

### INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	7.512,10	0,38
EUROSTOXX 50	1.965,26	-0,62
FTSE 100	3.848,98	0,00
DAX 30	3.846,21	-1,27
CAC 40	2.696,92	-0,41
DOW JONES	7.270,89	-1,09
S&P	764,90	-1,07
NASDAQ	1.425,43	-1,14
NIKKEI	7.457,93	-0,04

### FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	7.509,50	0,24
BRENT	44,53	6,00
BUND ALEM	125,82	0,10
TREASURY 10A	121,92	-0,66

### DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,2702	1,2822
USD/JPY	97,89	96,97

### DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	1,18	1,18
USA	1,26	1,35

### DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,18	2,14	1,74
5-10	0,93	0,92	0,88
10-30	0,35	0,38	0,69

### DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 <sup>A</sup>	2,00	2,02	0,74	0,04
5 <sup>A</sup>	3,24	3,25	1,13	-0,51
10 <sup>A</sup>	4,17	4,16	1,18	-0,76
30 <sup>A</sup>	4,52	4,54	0,83	-1,07

### INDICE FONDOS INVERSIÓN

	ENERO	2009
	-0,59	-0,59%

### F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,69	1,68
J09	1,57	1,57
S09	1,61	1,60
D09	1,76	1,74

Datos seleccionados a las 7:50 AM

### ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
PASTOR	Aaa / AA+	3,0	3 a	+75
BMW	A2 / A	6,125	3 a	+387,5
ING	Aaa / AAA	3,375	5 a	+75
GEN VALENCIA	Aa2 / AA-	3,875	3 a	+160
SANDVIK	A	6,875	5 a	+415
BANKINT	Aaa / AA+	3	3 a	+76
ROCHE	Aa1 / AA-	4,625	4 a	+225
ROCHE	Aa1 / AA-	5,625	7 a	+265
ROCHE	Aa1 / AA-	6,5	12 a	+310
COM MADRID	Aa1 / AA+	4,305	5 a	+160

### PERSPECTIVAS DE MERCADO

#### SESIÓN ANTERIOR

La tendencia bajista sigue dominando en las bolsas europeas. A pesar de esto, el Ibex 35 cerró ayer con un ligero avance impulsado principalmente por las subidas registradas por SAN (+2,7%) y BBVA (+2,1%). Otros valores que cerraron en positivo fueron TL5 (+2,7%) tras cerrar en mínimos durante la jornada anterior y la constructora FCC (+2,3%). Del lado de las ventas encontramos a ELE (-4,4%) a la espera del cierre de la operación con Enel, ANA (-4,2%), ABE (-3,7%), GAS (-2,4%) y CIN (-2,0%) que publicó resultados en la jornada de ayer.

En Europa, se empezó la jornada con importantes avances, que se fueron moderando a lo largo de la sesión tras la publicación de datos negativos por parte de EEUU relacionados con vivienda y caída de precios, haciendo que el Euro Stoxx 50 cerrase en negativo. Nuevamente encontramos a ING (-6,0%) en la cola de la tabla, seguido por otra aseguradora prácticamente nacionalizada como es Aegon (-5,4%). También registraron un mal comportamiento Telecom Italia (-4,7%) y E.On (-4,5%). Del lado de las compras encontramos a Deutsche Boerse (+5,5%) tras los buenos resultados publicados. Otros valores que cerraron en positivo fueron las entidades financieras Deutsche Bank (+5,5%), BNP (+5,2%) y Fortis (+3,2%) tras el importante castigo recibido en las últimas sesiones.

La curva estadounidense siguió reflejando un cierto optimismo sobre la no nacionalización masiva de entidades financieras de la economía (las palabras de Bernanke ante el Senado mantuvieron esa misma dirección) lo que supuso un nuevo repunte de TRES. Todo ello pese a que los datos macroeconómicos mostraron mucha debilidad y el mercado de renta variable reflejó números rojos.

