

Jueves 13 de noviembre de 2008

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.646,80	-2,97
EUROSTOXX 50	2.400,74	-3,34
FTSE 100	4.182,02	-1,52
DAX 30	4.620,80	-2,96
CAC 40	3.233,96	-3,07
DOW JONES	8.282,66	-4,73
S&P	852,30	-5,19
NASDAQ	1.499,21	-5,17
NIKKEI	8.238,64	-5,25

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.682,00	-2,18
BRENT	51,10	-8,62
BUND ALEM	118,46	0,36
TREASURY 10A	116,77	0,85

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,2477	1,2607
USD/JPY	95,72	97,81

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,55	0,55
USA	0,46	0,51

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	1,32	1,31	1,35
5-10	0,81	0,83	0,77
10-30	0,62	0,60	0,63

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	2,86	2,91	0,58	0,47
5 ^A	3,37	3,39	0,51	0,33
10 ^A	4,18	4,22	0,55	-0,04
30 ^A	4,80	4,82	0,53	-0,70

INDICE FONDOS INVERSIÓN

	SEPTIEMBRE	2008
	-2,08	-4,83%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
D08	3,44	3,47
M09	2,66	2,72
J09	2,61	2,61
S09	2,63	2,65

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PLAZO	SPREAD
SFEF	Aaa / AAA	3,5	3 a	+5
RWE	A1 / A	6,625	10 a	+255
RWE	A1 / A	6,625	5 a	+215
SCHIPHOL	A1 / A- *	6,625	5 a	+300
ASFINAG	Aaa / AAA	4.125	5 a	+42
LLOYD'S	Aaa / AAA	3,75	3 a	+18
RBS	Aaa / AAA	3,75	3 a	+20
IRLANDA (GOB)	Aaa / AAA	4	3 a	+25
IBM	A1 / A+	6.625	5a	+280

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

■ Nueva jornada de bajadas la vivida ayer en la renta variable. En el Ibex-35 el valor más perjudicado fue SAN (-7,6%) que comienza hoy el proceso de suscripción de derechos. Otros valores que acabaron en negativo fueron TRE (-6,5%), ELE (-4,6%) y TEL (-4,3%) tras el reparto de su dividendo. En la parte positiva de la tabla encontramos a MAP (+8,2%) y SYV (+5,3%) que se benefició de la noticia sobre el interés de Gazprom por comprarle el 20% de Repsol.

También en Europa se sufrieron ayer importantes caídas, siendo Deutsche Boerse (+1,9%), Unicredit (+0,6%) y Munich Re (+0,6%) de los pocos valores que acabaron en positivo. Fuertes bajadas las sufridas por ArcelorMittal (-9,6%), Fortis (-8,6%), Alstom (8,5%) y Renault (-8,3%). Al igual que en España, las entidades financieras vivieron también importantes caídas. SAN (-7,6%) que sigue siendo penalizada tras su inesperada ampliación de capital, Deutsche Bank (-6,9%), Intesa (-6,8%) tras presentar el martes sus resultados del tercer trimestre y Credit Agricole (-6,5%).

■ Los rumores, posteriormente confirmados por Paulson, de que el Tesoro estadounidense podría variar las funciones asignadas al TARP, propiciaron que la inestabilidad volviese a reinar en los mercados, lo que provocó una fuerte presión vendedora sobre las bolsas, mientras que la deuda pública reflejó compras en el cómputo general de la sesión. El cambio de enfoque del TARP anunciado ayer se basaría en eliminar las compras de activos tóxicos ligados a hipotecas para centrarse en la adquisición de otros respaldados por otro tipo de préstamos, en un intento de impulsar el consumo. De igual manera, otro punto importante será la mayor recapitalización de los bancos.

■ En ratings destacó cómo Moody's puso en revisión negativa a Lafarge y Danske Bank (Baa2 y Aa1 respectivamente) y en outlook negativo a DnB NOR (Aa1). Además, S&P rebajó a Swiss Life de BBB a BBB- y subió a St. George Bank de A+ a AA.

PREVISIONES PARA EL DÍA

■ Hoy conoceremos el primer dato de PIB de economías de la Unión Europea para el tercer trimestre, en su estimación preliminar, concretamente el de Alemania (España ha sido trasladado a mañana). En relación con este registro se ha publicado una contracción trimestral del 0,5% cuando el mercado manejaba una caída del 0,2%. Por otra parte, en EE.UU. destaca la publicación de la balanza comercial de septiembre, único componente con posibilidades de soportar el crecimiento del PIB, y las peticiones de desempleo, que revisten importancia dada su estrecha correlación con la tasa de paro.

