

### INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.701,50	4,22
EUROSTOXX 50	2.322,78	4,41
FTSE 100	4.295,20	2,40
DAX 30	4.518,72	4,52
CAC 40	3.076,01	4,11
DOW JONES	8.375,45	2,46
S&P	874,09	3,36
NASDAQ	1.558,34	3,55
NIKKEI	8.251,24	1,79

### FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.670,50	4,13
BRENT	44,30	-0,34
BUND ALEM	123,06	0,28
TREASURY 10A	123,69	-0,63

### DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3107	1,3243
USD/JPY	89,91	89,15

### DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	1,13	1,14
USA	1,68	1,85

### DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,55	2,52	1,62
5-10	0,86	0,81	0,74
10-30	0,52	0,59	0,72

### DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 <sup>A</sup>	1,81	1,88	0,20	0,52
5 <sup>A</sup>	3,50	3,59	1,01	-0,44
10 <sup>A</sup>	4,36	4,40	1,13	-0,67
30 <sup>A</sup>	4,89	4,99	0,94	-1,05

### INDICE FONDOS INVERSIÓN

DICIEMBRE	2008
-0,25	-8,23%

### F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,89	1,86
J09	1,82	1,80
S09	1,88	1,85
D09	2,07	2,03

Datos seleccionados a las 7:50 AM

### ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
NOKIA	A1 / A	5,5	5 a	+250
NOKIA	A1 / A	6,75	10 a	+315
KPN	Baa2 / BBB+	6,25	5 a	+335
KPN	Baa2 / BBB+	7,50	10 a	+400
RZB	Aaa / AAA	3,625	5 a	+68
ACCOR	BBB / BBB	7,50	5 a	+460
METRO LISBOA	Aa2 / A+	5,75	10 a	+215
CAIXA	AAA	3,375	3 a	+80
TOYOTA	Aaa / AAA	5,25	3 a	+270
TOYOTA	Aaa / AAA	6,625	7 a	+325

### PERSPECTIVAS DE MERCADO

#### SESIÓN ANTERIOR

❑ Fuertes subidas para los mercados de Renta Variable en una jornada de optimismo que en nuestro mercado estuvo muy influenciada por los respectivos anuncios de dividendo efectuados por SAN (+13,4%), BBVA (+7,9%) y TEF (+1,8%). Las subidas fueron generalizadas en todos los sectores por lo que sólo destacamos tres valores que cerraron en negativo, ANA (-1,3%), REE (-1,0%) e IBR (-0,9%). En el resto de Bolsas europeas, la tónica fue un calco de lo vivido en el mercado español. Fuerte tirón de los valores financieros, DBK (+22%), BNP (+21%), Societe (+12,9%), subidas todas ellas fuertes, sin noticias que lo justifiquen y haciendo gala de una notable volatilidad. Ningún valor cerró en negativo, si bien las menores ganancias fueron para el sector de Telecom, DTE (+0,6%) y FTE (+1,2%).

❑ El comportamiento final de la curva europea y estadounidense fue de subida de TIRAS (en los cuadros aparece un movimiento contrario en Europa ya que Bloomberg toma los precios de cierre a las 17:30 y la mayor subida de las rentabilidades fue posterior). Ello se produjo a pesar de la confirmación de la Fed de su disposición a comprar Treasuries en mercado, lo cual debería haber repercutido en un aplanamiento de la curva. La principal razón que encontramos a este comportamiento puede ser la aprobación en el Congreso estadounidense del plan de estímulo a la economía de Obama (819.000 millones de dólares).

❑ En ratings destacó cómo Fitch rebajó a Nomura desde BBB+ a BBB, ING desde AA- hasta A+ con perspectiva negativa y Barclays desde AA hasta AA-. Además, ratificó en estable a la Caja de Ahorros de Murcia (A+). S&P rebajó a BNP de AA+ a AA con outlook negativo y a 3i Group desde A hasta A- con credit watch negativo. Por último Moody's rebajó a ING Aa3 hasta A1.

#### PREVISIONES PARA EL DIA

❑ Hoy asistiremos a la publicación de alguna referencia macroeconómica de relevancia. En la zona euro lo más destacado será la M3 de diciembre y la confianza económica de enero, mientras que en EE.UU. lo principal serán las ventas de viviendas nuevas del mes de diciembre.

