

**INDICES**

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	7.620,90	-2,44
EUROSTOXX 50	1.976,23	-2,22
FTSE 100	3.830,09	-2,18
DAX 30	3.843,74	-2,51
CAC 40	2.702,48	-1,54
DOW JONES	7.062,93	-1,66
S&P	735,09	-2,36
NASDAQ	1.377,84	-0,98
NIKKEI	7.280,15	-3,81

**FUTUROS**

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	7.618,00	-2,12
BRENT	45,29	-2,22
BUND ALEM	124,70	0,20
TREASURY 10A	120,61	-0,77

**DIVISAS**

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,2586	1,2727
USD/JPY	97,46	97,89

**DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA**

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	1,17	1,18
USA	1,31	1,31

**DIFERENCIAL CURVA**

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,25	2,24	1,80
5-10	0,94	0,94	0,88
10-30	0,29	0,29	0,67

**DEUDA**

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 <sup>A</sup>	2,03	2,07	0,72	0,04
5 <sup>A</sup>	3,34	3,37	1,11	-0,54
10 <sup>A</sup>	4,28	4,31	1,17	-0,83
30 <sup>A</sup>	4,58	4,60	0,79	-1,09

**INDICE FONDOS INVERSIÓN**

	ENERO	2009
	-0,59	-0,59%

**F EURIBOR 3M**

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,66	1,66
J09	1,54	1,53
S09	1,59	1,57
D09	1,77	1,75

Datos seleccionados a las 7:50 AM

**ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA**

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
KOMMUNALKREDIT	AAA	3,125	3 a	+85
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
ASS. GENERALI	A1 / AA-	4,875	5,5 a	+195
METRO	Baa2 / BBB*	7,625	6 a	+470
CAIXA CATAL	Aaa/AAA(F)	3	3 a	+75

**PERSPECTIVAS DE MERCADO**
**SESIÓN ANTERIOR**

Nueva jornada negra para las bolsas europeas que perdieron lo recuperado en la sesión anterior, a pesar de ello la semana concluye con una tímida subida. El Ibex se vio arrastrado nuevamente por los valores financieros, BBVA (-4,5%), POP (-4,6%), SAN (-4,7%), BKT (-5,8%). En el lado de las pérdidas destacó especialmente GAM (-7,7%) tras presentar unos decepcionantes resultados. En cambio los resultados de IDR (+2,9%) sí que convencieron. Ligeras subidas para ITX (+1,6%), TL5 (+1,2%) y ACX (+0,3%) que también comunicó sus cifras anuales.

En Europa también se registraron recortes, liderados nuevamente por entidades financieras, ganadoras en la jornada anterior, ING (-11,2%), Aegon (-10%), AXA (-8,3%) y Generali (-5,9%). En la parte de las compras encontramos a Fortis (+5,7%), Saint Gobain (+4,8%), y las francesas Danone (+1,5%), Carrefour (+1,7%) y France Telecom (+1,8%) que comunicó sus cifras para el año.

El viernes, la deuda pública experimentó una sesión de ida y vuelta con compras provocadas por el pésimo dato de PIB estadounidense que se revirtieron por la tarde ante noticias sobre la ampliación de las garantías que el FDIC ofrece a las entidades, lo que contribuyó a moderar muy ligeramente los temores sobre el sistema financiero, para acabar la jornada sin apenas variación.

En ratings destacan las acciones de S&P que situó en perspectiva negativa a BMW, Citi (A ambos) y Daimler (A-). Por su parte, Moody's rebajó a Citi de A2 a A3 estable, al igual que a Swedbank, de Aa3 a A1. Además colocó en outlook negativo a ANZ (Aa1), y en revisión negativa a Sallie Mae (Baa2).

**PREVISIONES PARA EL DIA**

Para hoy se espera la publicación de algunos datos de relevancia. En Europa destaca el IPC preliminar de febrero, mientras que en EE.UU. conoceremos los ingresos y gastos personales de enero y el ISM manufacturero de febrero. La información macroeconómica para los próximos días se centra especialmente en el jueves, con las decisiones de tipos del BCE y el BoE, y, sobre todo, el viernes, con el informe de empleo estadounidense de febrero.

En términos de comparecencias, para hoy sólo se prevén dos de la Fed: Rosengren y Lacker, a partir de las 18:00. El resto de la semana, destaca especialmente Trichet, que, además de comparecer tras la decisión de tipos del jueves, también hablará mañana martes. Además, Bernanke declarará ante el Senado también mañana acerca de la política presupuestaria de su gobierno.

En la apertura de hoy hemos visto ciertas compras de deuda, posiblemente como reacción a la mala evolución bursátil asiáticas y futuros estadounidenses, en un movimiento posiblemente desencadenado por la nueva necesidad de rescate de AIG. De no producirse nuevas noticias, posiblemente este sentimiento se prolongue a lo largo de toda la sesión.