■ En cuanto a comparecencias, por parte de la Fed sólo están previstas las de Plosser y Stern, a las 18.00 y a las 20.00 respectivamente. Del BCE, además de la publicación del informe mensual, se esperan abundantes declaraciones, destacando las de Quaden y Nowotny (belga y austriaco respectivamente, a las 11:30), Papademos (griego, a las 14.00) y Weber (alemán, a las 18.00).

■ El sesgo negativo de los datos macroeconómicos conocidos y que se esperan para hoy, junto con el incremento del nerviosismo tras el cambio de enfoque del TARP antes comentado, podrían ayudar a que el sesgo de la sesión siga estando dominado por presión compradora sobre las curvas.

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

HORA	PAÍS	INDICADOR	PREV.	ULT.
8:00	Ale	PIB (P)		
8:45	Fra	IPC	-0.2% t/t	-0.5% t/t
8:45	Fra	IPC Armonizado	1.0% a/a	1.7% a/a
8:45	Fra	Balanza cuenta corriente	2.6%	3.0%
10:00	UME	Informe mensual BCE	2.9%	3.3%
14:30	EEUU	Balanza comercial	-57.0	-4.2
14:30	EEUU	Peticiones semanales desempleo	480	-59.1
17:00	EEUU	Inventarios de crudo	1000	481
20:00	EEUU	Presupuesto mensual	-200	1787

DATOS MACROECONÓMICOS

Zona Euro

La inflación española de octubre confirmó su estimación preliminar

Comentario: La inflación española se desaceleró desde el 4,5% hasta el 3,6% con lo cual el dato se ajustó a las previsiones del consenso. En términos armonizados también se respetaron las expectativas del mercado y el dato preliminar conocido días atrás, al registrar un dato del 3,6%. En materia de inflación subyacente, también se pudo observar una desaceleración acentuada pasando de un 3,4% a un 2,9%, igualmente en línea con el consenso. Este resultado se fundamentó en dos partidas principalmente. La primera de ellas fue la de alimentos (pasó de 6,1% a 4,0%) y la segunda la de transportes (de 7,4% a 4,2%). En este último componente tuvo un papel importante la caída del precio del crudo. Cabe destacar que con este dato y en relación con el registro preliminar de precios de la zona euro de octubre, el diferencial de inflación de la economía española frente al europeo pasó de un 1,1% a cuatro décimas.

La producción industrial de la Zona Euro aceleró su contracción en septiembre

Comentario: La producción industrial reflejó una nueva caída de su nivel de actividad en términos interanuales pasando de un -0,7% a un -2,4% (se esperaba un -1,2%). Ello se produjo después de que la referencia experimentase una contracción del 1,6% mensual y el dato anterior fuese revisado a la baja desde un crecimiento del 1,1% mensual hasta uno del 0,8%. En la descomposición se pudo observar como todos los componentes ayudaron a la contracción en términos mensuales, destacando los bienes intermedios (-2,6% mensual) y bienes duraderos (-2,5%).

COMPAÑÍAS ESPAÑA

REPSOL YPF/SACYR



Gazprom confirma su interés en Repsol YPF.

Comentario. En reunión ayer con el ministro de Industria, el vicepresidente ruso Alexander Zhukov anunció que Gazprom se encontraba estudiando la posibilidad de hacerse con el 20% de Repsol YPF en manos de Sacyr.

Valoración. El posible interés de la rusa por hacerse con la participación de Repsol en manos de Sacyr ya comenzó a sonar hace más de un mes coincidiendo con la noticia que se publicó acerca de la posibilidad de que la francesa Total pudiera ser uno de los candidatos para hacerse con el paquete. Gazprom y Repsol YPF ya mantienen algunos acuerdos para llevar a cabo proyectos conjuntos de gas y petróleo en Europa y Latinoamérica, y por tanto no es de sorprender que la rusa pueda estar mostrando interés sobre la hispanoargentina. Por otro lado, Repsol ha venido desplegando en los últimos años una creciente actividad en Rusia (apertura de oficina en Moscú, adquisición de un 10% de West Siberian Resources) con lo que una aproximación de posiciones entre la hispanoargentina y la rusa no resultaría extraño. Recomendación: COMPRAR.