❑ En materia de resultados empresariales, hoy se conocerán los de Amazon, AstraZeneca, Banco Sabadell, Ford, Royal Dutch Shell y Unión Fenosa.

❑ El mercado parece haber entrado en una dinámica de sentimiento positivo lo cual se está reflejando en subidas de TIRAS. Es probable que en el corto plazo dicho patrón de comportamiento se pueda mantener, si bien en el medio plazo posiblemente no sea sostenible.

#### ANÁLISIS TÉCNICO

##### > IBEX 35

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

##### > BUND (Mar 09)

✓ **Resistencia:** 122,60 / 123,91 / 125,49  
✓ **Soporte:** 121,10 / 120,17 / 118,21

### AGENDA MACROECONÓMICA

HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
9:00	Esp	Ventas al por menor	-8,9% a/a	-9,6% a/a
9:55	Alem	Cambio número desempleados	30	18
9:55	Alem	Tasa de paro	7,7%	7,6%
10:00	UME	M3	7,6%	7,8%
11:00	UME	Confianza económica	65,4	67,1
14:30	EEUU	Pedidos bienes dur.	2,0%	-1,5%
14:30	EEUU	Pedidos bienes dur. ex autos	-2,6%	0,6%
14:30	EEUU	Demandas de desempleo (m)	580	589
16:00	EEUU	Ventas viviendas nuevas (m)	400	407

## DATOS MACROECONÓMICOS

### EE.UU.

#### La Fed mantuvo el tipo de referencia y el comunicado siguió profundizando en las bases del anterior

**Comentario:** Como se esperaba la Fed mantuvo el tipo de referencia en el rango entre el 0,0% y el 0,25%. En el comunicado posterior la autoridad monetaria se mostró partidaria de mantener los niveles de referencia en niveles muy bajos durante algún tiempo a la vez que manifestaba su intención de seguir expandiendo su balance, entre otras cosas, mediante la compra de bonos de agencia, MBS y Treasuries, en un intento por apoyar el mercado inmobiliario en los dos primeros casos y mantener la curva de tipos de gobierno lo más plana posible en lo que se refiere a la tercera medida. En materia de perspectivas macroeconómicas se siguió mostrando una evolución muy negativa de la actividad desde diciembre con una previsión similar en los próximos meses, si bien esperaban un repunte al final de este año. En materia de precios, manifestaron su preocupación por unos niveles de inflación inferiores a los adecuados para una evolución positiva de la economía.

### Zona Euro

#### La confianza del consumidor alemana se mantuvo en el mes de febrero

**Comentario:** La confianza del consumidor referente al mes de febrero se mantuvo en el nivel de 2,2 después de que el registro anterior fuese revisado al alza en una décima. De esta forma, el dato se situó por encima del consenso del mercado que manejaba un registro del 2,0. En la descomposición se pudo observar cómo la partida de visión del entorno económico descendió desde -32,4 a -32,9, al igual que las expectativas de ingresos (de -15,4 a -20,5). En contraposición, resulta curiosa la subida de la disponibilidad a comprar que pasó de -6,3 a 15,5. Ello puede ser una muestra de una percepción de caída de precios por parte de los consumidores.

La confianza del consumidor francesa de enero tuvo un sesgo similar al pasar de -44 a -41 cuando el mercado anticipaba una nueva caída hasta la zona de -45.

Por último destacar una nueva desaceleración de la inflación alemana la cual pasó de un 1,1% a un 0,9% situándose por debajo de lo esperado (1,1%).

## COMPAÑÍAS ESPAÑA

### IBERIA



#### Celebra su Investor Day. Adelanto de resultados.

**Comentario.** Las principales cifras adelantadas son: Ingresos 5.450 Mn € (-1,3%), EBITDAR 499 Mn € (-46,4%), EBIT -79 Mn € (n.c.) y BN 32 Mn € (-90,3%). De la cifra de ingresos destacamos la caída en los generados por pasajeros (77% del total, -2,5%), mientras que el resto salvo Mantenimiento (+8,7%), no muestran variaciones significativas. En relación a los costes, los relativos a combustible (30% del total), aumentaron un 45,5%, un incremento que contrasta con descensos en el resto de partidas de gasto. Excluido el combustible, los gastos caen un -5,6%.

