**Comentario.** La compañía de desarrollos tecnológicos presentó unas cifras poco sorprendentes, ya que hace unas semanas ya adelantó que su nivel de ventas se situaría por debajo de lo esperado para este periodo. A la ralentización comercial que mostró tanto en Software como en Services & Solutions, debemos unir una desaceleración importante en los márgenes de la compañía. Igualmente el Beneficio Neto se vio afectado por un mayor gasto financiero del esperado y una tasa fiscal que para el año se situará entre 31,0% y 31,5%. Más allá de las cifras, que incluyen la actividad de Business objects, SAP revisó a la baja sus pronósticos de facturación, aspecto sobre el que por el momento ha cancelado su objetivo para 2008 y no dará nuevas guías por el momento, y de margen operativo hasta el 28% (desde un intervalo para el margen de 28,5%/29% en junio 2008) para el conjunto de 2008 debido a la incertidumbre económica.

**Valoración.** Ya conocíamos que los resultados serían malos. Por un lado por el preaviso de hace unas semanas en cuanto a la evolución de sus ventas y por otro por la apuesta realizada por la compañía de crecer en emergentes y pymes, dado el entorno económico mundial. Finalmente parece que la crisis financiera ha afectado en las decisiones de compra de sus clientes, incluso en los mercados donde SAP esperaba capear el temporal. La revisión a la baja de sus guías ha sido otro factor negativo a añadir a la menor fortaleza de su actividad comercial. Los márgenes también se han visto erosionados. A este respecto su CEO Henning Kagermann ha declarado que en este entorno en el que se verán debilitadas las ventas, confiarán en la flexibilidad de su negocio y se centrarán en el margen operativo y en el Beneficio. A pesar de esto no podemos descartar que se produzca una estrategia comercial orientada a precios con el objeto de aprovechar la crisis económica para erosionar cuota a competidores como Oracle, especialmente en el negocio de BI. Asimismo esperamos que se apliquen medidas de ahorro drásticas en I+D los próximos meses ya que la contracción del crédito por la crisis ha reducido los pedidos. El plan de recompra sigue adelante y probablemente terminará por encima de los 500 Mn € que la compañía planeaba recomprar este año (Yield adicional del 1% aproximadamente), ya que hasta la fecha ya se han recomprado y amortizado 486 Mn €. Reducimos recomendación sobre el fabricante de software alemán a pesar de que no debemos despreciar que los crecimientos continúan siendo de doble dígito. La crisis sí le afecta, y la reducción de guías nos dan señales de que no tienen claro el corto y medio plazo. No es tiempo para dudas. Habrá que esperar a que aumente la visibilidad de su negocio. **Recomendación: VENDER.**