En el caso de Sacyr, el hecho de que se vaya confirmando el interés de agentes concretos por su participación en la petrolera sin duda le favorece por cuanto podría ver reducidas enormemente sus cargas financieras en caso de completarse la venta, un peso que a día de hoy ha supuesto para la constructora tener que plantearse la venta de algunos de sus negocios, como su división de Servicios y Concesiones, con objeto de hacer frente a las garantías de los préstamos. Por ello pensamos que en caso de producirse nuevas noticias de este tipo la gran beneficiada sería la constructora. Recomendación: MANTENER.

CINTRA/ACCIONA



Según Expansión ponen a la venta sus filiales de aparcamientos.

Comentario. Cintra gestiona actualmente 301.122 plazas de aparcamiento, de las cuales un 53% son de estacionamiento regulado, un 38% en rotación y el resto son plazas de residentes. El número de plazas gestionadas se ha incrementado este año un 17% en gran medida gracias a la adjudicación del contrato de gestión de Stansted (28.363 nuevas plazas), cuya consolidación se ha iniciado en octubre. Cintra Aparcamientos ha obtenido una cifra de negocio de 107 Mn € en 9M08 (+1,3% a/a y 13% sobre total Ingresos) y un Ebitda de 33 Mn € (-11,3%, 6%), siendo el Mg Ebitda por tanto del 30,9% (-4,4 pp) vs 73,3% de la actividad de Autopistas. Acciona por su parte gestiona 17.700 plazas, consolidadas en su división Inmobiliaria, si bien la falta de información disponible nos impide dar un mayor detalle.

Valoración. Noticia sorprendente en el caso de Cintra pese a que la compañía en alguna ocasión haya dejado entrever que era una actividad que podría ser considerada como no estratégica. Y decimos sorprendente porque a diferencia de Acciona, su balance no tiene la urgencia de ver aligerado su apalancamiento. Acciona por el contrario ha venido realizando desinversiones de negocios o activos no estratégicos en los últimos trimestres (negocio funerario, algunas concesiones) precisamente como vía para consolidar su actividad energética, y sobre todo, para reducir el peso de la deuda por la compra de su paquete en Endesa. Recordamos además la venta fallida de Transmediterránea o la intención de la compañía de vender su negocio de Servicios Urbanos y Medioambientales. Sobre la valoración que da Expansión, tenemos más que dudas. En relación a la división de Cintra, con la tasa de descuento del 9,25% que aplica la propia compañía y con un escenario algo conservador, más en términos de rotación que de crecimiento en nuevas plazas, la valoración estaría en torno a los 470 Mn € vs 800 Mn € que cita el periódico, lo que supone un múltiplo EV/Ebitda de 10,5x. Si aplicamos ese multiplicador al Ebitda de la división de aparcamientos de Acciona su valoración estaría en torno a los 160 Mn € vs 200 Mn € que de nuevo cita Expansión. Recomendación Cintra: MANTENER.
Recomendación Acciona: MANTENER.

RESULTADOS ESPAÑA

IBERIA



Publicación de resultados 9M.08.

	Mn €					
	3T.08	3T.07	% Var.	9M.08	9M.07	% Var.
Cifra de negocios	1.456,7	1.459,6	-0,2%	4.146,9	4.126,9	0,5%
Ebitdar	159,6	306,0	-47,8%	419,0	699,9	-40,1%
<i>Mg Ebitdar</i>	<i>11,0%</i>	<i>21,0%</i>	<i>-10,0%</i>	<i>10,1%</i>	<i>17,0%</i>	<i>-6,9%</i>
B. Neto	30,4	148,2	-79,5%	51,6	210,8	-75,5%
<i>Mg Neto</i>	<i>2,1%</i>	<i>10,2%</i>	<i>-8,1%</i>	<i>1,2%</i>	<i>5,1%</i>	<i>-3,9%</i>

Comentario. Resultados malos y por debajo de lo esperado (Ingresos 1.473 Mn € E, Ebitdar 184 Mn € E) si bien el BN (7,5 Mn € E) superó notablemente nuestra peor previsión. Sobre los ingresos destacamos el hecho de que los ingresos por pasaje (1.142 Mn € E vs 1.138 Mn €) cayeron un -1,3%, si bien ajustada esa variación a divisa constante habría mostrado crecimiento positivo. El resto de ingresos bien y mejores de lo esperado, explicándose esa diferencia en la cifra total de ingresos en la partida de no recurrentes, como la recuperación de provisiones y algunos seguros de flota. Los costes vuelven a explicar el mal comportamiento del beneficio operativo, especialmente el combustible, que crece en términos anuales un +45% (+59% a trimestre estanco) y pasa a representar ya un 36% de los costes relativos al negocio de transporte. El resto de líneas totalmente en línea y con los descensos esperados. El mejor BN del estimado se explica por un mayor resultado financiero, por la doble partida de incremento en ingresos y caída en gastos, y por la sorprendente mejoría de los resultados por puesta en equivalencia (Clickair).

