

### INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.911,90	4,11
EUROSTOXX 50	2.483,61	5,42
FTSE 100	4.246,69	3,57
DAX 30	4.761,58	5,25
CAC 40	3.336,41	4,83
DOW JONES	8.693,96	1,99
S&P	898,95	2,20
NASDAQ	1.580,90	2,22
NIKKEI	8.695,51	1,29

### FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.875,50	-4,01
BRENT	55,92	-2,14
BUND ALEM	118,04	0,14
TREASURY 10A	115,78	-0,07

### DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,2607	1,2724
USD/JPY	97,81	97,96

### DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,55	0,56
USA	0,51	0,50

### DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	1,31	1,29	1,32
5-10	0,83	0,82	0,77
10-30	0,60	0,53	0,61

### DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 <sup>A</sup>	2,91	2,96	0,55	0,53
5 <sup>A</sup>	3,39	3,42	0,49	0,38
10 <sup>A</sup>	4,22	4,24	0,55	-0,02
30 <sup>A</sup>	4,82	4,77	0,54	-0,66

### INDICE FONDOS INVERSIÓN

SEPTIEMBRE	2008
-2,08	-4,83%

### F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
D08	3,51	3,51
M09	2,76	2,75
J09	2,63	2,61
S09	2,65	2,71

Datos seleccionados a las 7:50 AM

### ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PLAZO	SPREAD
ASFINAG	Aaa / AAA	4.125	5 a	+42
LLOYD'S	Aaa / AAA	3.75	3 a	+18
BRS	Aaa / AAA	3,75	3 a	+20
IRLANDA (GOB)	Aaa / AAA	4	3 a	+25
IBM	A1 / A+	6.625	5a	+280
HBOS	Aaa / AAA	3,875	2 a	+20
BARCLAYS	Aaa / AAA	4,25	3 a	+25
NED. GASUNIE	Aa2 / AA-	6,0	5 a	+195
V. DE PARIS	Aaa / AAA	4,75	13 a	+40
RZB	Aa2 / A+	5,875	1 a	+81

### PERSPECTIVAS DE MERCADO

#### SESIÓN ANTERIOR

❑ Jornada a la baja la vida ayer en los mercados mundiales, en la que el Ibex-35 fue arrastrado a zona negativa por las entidades bancarias. Esta vez el más perjudicado fue BBVA (-8,95%), seguido de POP (-7,3%) y SAN (-7,1%) al que el mercado sigue penalizando por la sorprendente ampliación de capital. El único valor en positivo fue UNF (+0,4%) al calor de la OPA. Buen comportamiento relativo tuvo TEF (-0,3%) que hoy reparte dividendo e IBLA (-0,6%) que a la bajada del crudo unía la publicación hoy de resultados.

Sesión similar en Europa donde también las financieras contagiaron negativamente al resto de las compañías. Sanofi-Aventis (+0,7%) fue el único valor que acabó en positivo. De entre los valores que menos perdieron encontramos Volkswagen (-1,4%) y RWE (-1,9%) que publicó unos resultados ligeramente mejores de lo esperado. Fuertes retrocesos para las financieras italianas Intesa (-16,9%), que publicó resultados y congeló su dividendo, y Unicredit (-11%). También a la baja Deutsche Boerse (-10,2%), Deutsche Bank (-10,1%), AXA (-9,4%) y Fortis (-9,4%) que continúa con su particular caída libre.

❑ El cierre de la sesión estadounidense en el día de ayer provocó que el volumen de la jornada fuese reducido. En este contexto la deuda pública europea cerró más bien plana después de un inicio donde dominaron las ventas (el resultado del Zew alemán pudo colaborar en ello) para después ser compensadas debido a la debilidad mostrada por las bolsas.

❑ En ratings destacó cómo Moody's rebajó la calificación a Caja España (de A2 a A3; NEG) y cómo Stora Enso perdió la condición de Investment Grade por S&P (de BBB- hasta BB+). Además, Fitch rebajó a Deutsche Post desde A hasta A- con perspectiva negativa.