Del nuevo Plan Director destacamos que establece cuatro ejes básicos de actuación: 1) optimizar el tamaño y estructura de red, 2) mejora de los ingresos y la calidad de servicio, 3) incremento de la productividad y 4) reducción de costes. En cifras, Iberia espera incrementar su oferta en 2011 en relación a 2008 (ASK +6,8%), si bien inicialmente seguirá realizando ajustes a la baja para optimizar la estructura entre corto y largo radio, mejorar los ingresos por pasajero (+8,9%) y alcanzar un mayor factor de ocupación (81,7% 2011 vs 80,3% 2008). En términos monetarios, Iberia espera mejoras que permitirían generar 450 Mn € de impacto en beneficio operativo, un 38% de los cuales se generarían vía mejoras en la red, un 28% a través de la gestión directa de ingresos y un 35% gracias a mejoras de productividad y recorte de costes. Para ello, invertirá 400 Mn € netos en el período. Los objetivos son obtener un margen EBITDAR del 15%/17%, un margen EBIT del 4%/6% y un ROE > 12%.

**Resultados.** En relación a los resultados comentar que los mismos nos parecieron malos, pero esperados, aunque también inferiores a nuestras estimaciones, que recogían un descenso de los ingresos totales del -1,5%, una mejor evolución en costes que derivaba en un resultado operativo real y ajustado ambos en positivo. El resultado neto sí estaba en línea con lo que esperábamos ya que nos ha sorprendido que el resultado financiero haya estado tan fuerte. En cualquier caso son cifras que exponen la situación del sector y que en palabras del presidente Conte, tendrán continuidad este mismo año.

En relación a los objetivos y los datos de su Plan Director, es más de lo mismo. Iberia siempre hace mención a la necesidad de recortar costes, cosa que valoramos positivamente, pero no supone una novedad. Los objetivos de márgenes son factibles teniendo en cuenta que históricamente el margen EBITDAR de la compañía es del 14,6%. Sin embargo, si tenemos en cuenta que el margen EBIT promedio histórico es del 5%, el mensaje es algo menos optimista, poniendo de manifiesto la realidad del sector: volatilidad en ingresos y costes = presión en márgenes. La parte positiva viene de una optimización de flota que deberá dar sus frutos, su posicionamiento claro y evidente en el nicho de mercado que le hace fuerte (Latam) y la confirmación de que dispone de una gran capacidad de gestión de sus recursos financieros. Sobre el aspecto crucial que es su fusión con BA, pocas novedades por no decir ninguna. En nuestra opinión Iberia dibuja un escenario que no termina de estar ajustado a una realidad, que España y sus mercados core atraviesan un escenario recesivo que podría introducir una importante desviación en sus objetivos, por lo que somos muy prudentes a este respecto. En relación a la fusión con BA, mantenemos lo que venimos diciendo en los últimos meses, creemos que se retrasará por las dificultades de valoración que tiene BA, como demuestra el hecho de que las agencias de calificación podrían rebajar en los próximos días su deuda hasta el nivel de bono basura, lo que sin duda afectará a la cotización, al canje y volverá a generar las dudas que expresó su consejero delegado el pasado viernes, que a estos precios no puede haber fusión. **Recomendación: VENDER.**

## TELEFÓNICA



## Eleva su dividendo con cargo a 2009.

**Comentario.** Telefónica decidió anunciar ayer en un escueto comunicado, que el dividendo a repartir con cargo al resultado de 2009, finalmente será de 1,15 €/acc. El dividendo supone un incremento del +15% sobre el dividendo anterior.

**Valoración.** Señal de fortaleza de Telefónica al mercado. Con esta medida Telefónica trata de salir al paso de los recientes rumores que aparecieron en los últimos días y en los que se especulaba con un posible profit warning de la operadora. Elevando el dividendo por encima de las previsiones (Dividendo 08E 1,10 €/acc), da muestras de la solidez de su negocio y lanza un mensaje de confianza a sus accionistas. De este modo la Dividend Yield de Telefónica se sitúa en 7,8% unos niveles superiores a los del promedio del sector, y permite anticipar unos buenos resultados. Por otro lado en la jornada de ayer también pudimos asistir a los buenos resultados de la operadora norteamericana AT&T que eleva su beneficio neto en el año por encima del 7%, información a la que debemos unir los buenos resultados de KPN en la jornada precedente. Esto refuerza nuestro argumento de que la elasticidad de las operadoras de telecomunicaciones a la crisis económica es muy reducida y pueden sortear con menos dificultades que otros sectores entornos económicos difíciles como el actual. Seguimos recomendando sobreponderar Telecom, y dentro de éstas pensamos que Telefónica es la mejor opción dentro de las grandes operadoras europeas. A nuestro parecer, claramente infravalorada. **Recomendación: COMPRAR.**