Valoración. Lo único positivo de los resultados está en el hecho de que ajustados los mismos por un tipo de cambio constante, la yield mejora, pero en nuestra opinión hay muy poca solidez en este dato, y en que el resultado financiero salva a la compañía de entrar en pérdidas. Muy sorprendente la contribución de Clickair. Aunque el precio del combustible se ha relajado notablemente es tarde para pensar que sólo ese factor contribuirá en el cuarto trimestre a mejorar los resultados. Seguimos apreciando debilidad en el sector y lo corrobora unos malos datos de tráfico de octubre. Igualmente mantenemos nuestra opinión de que el proyecto de fusión está en peligro, no tanto por su realización sino por los plazos (BA no está mucho mejor que Iberia). Hemos ajustado algo nuestras estimaciones para el último tramo del año y la ecuación teórica de canje de la Newco resultante de la fusión, y la conclusión es que nuestro precio objetivo se ha visto reducido en un 7% hasta 1,59 € **Recomendación: VENDER.**

RESULTADOS EUROPA

ING



Publicación de resultados 3T.08.

BAI principales unidades de negocio				
Mn €	3T.08	% Var a/a	9M.08	% Var a/a
Seguros Europa	101	-72,1%	837	-44,1%
Seguros América	-214	-144,6%	478	-70,2%
Seguros Asia / Pacífico	19	-87,5%	325	-30,0%
Centro corporativo	-453	-255,1%	-320	-143,3%
Total seguros	-547	-142,5%	1.321	-69,3%
Banca Corporativa	40	-90,1%	975	-46,1%
Banca retail	420	-20,2%	1.616	-0,3%
ING Direct	-47	-139,2%	287	-37,1%
Centro corporativo	-629	-1.286,3%	-588	764,8%
Total bancos	-216	-119,6%	2.289	-40,0%
Resultado Neto	-478	-120,7%	3.031	-55,0%

Comentario. ING presentó ayer los resultados correspondientes al 3T.08 en los que registraron unas pérdidas por importe de -478 Mn € vs 2.306 Mn € de beneficio registrados en el 3T.07. El motivo principal que ha dado lugar a estas pérdidas ha sido el impacto directo de la crisis en la cuenta de resultados por una menor valoración de activos por un importe total de 1.505 Mn €. Se han dotado 628 Mn € por devaluación de acciones, 416 Mn € por depreciación de activos ligados a la quiebra de Lehman Brothers y de Washington Mutual. Adicionalmente se hicieron provisiones de 30 Mn € por hipotecas subprime, 198 Mn € por hipotecas Alt-A y 181 Mn € CDOs/CLOs.

Desde un punto de vista operativo, los resultados no han sido demasiado malos, siendo la noticia negativa la caída en los ingresos por inversiones que se han visto disminuidas en un -65,8% respecto del 3T.07 (1.207 Mn € registrados en el 3T.08 vs 3.530 Mn € en el 3T.07). En el área seguros destacamos caídas del 6,5% en los ingresos por primas y un menor resultado de las inversiones, principalmente inmobiliarias y private equity. El APE disminuye un 8,5% debido a la baja demanda de seguros. Por otra parte, el área de Banca sigue mostrando un deterioro en sus márgenes como consecuencia de la disminución en los ingresos por comisiones y las pérdidas obtenidas en las inversiones. Adicionalmente la Banca Mayorista sufrió el reconocimiento de una menor valoración de la cartera inmobiliaria (-98 Mn €) y activos de crédito (-257 Mn €).