#### PREVISIONES PARA EL DIA

❑ Hoy habrá pocos datos macroeconómicos tanto en España como en EE.UU.. Así, la referencia más destacada serán los precios al consumo españoles del mes de octubre (referencia final) y la producción industrial de septiembre en la zona euro.

❑ En materia de declaraciones lo más destacado será una de Paulson (Secretario del Tesoro estadounidense) donde hablará sobre el programa de rescate al sistema financiero y donde dará nuevos datos sobre la entrada al funcionamiento del TARP y posibles nuevas medidas o modificaciones sobre dicho fondo (será a la 16:30). Además, también serán importantes las intervenciones de Kohn (17:00) y de Stearn (19:00), ambos de la Fed.

❑ El mercado podría estar pendiente a la comparecencia de Paulson comentada en el párrafo anterior. Por lo tanto, si no se conoce ninguna noticia corporativa que pueda incidir sobre el mismo, sería de esperar un movimiento en rango hasta entonces.

#### ANÁLISIS TÉCNICO

##### IBEX 35

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

##### BUND (Dic 08)

- ✓ **Resistencia:** 117,80 / 118,00 / 118,26
- ✓ **Soporte:** 116,75 / 116,00 / 115,81

### AGENDA MACROECONÓMICA

EMISOR	RATING	CUPON	PLAZO	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
					9:00	Esp	Precios al consumo	3,6% a/a	4,5% a/a
					9:00	Esp	Precios al consumo armonizados	3,6% a/a	3,6% a/a
					9:00	Esp	Precios al consumo subyacentes	2,9% a/a	3,4% a/a
					10:30	UK	Tasa de paro	3,0%	2,9%
					11:00	UME	Producción industrial	-1,4% a/a	-0,7% a/a
					13:00	EEUU	Solicitudes de hipotecas		-20,3%

## DATOS MACROECONÓMICOS

### Zona Euro

#### Rebote del Zew alemán en el mes de noviembre

**Comentario:** El Zew alemán del mes de noviembre experimentó un rebote desde niveles de -63 hasta -53,5. De esta forma, el sesgo del índice fue sensiblemente más positivo de lo esperado por el consenso del mercado, aunque sigue reflejando las expectativas de una manifiesta debilidad de la economía. En lo que respecta al componente que mide la situación actual del dato, se observó un marcado deterioro (de -35,9 a -50,4 cuando se manejaba un -45) lo que indica que los inversores valoran de forma muy negativa el presente, aunque su visión de los próximos meses sería algo menos negativa que en meses anteriores. En relación a la zona euro, el índice de perspectivas también experimentó una mejora pasando desde -62,7 hasta -54. Como sucedió con la referencia de la economía alemana, el sesgo fue más positivo de lo esperado ya que el consenso esperaba una corrección menor hasta -60,5. Así, parece que la ligera corrección de los mercados en las últimas semanas, después de los rescates masivos que los gobiernos globales han puesto en funcionamiento, unido a otro tipo de medidas más enfocadas a una relajación de las políticas monetarias, también en términos globales, han ayudado a que el ánimo de los inversores también experimentase una leve mejora. Sin embargo, como ya hemos comentado anteriormente, los niveles de ambos índices seguirían siendo compatibles con un entorno macroeconómico muy complicado y susceptible de propiciar nuevos recortes de tipos. Los movimientos de los mercados ante la publicación han sido muy reducidos.

## RESULTADOS ESPAÑA

### TÉCNICAS REUNIDAS



#### Publicación de resultados 9M08.

Mn €	3T.08		% Var.	9M08		% Var.
	3T.08	3T.07		9M08	9M07	
Ventas	617,7	497,3	24,2%	1.792,3	1.410,6	27,1%
EBITDA	36,8	27,7	32,9%	105,5	78,3	34,7%
<b>Mg. EBITDA</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,6%</b>	<b>0,4%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,6%</b>	<b>0,3%</b>
EBIT	35,7	26,6	34,2%	101,3	75,0	35,1%
BN	40,1	27,1	48,0%	102,3	76,6	33,6%