En ratings, S&P bajó a Akzo Nobel desde A- hasta BBB+ con perspectiva negativa y subió a Standard Life desde BBB+ hasta A- y puso en outlook negativo a Solvay (A). Además, le quitó la revisión negativa a Alliance & Leicester ratificándolo en estable (AA-). Por último, Moody's puso en revisión negativa a American Express (A2).

#### PREVISIONES PARA EL DIA

La importancia de las referencias macroeconómicas de hoy se concentrará principalmente en la economía de la zona euro, con la publicación de la M3 de enero, la tasa de paro alemana y la confianza económica de la eurozona de febrero. Además, también se irán conociendo los precios al consumo de los estados alemanes, que acabará con la referencia preliminar de inflación de la economía de febrero. En EE.UU. la atención estará puesta en las ventas de viviendas nuevas de enero y los pedidos de bienes duraderos de ese mismo mes.

En materia de comparecencias, lo más destacado será una de Trichet a las 14:00.

El sesgo negativo que esperamos para los datos en términos generales, debería propiciar cierta presión bajista para las TRES.

#### ANÁLISIS TÉCNICO

##### IBEX 35

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

##### BUND (Mar 09)

- ✓ **Resistencia:** 125,15 / 125,37 / 126,53
- ✓ **Soporte:** 122,60 / 121,56 / 120,17

### AGENDA MACROECONÓMICA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
					0:00	Esp	Permisos de construcción		-61,4% a/a
					0:00	Alem	Precios al consumo (P)	0,8% a/a	0,9% a/a
					0:00	Alem	Precios al consumo armon (P)	0,7% a/a	0,9% a/a
					8:10	Alem	Confianza consumidor GfK	2,0	2,2
					9:55	Alem	Cambio número desempleados	60	56
					9:55	Alem	Tasa de paro	7,9%	7,8%
					10:00	UME	M3	6,9%	7,3%
					11:00	UME	Confianza económica	68,5	68,9
					14:30	EEUU	Pedidos bienes duraderos	-2,3%	-2,6%
					14:30	EEUU	Pedidos bienes dur. ex autos	-2,0%	-3,6%
					14:30	EEUU	Demandas de desempleo	625	627
					16:00	EEUU	Ventas viviendas nuevas	327	324
								324	331

## DATOS MACROECONÓMICOS

### EE.UU.

#### Caída inesperada de las ventas de viviendas de segunda mano en enero

**Comentario:** Las ventas de viviendas de segunda mano del mes de enero sufrieron una caída del 5,3% mensual (8,6% interanual) hasta las 4.490.000 unidades. Ello supuso una clara sorpresa negativa para el mercado que esperaba una subida desde las 4.740.000 hasta las 4.790.000 (+1,1% mensual), después del incremento en las transacciones de viviendas pendientes del mes anterior. Ello se produjo en un contexto de caída del precio de venta de los inmuebles (desde 175.700 a 170.300) e incremento del índice de exceso de oferta en el mercado (de 9,4 a 9,6).

Ayer también se publicaron las peticiones de hipotecas correspondientes a la semana pasada las cuales descendieron en un 15,1% respecto al último dato.

Por último, en relación con la economía estadounidense, se publicaron los inventarios semanales de crudo con un sesgo peor del esperado por el consenso, ya que aumentaron en 717.000 barriles cuando se manejaba una subida de 1.250.000, cayendo, además, los de gasolina en 3.322.000 cuando se esperaba un mantenimiento. Tan sólo los inventarios de destilados reflejaron un tono más positivo con una subida de 882.000 barriles cuando las previsiones apuntaban a una contracción de 1.200.000.