## RESULTADOS ESPAÑA

## BBVA



## Publicación de resultados 4T.08.

CUENTA DE RESULTADOS				
Mn €	4T08	% Var a/a	2008	% Var a/a
Margen de Intermediación	3.073	27,4%	11.891	21,7%
Margen Ordinario	4.591	8,7%	19.126	10,6%
Margen de Explotación	2.343	0,9%	10.552	8,8%
Beneficio Neto Atribuible	1.093	-20,9%	5.414	0,2%
Beneficio Neto *	519	-61,2%	5.020	-18,1%

\* Incluyendo No recurrentes

BALANCE			
Mn €	2008	2007	% Var a/a
Activos totales	543.513	502.204	8,2%
Créditos a la clientela (bruto)	333.029	310.882	7,1%
Recursos de clientes en balance	267.140	236.183	13,1%

## RATIOS RELEVANTES

	4T08	4T07
Eficiencia (*)	42,1%	41,3%
Morosidad	2,1%	0,9%
Tasa de Cobertura	91,0%	225,0%
TIER I	7,9%	7,3%
Core Capital	6,2%	5,8%
ROE (*)	21,5%	34,2%

\* Con amortizaciones. Sin extraordinarios

## CUENTA DE RESULTADOS POR DIVISIONES 2008

Mn €	Minorista Esp		Negocios		México		EEUU		America del Sur	
	& Port	% Var (a/a)	Globales	% Var (a/a)		% Var (a/a)		% Var (a/a)		% Var (a/a)
Margen de Intermediación	4.706	10,1%	896	5,9%	3.694	4,5%	1.355	75,9%	2.076	25,3%
Margen Ordinario	7.099	6,6%	1.714	6,7%	5.554	3,3%	2.024	80,5%	3.246	17,3%
Margen de Explotación	4.567	10,8%	1.223	-3,5%	3.639	6,6%	686	79,1%	1.785	22,8%
Beneficio Neto Atribuible	2.625	10,2%	754	-15,9%	1.938	3,0%	211	3,6%	727	16,6%

**Comentario.** La entidad presentó ayer los resultados correspondientes al ejercicio 2008 con un beneficio atribuido al grupo de 5.020 Mn € vs los 5.459 Mn € estimados por nosotros como consecuencia de la contabilización de un resultado singular negativo de -395 Mn € en los que se incluyen: +509 Mn € por la venta de la participación en Bradesco, -602 Mn € de provisiones por prejubilaciones extraordinarias y los -302 Mn € de dotación extraordinaria ocasionada por la estafa de Madoff. La evolución de los márgenes ha estado bastante en línea con lo esperado en nuestras estimaciones, donde ha destacado un margen de intermediación sólido, a pesar de la complicada situación económica vivida a lo largo del ejercicio, apoyado en el incremento del volumen de negocio y en la defensa de los diferenciales. Los gastos siguen la tendencia de desaceleración iniciada ya en los últimos trimestres debido a la fuerte política de contención de costes llevada a cabo por la entidad en la mayor parte de sus áreas de negocio, que ha permitido que el margen de explotación se haya visto incrementado en un +10,6% a/a a pesar de las condiciones tan desfavorables del entorno económico. Cabe destacar que en los últimos meses del ejercicio 2008 se ha finalizado el proceso de integración de Laredo National Bank en la plataforma de BBVA Compass, finalizando de esta forma el proceso de fusión, lo que ha elevado los gastos en los últimos dos trimestres. Importante destacar la mayor dotación de provisiones para el saneamiento de créditos (+7,1% de incremento en los créditos a la clientela a lo largo del ejercicio), que ha supuesto 2.797 Mn € vs 1.902 Mn € que se habían dotado en el 2007. BBVA ha utilizado en el trimestre, 300 Mn € de provisiones genéricas para compensar dotaciones específicas. Adicionalmente, la entidad ha resaltado el hecho de que dichos saldos dudosos (8.568 Mn €) están cubiertos por colaterales (8.421 Mn €) y por provisiones específicas (2.730 Mn €) como genéricas y subestandar que alcanzan conjuntamente un importe aproximado de 5.000 Mn €.