**Comentario.** El incremento de los resultados ha provenido principalmente del aumento de la actividad en el negocio de Petróleo y Gas gracias al desarrollo de proyectos como los de Cartagena para Repsol YPF, Bourouge en Emiratos, Saih Rawl en Omán y Hawiyah para Saudi Aramco. El área que mayor crecimiento ha experimentado ha sido la de Energía, gracias a la ejecución de proyectos en Omán (Saih Rawl) y otros en España para Endesa y Gas Natural. A pesar de experimentar una mayor tasa fiscal, la generación de resultados financieros positivos por la apreciación del dólar frente al euro ha posibilitado un mayor incremento del beneficio neto. La cartera de proyectos se ha incrementado un +6%, situándose en los 4.720 Mn €. Esta cifra ha supuesto sin embargo una contracción con respecto a la situación que presentaba la cartera en el primer semestre (5.074 Mn €) ya que en el trimestre tan sólo ha sido incorporada a la cartera la adjudicación de un contrato con ENAP por valor de 150 Mn \$.

**Valoración.** Las cifras presentadas han estado en línea con lo que preveíamos. La reducción de la cartera no pensamos que deba preocupar en exceso, estando previstas diversas adjudicaciones relevantes en los próximos meses que deberán impulsar significativamente el volumen de trabajo de la compañía. Como foco de incertidumbre incidiríamos sobre el hecho de que más de 2.000 Mn € de la cartera están contratados bajo la modalidad de "open-book", lo que podría conllevar hipotéticamente la revisión a la baja del valor de algunos contratos ante el escenario de caída de las materias primas en que nos encontramos. De hecho en la conference call de por la tarde la compañía confirmó esta posibilidad, aparte de que indicó que algunos proyectos muy posiblemente experimentarían retrasos, pero no cancelaciones. En cualquier caso el consejero delegado comunicó su optimismo sobre la situación general de la compañía a parte de que confirmó que TRE se habría preclasificado para numerosos proyectos relevantes de refino y upstream. Pensamos que a los precios actuales el valor ya descuenta un escenario fuertemente negativo y reiteramos nuestra recomendación de **COMPRAR**.

OHL



## Publicación de Resultados.

Mn €	2008	2007	% Var
TOTAL INGRESOS (Mn €)	2.866	2.794	2,6%
EBITDA (Mn €)	436	391	11,5%
Mg EBITDA	15,2%	14,0%	
EBIT	302	268	12,8%
Mg EBIT	10,5%	9,6%	n.a
BENEFICIO NETO (Mn €)	96	96	0,2%
Mg Neto	3,3%	3,4%	n.a
	3T.08 E	3T.07	% Var
<b>VENTAS</b>	<b>2.866</b>	<b>2.794</b>	<b>2,6%</b>
Construcción Nacional	1.357	1.478	(8,1%)
Construcción Internacional	960	857	12,0%
Concesiones	388	318	22,0%
Medio Ambiente	78	83	(6,0%)
Industrial	17		
Desarrollos	66	58	13,8%

	3T.08 E	3T.07	% Var
<b>EBITDA</b>	<b>436,4</b>	<b>392,3</b>	<b>11,2%</b>
Mg Ebitda	15,2%	14,0%	
Construcción Nacional	84,3	82,0	2,8%
Mg Ebitda	6,2%	5,5%	
Construcción Internaci	63,5	62,7	1,3%
Mg Ebitda	6,6%	7,3%	
Concesiones	269,2	235,6	14,3%
Mg Ebitda	69,4%	74,1%	
Medio Ambiente	12,2	8,4	45,2%
Mg Ebitda	15,6%	10,1%	
Industrial	1,0		
Desarrollos	6,2	3,6	72,2%