### Zona Euro

#### La economía alemana se contrajo fuertemente en el cuarto trimestre del pasado año

**Comentario:** La economía alemana reflejó una contracción del 2,1% trimestral (1,7% interanual) en el cuarto trimestre del pasado año, lo que supuso un registro en línea con las estimaciones del consenso. La descomposición arrojó señales de evidente debilidad de la inversión en capital (-2,7% trimestral), si bien este dato resultó menos negativo de lo esperado (-4,5%), al igual que el consumo privado (-0,1% trimestral frente a -0,2%). Así, el principal lastre para la economía fue la evolución de las exportaciones, que descendieron del orden de un 7,3% cuando se esperaba un -5,4%, lo que unido a un menor descenso de las importaciones (-3,6% frente a -1,4%), supuso una aportación mucho más negativa del saldo neto exterior. Cabe destacar que la economía alemana es netamente exportadora, lo cual supone un aspecto ciertamente negativo en un entorno de contracción del comercio global.

Otro dato de ayer fueron los precios de producción españoles del mes de enero, los cuales pasaron desde un 0,4% interanual a un -0,6%, lo que supuso situarse por encima de las estimaciones del mercado (-1,6%).

### Reino Unido

#### La economía del Reino Unido también experimentó una contracción en el cuarto trimestre del pasado año

**Comentario:** La economía del Reino Unido experimentó una contracción del 1,5% trimestral lo que supuso una caída una décima menor de lo que se esperaba. Pese a ello, el registro interanual se ajustó a las previsiones al situarse en un -0,9%. En la descomposición se pudieron observar caídas significativas en componentes como el consumo privado (-0,7% trimestral), formación bruta de capital (-2,3%), importaciones (-5,9%) y exportaciones (-5,5%). En el lado contrario apareció el gasto público con una subida del 1,5%.

## COMPAÑÍAS ESPAÑA

### FERROVIAL



#### BAA cierra 2008 con pérdidas.

**Comentario.** La caída del tráfico de pasajeros (-2,7%), el fuerte incremento de los costes operativos tras la apertura de la terminal 5 de Heathrow y el aumento de los costes financieros (+22,3%), no han podido ser compensados con el incremento de tarifas aeroportuarias. Ello ha llevado a la compañía británica a registrar unas pérdidas de 1.948 Mn de libras. A pesar de ello, la compañía espera que en 2009 los costes operativos se estabilicen y que el nivel de endeudamiento de la compañía se reduzca tras la venta del aeropuerto de Gatwick, que espera cerrar en las próximas semanas.

**Valoración.** Malos resultados de BAA que anticipan pérdidas en 2008 para Grupo Ferrovial. Los fuertes gastos financieros de la compañía (1.254 Mn de libras en 2008) y los costes exigidos para el mantenimiento y crecimiento de los aeropuertos son un fuerte lastre para la compañía. La desinversión de algunos de sus activos puede suponer un balón de oxígeno tanto para el balance como para la cuenta de resultados del grupo. Pensamos que el negocio aeroportuario tiene un fuerte componente cíclico que se intensificará en un periodo recesivo como el actual. Por ello seguimos confiando que a largo plazo, BAA conseguirá despegar definitivamente y convertirse en un pilar fundamental en los resultados de Ferrovial. **Recomendación: MANTENER.**

## RESULTADOS ESPAÑA

CINTRA



Publicación de resultados 2008.

Mn €	2008	2007	% Var.	% Var. ajust.*
<b>Cifra de negocios</b>	<b>735,9</b>	<b>713,5</b>	<b>3,1%</b>	<b>5,5%</b>
<b>Ebitda</b>	<b>522,3</b>	<b>529,9</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-0,3%</b>
<i>Mg Ebitda</i>	<i>71,0%</i>	<i>74,3%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>-3,7%</i>
<b>B. Neto</b>	<b>-56,3</b>	<b>-26,2</b>	<b>-114,9%</b>	<b>-</b>