Por áreas de negocio, España y Portugal muestra una clara desaceleración en el crecimiento de la inversión como consecuencia del ciclo económico que sin embargo ha sido compensada por una acertada política de precios, que ha permitido mejorar el diferencial de clientela 3,21% vs 3,17% del 4T.07. Adicionalmente, como consecuencia de la aplicación del plan de Transformación se ha reducido el gasto de administración en un 1,1% mejorando el ratio de eficiencia (35,3% actual vs 37,9% del 2007). La unidad de Negocios Globales, como consecuencia del complicado entorno económico y de la gran volatilidad existente en los mercados, ha presentado los peores resultados para la entidad. En el negocio exterior destacamos la contribución de México que representa un 36% del beneficio neto sin singulares del grupo y que a pesar de la situación macro del país y de la desaceleración en consumo y en tarjetas, éste se ha visto compensado por la mayor actividad en hipotecas y PYMES lo que ha permitido mantener los márgenes y seguir mejorando los ratios de eficiencia, también debido a un importante control de gastos. En cuanto a EEUU, en el 4T08, como ya hemos comentado, se ha llevado a cabo la integración de Laredo National Bank en Compass, lo que ha permitido avanzar en la implementación de la marca BBVA Compass. Por su parte, América del Sur ha resultado ser el area de negocio menos afectada por la crisis, presentando una cuenta de resultados muy expansiva en todas sus partidas.

La mora se incrementa a nivel de Grupo hasta 2,12% con un descenso en la cobertura de dudosos hasta 91% vs 225% del ejercicio 2007. En cuanto a la posición de capital, BBVA ha presentado un Core Capital del 6,2% que espera incrementar en el ejercicio 2009 como consecuencia de su política prudente. Ante esta política en la que ha primado la solvencia, la entidad ha decidido que el dividendo complementario con cargo al ejercicio 2008 se pague con acciones antiguas procedentes de la autocartera, lo que supondrá un importe de 0,11 €/acc, es decir un dividendo total correspondiente al ejercicio 2008 de 0,614 €/acc vs 0,73 €/acc repartidos en 2007.

**Valoración.** Consideramos que las cifras presentadas por la entidad muestran el proceso de desaceleración del ciclo económico que estamos viviendo a nivel internacional. Tampoco BBVA ha podido escapar a la tónica general del sector caracterizada por: comisiones flojas, importante pérdida patrimonial en activos fuera de balance, incremento de mora y mayor dotación de provisiones. La diferencia fundamental respecto al resto de sus competidores es la diversificación tanto de negocio como geográfica que le ofrece gran capacidad de crecimiento futuro. Adicionalmente debemos tener en cuenta la solidez de la entidad en cuanto a capital y en cuanto a control de riesgos, manteniéndose siempre fiel a una política prudente muy importante en momentos tan complejos como los actuales. Con el objetivo de seguir fortaleciendo sus niveles de solvencia de cara a un complicado 2009, y sin tener que recurrir a una ampliación de capital como hizo Santander, la entidad ha comunicado que el pay-out para 2009 será del 30% en caja, lo que le permitirá generar 80 pb adicionales de capital además de dar una remuneración atractiva al accionista en momentos en los que otras entidades tengan que realizar recortes más fuertes o incluso suprimir su dividendo. **Recomendación: COMPRAR.**

## SANTANDER



### Santander anticipa sus resultados de 2008

**Comentario.** Tras su comunicación el martes de que la entidad cubrirá el 100% de las pérdidas de sus clientes particulares afectados por la estafa llevada a cabo por Bernard Madoff, Santander adelantó el día de ayer sus resultados para el ejercicio 2008 que tras deducir la provisión de 500 Mn € relativa a Optimal Strategic alcanzarán los 8.876 Mn €, es decir, un resultado un 9,4% superior al del ejercicio 2007. Adicionalmente la entidad informó sobre el cuarto y último dividendo que pagará con cargo a los resultados del ejercicio 2008 y que tendrá un importe íntegro de 0,257 €/acc, pagaderos en efectivo. Con este pago, el dividendo total del año 2008 será de 0,65 €/acc, que es el mismo importe que se abonó con cargo a los resultados del ejercicio anterior, aunque hay que tener en cuenta que ahora el número de acciones es un promedio del 18% más que en el ejercicio 2007 (pay-out 54,3%).