**Comentario.** Resultados de OHL que muestran un crecimiento discreto de las ventas (+2,6%). El mal comportamiento de Construcción Nacional (-8,1%) sigue lastrando las cifras de la compañía. Como contrapartida, la evolución en los 9M.08 de Construcción Internacional ha sido muy positiva, con un crecimiento en las ventas del +12% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, gracias al buen comportamiento de las filiales checas, cuya facturación ha crecido un 23,4% y a la entrada en ejecución de importantes proyectos contratados en los últimos meses (Hospital de Doha en Qatar o el Centro de Convenciones de Orán en Argelia). En lo que a Concesiones se refiere, la favorable evolución del tráfico de las autopistas ha permitido, tal como esperábamos, un sólido crecimiento de las ventas (+22%) y del Ebitda (+14,3%). A pesar de ello, se registra una caída en los márgenes de este área como consecuencia de la incorporación de nuevos activos (cinco nuevas autopistas en Brasil y concesiones en México). Por último destaca la caída de las ventas en Medioambiente (-6%) debido a una sensible caída de su negocio. Sin embargo, su Ebitda se ha visto incrementado en más de un 45% respecto a los 9M.07 como consecuencia de la progresiva maduración de los proyectos en operación. Ello le ha permitido incrementar los márgenes (10,1% 9M.07 vs 15,6% 9M.08).

**Valoración.** Los resultados publicados por OHL vuelven a reflejar los aspectos que hacen atractiva a la compañía y también los que nos hacen pensar que aún es pronto para considerarla como una buena opción de compra. Un buen comportamiento de Construcción Internacional, a la que seguimos viendo con fuerza para seguir creciendo en los próximos meses, y la fortaleza que sigue mostrando Concesiones nos permiten ver la mejor cara de OHL. Por el contrario, la ya más que constatada caída de Construcción Nacional, que sigue siendo el área de negocio que más peso tiene en las ventas del Grupo, y el flojo comportamiento de Medio Ambiente son los puntos más preocupantes. A ello debemos añadir el impacto negativo de la divisa y el endeudamiento que se ha incrementado un 28,4% respecto a los 9M.07. Por tanto, seguimos confiando en que la compañía tenga una evolución favorable de cara a los próximos ejercicios, aunque aún deberá consolidar su negocio en 2009. **Recomendación: MANTENER**

## RESULTADOS EUROPA

ENEL



## Publicación de Resultados 9M.08.

Mn €	9M.08	9M.07	%var
<b>Cifra de Ventas</b>	<b>45.302</b>	<b>28.760</b>	<b>57,5%</b>
<b>Ebitda</b>	<b>11.312</b>	<b>6.711</b>	<b>68,6%</b>
Mg Ebitda	24,97%	23,33%	
<b>Ebit</b>	<b>8.184</b>	<b>4.751</b>	<b>72,3%</b>
Mg Ebit	18,07%	16,52%	
<b>Beneficio Neto</b>	<b>4.982</b>	<b>2.678</b>	<b>86,0%</b>
Mg Neto	11,00%	9,31%	

**Comentario.** Resultados muy llamativos de la compañía italiana que muestra fuertes incrementos con respecto a su actividad del 9M.07 gracias a la inclusión de los nuevos negocios, especialmente Endesa. De cualquier manera las cifras han sido positivas y superan las estimaciones previas y al consenso de mercado. Mejora significativa en el mercado doméstico, especialmente en el mercado regulado, que impulsa el Ebitda particular de esta división un 69,6%. Buena evolución de los negocios de LatAm y renovables, también Slovenska Elektrarne que continúa registrando una evolución más que positiva periodo tras periodo. El Ebitda de Internacional creció prácticamente un 30%. La aportación de Endesa al Ebitda de la compañía fue del 32,7%. Además, a nivel de Beneficio Neto, la italiana se ha beneficiado de una menor tasa fiscal, así como de partidas discontinuas, lo que le ha posibilitado mostrar un avance sensiblemente superior al esperado. El endeudamiento neto del grupo disminuyó hasta 51.377 millones de

euros, un 7,9% menos respecto al 31 de diciembre del año pasado. Las inversiones efectuadas en los primeros nueve meses de 2008 alcanzaron los 4.128 millones de euros, con un incremento de 1.610 millones respecto al mismo periodo de 2007 (+63,9%).