\* Ajuste por operaciones discontinuadas

**Comentario.** Los resultados incorporan cambios importantes por perímetro, extraordinarios y efecto divisa, lo que impide una correcta valoración en términos de crecimiento. El principal cambio viene por la desconsolidación de las actividades de Aparcamientos y las autopistas en Chile, que pasan a hacerlo como operaciones discontinuadas, es decir, sólo contabilizan su resultado neto antes de minoritarios, lo que explica esa diferencia en términos de crecimiento en el resto del P&L. Las cifras pro forma de ingresos habrían sido 1.081 Mn €, por encima de consenso (1.067 Mn €) y Ebitda 692 Mn € (725,6 Mn €), peor pero hay que tener en cuenta 11,1 Mn € dotados a provisiones. De nuevo encontramos un factor importante en la comparativa como son distintas provisiones así como un efecto de tipo de cambio sin el cual el Ebitda aumentaría un +6,3% a/a. La deuda financiera de concesionarias disminuye un 11% hasta situarse en 8.525 Mn €, debido a un efecto neto que incluye la reclasificación de activos disponibles para la venta, efecto de tipo de cambio, aumentos de deuda y refinanciaciones.

**Valoración.** Esa falta de comparabilidad a la que hacemos mención no tiene la misma lectura en términos de valoración, si bien es cierto que seguimos apreciando un entorno difícil por la situación del tráfico, tanto en España como en EEUU, y por la profundidad de la recesión a nivel global. Sin embargo, seguimos apreciando factores netamente positivos. En primer lugar, tratándose de una sociedad que tiene una deuda casi 4x su valor de mercado, no se aprecia riesgo alguno ni por vencimientos (cero en 2009 y un 50% a partir de 2022) o refinanciaciones (cero en 2009 y menos de un tercio necesita refinanciarse entre 2010 y 2012). Un 74% de la deuda es a tipo fijo mientras que su vida media es de 12 años. La cuestión es que la compañía sigue generando caja, +196 Mn € su posición neta de caja, y su beneficio operativo sigue ofreciendo una elevada cobertura del resultado financiero (1,2x), lo que de nuevo resta cualquier lectura negativa sobre la capacidad de la compañía para atender al servicio de la deuda. A pesar de todos los aspectos positivos que tiene el valor, entre los que destacamos que la diferencia entre la cotización respecto a nuestra muy austera valoración de 10,6 € que supone valorar sólo el 80% de una concesión y la caja disponible más la esperada por los activos en venta, el mercado sigue posicionado a la baja en el valor, muy posiblemente para salvaguardar los intereses de los máximos accionistas de Ferrovial en relación a la absorción de Cintra por Ferrovial (efecto dilución + desembolso). Ese es el factor clave de la compañía por encima de los resultados o sus perspectivas. Nuestra opinión sigue firme y creemos que el accionista de Cintra no merece una ecuación de canje tan baja y sin prima cuando lo que se ofrece a cambio son el resto de actividades de Ferrovial, con una valoración relativa notablemente inferior. Por ese motivo, y viendo los niveles tan bajos de cotización en los que se encuentra, elevamos nuestra recomendación desde **MANTENER** hasta **COMPRAR**, siendo conscientes del elevado riesgo y volatilidad generados en torno a la cotización.

## RESULTADOS EUROPA

DEUTSCHE BOERSE



Publicación de resultados 2008.

Mn €	2008	2007	%	4Q.08	4Q.07	%
Xetra	399,0	435,0	-8%	92,6	105,1	-12%
Eurex	1.010,1	713,9	41%	247,9	166,9	49%
Clearstream	769,3	768,2	0%	199,6	197,3	1%
Market Data	180,6	168,3	7%	44,2	43,6	1%
IT	95,7	99,8	-4%	24,7	24,8	0%
<b>Ingresos por Ventas</b>	<b>2.454,7</b>	<b>2.185,2</b>	<b>12%</b>	<b>609,0</b>	<b>537,7</b>	<b>13%</b>
Ingresos Totales	2.786,6	2.664,5	5%	688,0	775,1	-11%
<b>Ebita</b>	<b>1.508,4</b>	<b>1.345,9</b>	<b>12%</b>	<b>322,5</b>	<b>355,5</b>	<b>-9%</b>
<i>Margen</i>	<i>61%</i>	<i>62%</i>		<i>53%</i>	<i>66%</i>	
<b>Beneficio Neto</b>	<b>1.033,3</b>	<b>911,7</b>	<b>13%</b>	<b>222,4</b>	<b>270,5</b>	<b>-18%</b>
<i>Margen</i>	<i>42%</i>	<i>42%</i>		<i>37%</i>	<i>50%</i>	
<b>BPA</b>	<b>5,42</b>	<b>4,70</b>		<b>1,35</b>	<b>1,12</b>	