Valoración. Desde el punto de vista operacional los resultados no son del todo malos aunque las importantes depreciaciones en el valor y las provisiones dotadas nos hacen tener ciertas dudas sobre los futuros resultados de la entidad. Adicionalmente, ING ha admitido que las presiones sobre el valor de sus activos podrían continuar en el cuarto trimestre del año, y el deterioro de las condiciones económicas podría volver a dañar los resultados del próximo 2009. La entidad sigue llevando a cabo su proceso de expansión y crecimiento comercial especialmente en nuevos mercados como Asia y EEUU tras la compra de CitiStreet que finalizó en julio. En cuanto al dividendo, la entidad ha comunicado que no repartirá más dividendo en el 2008 para así mejorar sus ratios de capital. Adicionalmente, cabe destacar que la inyección de liquidez por parte del gobierno holandés en la entidad servirá no solo para mejorar ratios de solvencia (TIER I pasará del 6,5% al 8%) sino también para sanear su balance y recapitalizar el valor de sus acciones. El respaldo por parte del gobierno nos da confianza sobre la evolución de la entidad en el futuro aunque siempre con el ojo puesto sobre su cartera de inversión y posibles deterioros futuros. **Recomendación: MANTENER.**

UNICREDIT



Publicación de resultados 3T.08.

CUENTA DE RESULTADOS				
Mn €	3T08	% Var a/a	9M08	% Var a/a
Mg. Intermediación	4.911	18,4%	14.129	13,4%
Comisiones Netas	2.201	-13,1%	7.003	-12,5%
Mg. Ordinario	6.746	-1,9%	20.789	-7,3%
Gastos personales	2.467	2,3%	7.533	4,3%
Gastos generales	1.478	2,4%	4.443	3,4%
Mg. Explotación	2.589	-8,0%	8.271	-20,2%
Beneficio Neto	551	-54,2%	3.584	-32,8%

RATIOS RELEVANTES		
Mn €	3T08	3T07
Eficiencia	60,2%	53,7%
TIER I	6,5%	6,5%
ROE	10,8%	18,1%

Comentario: El margen de intermediación se ha visto beneficiado por el crecimiento en volumen de los préstamos a clientes (+8,4%) y préstamos a bancos (+12,5%) y el crecimiento de los depósitos de clientes y bancos (+1,5% y +14,4% respectivamente). Las comisiones han sido algo peor de lo esperado en nuestras estimaciones, debido a la disminución de los activos bajo gestión (-27,2%) y debilidad en los mercados financieros. Malos resultados obtenidos en la actividad de trading como consecuencia de una menor valoración de activos crediticios (-523 Mn € registrados en el 3T.08 vs +32 Mn € contabilizados en el mismo periodo del ejercicio anterior). En cuanto a los costes se han mantenido estables respecto del ejercicio anterior y de acuerdo a nuestras estimaciones. Las provisiones y depreciaciones en el valor de los activos crediticios han ascendido en este tercer trimestre a -1.058 Mn € vs -616 Mn € registradas en el 3T.07 como consecuencia de la exposición a la crisis financiera actual (principalmente: -252 Mn € por exposición a Icelandic bank y pérdidas en el valor de los activos por importe de 693 Mn €). Adicionalmente se han registrado pérdidas por inversiones en el London Stock Exchange (215 Mn €), Babcock & Brown (112 Mn €) y Lehman (30 Mn €). De esta forma, el resultado neto registrado por la entidad ha sido de 551 Mn € por encima del consenso (424 Mn €) y por debajo de nuestras estimaciones como consecuencia de las importantes pérdidas registradas en la operativa de trading que hemos comentado anteriormente.

Valoración: Los resultados de Unicredit muestran el importante efecto de la crisis en la entidad, aunque a pesar de ello existe una notable fortaleza del negocio que ha permitido un incremento del 13,4% en el margen de intermediación de las cifras acumuladas. Las áreas de Banca de Inversión y de Gestión de Activos han sido las peor paradas en este trimestre como consecuencia de los malos resultados de la línea de trading y la menor valoración de activos de crédito. En cuanto al área de banca comercial nos seguimos mostrando positivos. Como futuros catalizadores encontramos la muy positiva contribución de los mercados de Europa del Este y de la división de Retail y Corporate. Entre los riesgos que observamos está el futuro de la Banca de Inversión y de la Gestión de Activos que ya hemos comentado. Unicredit comunicó su intención realizar una ampliación de capital y pagar con acciones del banco y no en efectivo el dividendo de 2008 (3.600 Mn €) con el fin de mejorar sus ratios de capital y situarse a los niveles de sus competidores (TIER I en el 3T.08 era del 6,46%, tras la ampliación de capital el ratio TIER I superará el 6,7%). Creemos que el potencial de crecimiento de la entidad, una valoración atractiva y menor exposición a activos estructurados, compensan los riesgos. Mantenemos nuestra recomendación sobre el valor **COMPRAR.**