**Valoración.** Buenos resultados distorsionados por la inclusión de las cifras de las nuevas adquisiciones realizadas en 2008. Las aportaciones al Ebitda, tanto del mercado regulado en su negocio doméstico como la aportación realizada por Endesa y por el negocio internacional fueron significativas. El dato que más nos interesaba era conocer la situación de endeudamiento y liquidez de la eléctrica italiana. La reducción de Deuda nos ha parecido positiva, aunque insuficiente. Enel continúa siendo la eléctrica europea con mayor endeudamiento y deberá continuar en esta senda de reducción de deuda de cara a posicionarse en línea con sus comparables. De cara al año que viene cobrará especial relevancia la posibilidad de que Acciona pueda ejercer su Put por el 25% del capital de Endesa, lo que exige a la italiana seguir trabajando en esta reducción de deuda por si esta ejecución llega a principios de 2010. De momento tiene todo 2009 para continuar haciéndolo gracias a su generación de flujo de caja (8.120 Mn € CFO 9M.08). Debemos mantener la vigilancia en este aspecto. A nivel operativo bien. Buenos números y cotización poco exigente. Recomendación: **MANTENER.**

## RWE



Publicación de Resultados 9M.08.

Mn €	9M.08	9M.07	%Var.
<b>Ventas</b>	<b>34.454</b>	<b>30.272</b>	13,8%
<b>Ebitda</b>	<b>6.844</b>	<b>6.432</b>	6,4%
<i>Mg Ebitda</i>	19,86%	21,25%	
<b>Ebit</b>	<b>5.788</b>	<b>5.505</b>	5,1%
<i>Mg Ebit</i>	16,80%	18,19%	
<b>Beneficio Neto</b>	<b>2.211</b>	<b>2.834</b>	-22,0%
<i>Mg Neto</i>	6,42%	9,36%	

**Comentario.** El negocio eléctrico dentro de Alemania ha sido el detonante de un buen tercer trimestre, que ha permitido compensar una evolución más discreta en 1S.08. El aumento del Ebitda durante el periodo se debió a la mejora de los ingresos en la división de electricidad en Alemania por la subida de los precios y después de la reactivación del módulo B de la central nuclear de Biblis. Sin embargo, en la cuenta de resultados tuvieron un efecto negativo la menor asignación de derechos de emisión de CO2 y la reducción de las retribuciones por las redes que han aplicado las autoridades alemanas. Pese a una mala actuación de la división RWE DEA durante el último trimestre, el buen resultado de la división en la primera parte del año por los elevados precios del Gas, permite mantener un crecimiento de Ebitda de doble dígito en esta división. Mal RWE nPower tal como anticipábamos. Un mal año para la filial británica. El Capex en el periodo aumenta un +37%, hasta los 3.400 Mn €. Así mismo destaca que el PayOut se fijará entre el 70% / 80% en el periodo frente al 50% / 60% anterior. La alemana concluye sus resultados parciales de 9M.08 confirmando guías de cara a final de año, con un incremento de las ventas del 10% y del Beneficio Neto, y estabilidad en Ebitda y Ebit.

**Valoración.** Resultados ligeramente mejores de lo que esperábamos en todas las líneas de la cuenta de pérdidas y ganancias del 9M.08, y evolución de los negocios totalmente en línea con lo que esperábamos de cada uno de ellos durante el periodo. Ya anticipábamos que probablemente la evolución de los negocios durante este trimestre serviría para compensar parcialmente una mala primera mitad del año y así ha sido efectivamente. Bien en lo que va de año las divisiones de electricidad y gas: Power, Energy y DEA, con crecimientos de Ebitda de doble dígito salvo en el caso de Energy. Mal las divisiones de nPower y Supply & Trading, con caídas significativas a nivel de Ebitda. Los verdaderos catalizadores de RWE no está siendo sin embargo la mejora operativa sino su sólido balance y su capacidad de invertir con su flujo de caja, tal como demuestra el ritmo de inversión en parques eólicos durante el periodo a pesar del escaso endeudamiento registrado por el grupo. El Plan estratégico de RWE exige un incremento del endeudamiento significativo, hasta alcanzar los 2,4x / 2,8x DFN/Ebitda (vs actual 0,1x 08E). Esto parece que por el momento no se acometerá, dadas las dificultades del mercado, pero este paso deberá ser dado algún día si no quieren incumplir sus guías futuras. Por el momento mejora operativa, lo que unido al buen sentimiento del mercado en lo que respecta a la solidez del valor, puede proporcionar nuevos avances. El hecho de desvincular la operación de American Water y el dividendo del grupo también tiene un efecto positivo sobre el accionista. **Recomendación: COMPRAR.**