Toda información contenida en este informe ha sido obtenida por Inverseguros SVB SAU, de fuentes que considera fiables. Las opiniones vertidas en el mismo han sido elaboradas de buena fe y son exclusivas de su Departamento de Análisis y no pueden ser consideradas como una oferta de compra o de venta de acciones. Inverseguros SVB SAU no asume ninguna responsabilidad que se derive del contenido de este documento. Inverseguros SVB, SAU, es una empresa de servicios de inversión sometida a la legislación española, bajo supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y dispone de un Reglamento de Conducta que puede ser consultado en su página en Internet ([www.inverseguros.es](http://www.inverseguros.es)).

**Comentario.** Resultados mejores que las previsiones (Ingresos por ventas E 2.414 Mn €). La cifra de ingresos creció un 12% impulsada, principalmente, por el buen comportamiento de Eurex (+41%) debido, además de al incremento del número de contrataciones de futuros sobre índices +52% a/a, a la incorporación de ISE que se produjo en diciembre de 2007. Peores registros para Xetra Ingresos -8%, en cambio su Ebita cayó un -12%, tras caer el efectivo negociado un -14% vs 3T08 y un -20% a/a. En cuanto al resultado de Clearstream, sus ingresos se han mantenido planos a pesar de la caída de las negociaciones, gracias principalmente al aumento de los activos bajo custodia (+8%). Cabe destacar que la totalidad de sus costes han sido 1.284 Mn -3% vs 2007, respondiendo al plan de eficiencia comenzado en 2007. Además ha reducido su guía de costes para 2009 hasta los niveles de 2008, haciendo una especial hincapié en la reducción de los costes fijos no ligados a volumen, y una tarifa impositiva del 27%. También la parte baja de sus resultados se ha visto favorecida por una tasa impositiva del 28,5% frente al 33% del pasado año. El dividendo que se propondrá a la junta será de 2,1 €/acc, 403 Mn € que se mantiene en los niveles del pasado año. Esto supone una reducción del payout hasta el 38%, por debajo del objetivo anunciado de mantenerlo entre el 40 y el 60%. Esto se ha visto compensado por el plan de recompra de acciones que ascendió en 2008 a 380 Mn €. La compañía esperará hasta la presentación del 1S.09 para decidir sobre la continuación del plan debido a la depresiva coyuntura actual. La compañía en la conferencia comunicó que centrará sus esfuerzos en su crecimiento orgánico pero no descarta operaciones externas. A su vez se negó a dar ningún tipo de previsión de ingresos para 2009.

**Valoración.** Resultados positivos que han permitido al grupo confirmar los objetivos marcados para final de año, tanto en ingresos como en reducción de costes, los cuales incluso pretenden seguir mejorando en años sucesivos. Valoramos de forma muy positiva la diversificación de su negocio que han potenciado con la adquisición de ISE, que unido a la alta volatilidad les ha permitido alcanzar unos grandes resultados al negociar aproximadamente el 80% de los derivados de la totalidad de los mercados. Por tanto, nos sigue resultando atractivo el negocio y los márgenes, el retroceso en el crecimiento del segmento Xetra, se ha visto altamente compensado con su actividad de derivados, que a su vez ha favorecido un aumento de los activos bajo custodia al aumentar las garantías. En un contexto complicado apreciamos Deutsche Boerse ha sido capaz de mantener sus márgenes, aunque seguimos apreciando ciertos riesgos, la competencia de las plataformas alternativas de negociación, y la reducción de su payout con el propósito de no poner en riesgo su rating crediticio, nos hace mantener la prudencia en la recomendación de **MANTENER**.