**Valoración.** Santander vuelve a sorprender anticipando resultados en una jornada que debía de haber estado marcada por la presentación de las cuentas anuales por parte de su principal competidor BBVA. Según Santander, el motivo de este adelanto ha sido la necesidad de cuantificar el efecto que la estafa de Madoff tendría sobre las cuentas de la entidad. Finalmente Santander no ha alcanzado su objetivo de 10.000 Mn € como consecuencia de las turbulencias vividas en el sistema financiero a lo largo del ejercicio, situando su resultado en 8.876 Mn € cuando el consenso estimaba que alcanzaría unos 9.200 Mn €. Adicionalmente, haciendo gala de su política más agresiva y primando la retribución al accionista frente al refuerzo del capital (estrategia tomada por el BBVA) Santander realizará un importante esfuerzo en el reparto del dividendo alcanzando un pay-out en 2008 del 54,3% en línea con su política de destinar al menos un 50% de sus beneficios a remuneración del accionista. Santander es uno de los bancos más fuertes a nivel internacional, sin embargo su política agresiva en tiempos de crisis sigue haciéndonos dudar sobre posibles problemas futuros. Mantenemos nuestra recomendación de **MANTENER.**

## RESULTADOS EUROPA

SAP



### Publicación de resultados 2008.

#### CUENTA DE RESULTADOS (Mn)

	4T.08	4T.07	%	2008	2007	%
<b>Ventas Totales</b>	<b>3.514</b>	<b>3.240</b>	<b>8%</b>	<b>11.733</b>	<b>10.242</b>	<b>15%</b>
Software	1.323	1.416	-7%	3.606	3.408	6%
SSRS	2.692	2.473	9%	8.623	7.428	16%
<b>Ebit</b>	<b>1.374</b>	<b>1.128</b>	<b>22%</b>	<b>3.305</b>	<b>2.793</b>	<b>18%</b>
Mg EBIT	39,1%	34,8%		28,2%	27,3%	
<b>Beneficio Neto</b>	<b>920</b>	<b>767</b>	<b>20%</b>	<b>2.229</b>	<b>1.960</b>	<b>14%</b>
Mg Neto	26,2%	23,7%		19,0%	19,1%	
<b>BPA</b>	<b>0,78</b>	<b>0,64</b>		<b>1,90</b>	<b>1,64</b>	

**Comentario.** Las ventas finales de la compañía alemana alcanzaron un razonable incremento, y el débil comportamiento de la actividad durante el 3T.08 fue compensado con un más que razonable 4T.08. Este resultado se consiguió principalmente gracias a la política de reducción de costes, un tipo de cambio más favorable y la buena evolución de SSRS, Japón (+26%) y Europa (+18%) si excluimos a su país de origen, Alemania (-9%) y a la conclusión en el 3T del programa de recompra de acciones. Todo esto llevó a la germana a alcanzar su propósito de principios de año y mejorar el margen operativo en +0,9pp hasta el 28,2%. Sin embargo SAP no espera mantenerlo para 2009, y su previsión es que se sitúe entre el 24,5% y el 25,5%. Esta erosión vendrá provocada, principalmente, por la puesta en marcha de nuevas reestructuraciones con el fin de incrementar la eficiencia, sus costes rondarán entre 200 Mn y 300 Mn €, y a la todavía incompleta integración de Business Objects. La tasa impositiva esperan que se sitúe entre 29,5% y 30,5% en 2009.

**Valoración.** Resultados que convencieron al mercado tras superar las expectativas, ligeramente en ventas y más fuertemente en el Ebit y en margen operativo, lo cual nos señala la buena capacidad de la compañía para conseguir salvar un año que parecía perdido. A pesar de ello, aunque apreciamos factores que pueden favorecer a SAP en el transcurso del año, como la recuperación del dólar o la positiva evolución en mercados como el japonés, no apreciamos que tales resultados vayan a repetirse, y mucho menos en la primera mitad del año. Además, las sinergias derivadas de Business Objects no se apreciarán hasta el año próximo. El entorno es adverso, y así es reconocido por sus gestores, no apreciamos visibilidad en su futuro cercano, por tanto recomendamos esperar y ver como evoluciona tanto la venta de nuevas licencias como el lanzamiento de sus nuevos sistemas. **Recomendación: VENDER.**