## Publicación de resultados 3T.08.

CUENTA DE RESULTADOS				
Mn €	3T08	% Var a/a	9M08	% Var a/a
<b>Mg. Intermediación</b>	<b>3.046</b>	<b>15,6%</b>	<b>8.790</b>	<b>12,6%</b>
Comisiones Netas	1.405	-14,0%	4.598	-8,7%
<b>Mg. Ordinario</b>	<b>4.633</b>	<b>-3,9%</b>	<b>14.273</b>	<b>-3,2%</b>
Gastos personales	1.408	-5,8%	4.318	2,0%
Gastos generales	799	1,1%	2.361	-0,2%
Mg. Explotación	<b>2.226</b>	<b>-4,1%</b>	<b>7.007</b>	<b>-6,6%</b>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>673</b>	<b>-53,9%</b>	<b>3.778</b>	<b>-44,0%</b>

**Comentario.** Intesa presentó ayer los resultados relativos al 3T.08 registrando un beneficio neto por importe de 673 Mn €, cifra que se encontraba por debajo del consenso y también por debajo de nuestras estimaciones, como consecuencia de las elevadas provisiones dotadas. En cuanto al margen de intermediación observamos un crecimiento acumulado del 12,6% respecto del mismo periodo del ejercicio (9 Mn € menos de margen de intermediación de no haberse acogido a la IAS 39) lo que muestra una importante fortaleza del negocio a pesar de la crisis económica actual. Las comisiones por su parte caen notablemente debido a la pérdida de fondos gestionados por la entidad y a la situación macroeconómica adversa. El margen ordinario cae un -3,9% debido fundamentalmente a los malos resultados obtenidos en las operaciones de trading donde se han registrado unos ingresos de 329 Mn € en los 9M.08 frente a 1.125 Mn € del mismo periodo del ejercicio anterior (depreciaciones de productos estructurados por importe de 236 Mn €, exposición a Lehman por 6 Mn € y a Icelandic bank por importe de 1 Mn €). En cuanto a los gastos, se mantienen bastante estables respecto de trimestres anteriores. Por último, el beneficio neto cae un -44% como consecuencia de las provisiones dotadas que pasan de 1.320 Mn € registrados en los primeros 9 meses de 2007 a 1.775 Mn € contabilizadas en los 9M.08 (233 Mn € por la exposición a Lehman y 59 Mn € por la exposición a Icelandic bank).

**Valoración.** Si se excluyen los componentes no recurrentes y los efectos negativos derivados de la crisis financiera mundial, el beneficio neto consolidado de ISP se vería incrementado en un +13,9% lo que nos da esperanzas sobre la evolución futura del negocio que ha mostrado unos márgenes fuertes a pesar del entorno económico actual. Por otra parte, la entidad ha comunicado que no pagará el dividendo correspondiente al 2008, lo que le servirá para mejorar sus ratios de capital y situarse en un Tier 1 del 6,9%, en un momento en el que todas las miradas van dirigidas los ratios de solvencia, debido a las recapitalizaciones llevadas a cabo por sus competidores, en muchos casos a través de fondos públicos. Seguimos destacando del valor su exposición marginal al mercado subprime (12 Mn de € a 30 de septiembre de 2008), la apuesta por mercados de alto crecimiento como Europa del Este e Italia y la intención de crecer de forma orgánica tras la consolidación del sistema bancario italiano que se finalizó en verano. Seguimos manteniendo nuestra recomendación de **MANTENER**.