**ANÁLISIS TÉCNICO**
**IBEX 35**

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

**BUND (Mar 09)**

- ✓ **Resistencia:** 125,55 / 126,007 / 126,53
- ✓ **Soporte:** 122,60 / 121,55 / 120,17

**AGENDA MACROECONÓMICA**

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
					10:00	UME	PMI Manufacturero (F)	33,6	33,6
					11:00	UME	Estimador precios al consumo	1,0% a/a	1,1% a/a
					14:30	EE.UU	Ingreso personal	-0,3%	-0,2%
					14:30	EE.UU	Gasto personal	0,3%	-0,1%
					14:30	EE.UU	Deflactor del gasto	0,5% a/a	0,6% a/a
					14:30	EE.UU	Deflactor del gasto subyacente	1,6% a/a	1,7% a/a
					16:00	EE.UU	ISM Manufacturero	34,0	35,6
					16:00	EE.UU	ISM Precios pagados	35,5	29,0
					16:00	EE.UU	Gasto en construcción	-1,5% m/m	-1,4% m/m

## DATOS MACROECONÓMICOS

### EE.UU.

#### La revisión del PIB situó el crecimiento en un -6,2% trimestral anualizado

**Comentario:** La segunda revisión del PIB estadounidense del cuarto trimestre del año se saldó con una revisión a la baja de la referencia preliminar desde el -3,8% inicial a un -6,2%. De igual forma, supuso situarse por debajo de las expectativas del mercado que se fijaban en una contracción del 5,4%. En materia de precios, tanto el deflactor del PIB como el del consumo subyacente, se mantuvieron en positivo y por encima de las previsiones, lo que pudo ser una de las noticias más positivas de la referencia. Así, el primero reflejó un crecimiento del 0,5% (se esperaba un -0,1%) y el segundo un 0,8% (dos décimas superior a lo que se manejaba). En la descomposición se pudo observar revisiones a la baja de la práctica totalidad de componentes, destacando la del consumo privado (de -3,5% a -4,3%) y la inversión (de -12,3% a -20,8%). En relación con esta última partida, se reflejó cómo la aportación positiva que la acumulación de inventarios había mostrado en el dato preliminar se redujo de manera notable, facilitando ese resultado. Además, otra nota importante fue la aportación al crecimiento del saldo neto exterior (de +0,09% en la primera estimación al -0,46% de esta), lo cual contrasta con la reducción del déficit comercial en el trimestre. Por lo tanto, un dato muy negativo en términos de actividad, aunque era un sesgo, hasta cierto punto previsible, a tenor de las referencias publicadas.

#### El índice de gestores de compras de Chicago subió ligeramente en su registro de febrero

**Comentario:** El índice de gestores de compras de Chicago se incrementó casi un punto hasta 34.2 en su lectura de febrero, batiendo así a la expectativa del consenso que esperaba un mantenimiento. Entre los componentes destaca la evolución positiva de la producción y los pedidos en curso que experimentaron mejoras de cinco y tres puntos respectivamente. Sin embargo, el resto de factores no invita al optimismo, muy especialmente en el caso del empleo, que registró una severa contracción de 34.8 a 25.2. En conjunto, no se puede afirmar que sea un dato positivo de cara al futuro a pesar de haber batido al consenso, ya que se mantiene en niveles muy negativos, al tiempo que el resto de encuestas gemelas de otras regiones han registrado importantes caídas en el mes.

El viernes también se publicó el registro final de la confianza de Michigan de febrero que se elevó una décima respecto a la estimación preliminar hasta alcanzar el nivel de 56.2, cuando el consenso esperaba 56.0.

### Zona Euro

Los datos europeos publicados el viernes no registraron mayor importancia de cara al mercado. Tan sólo cabe mencionar que el IPC final de enero de la Zona Euro se ajustaron a su estimación preliminar en el 1.1% interanual, mientras que la tasa de paro de la región superó en una décima a la estimada situándose en el 8.2%. Por otro lado, el IPC preliminar español de febrero alcanzó su mínimo en cuarenta años, al reducirse hasta el 0.7% interanual.

## RESULTADOS ESPAÑA

### ACERINOX



#### Publicación de resultados 2008

Mn €						
	4T.08	4T.07	% Var.	2008	2007	% Var.
Ventas	769,6	1.442,7	-46,7%	5.050,6	6.900,9	-26,8%
<b>EBITDA</b>	<b>-86,7</b>	<b>-166,8</b>	<b>-48,0%</b>	<b>299,7</b>	<b>752,2</b>	<b>-60,2%</b>
<i>Mg</i>	<i>-11,3%</i>	<i>-11,6%</i>	<i>0,3pb</i>	<i>5,9%</i>	<i>10,9%</i>	<i>-5,0pb</i>
EBIT	-191,8	-183,2	4,7%	48,0	526,3	-90,9%
<b>BN</b>	<b>-135,8</b>	<b>-112,0</b>	<b>21,3%</b>	<b>-10,5</b>	<b>312,3</b>	<b>-103,4%</b>

**Comentario.** Los resultados han estado fuertemente marcados por el deterioro de la demanda, particularmente acentuada en el segundo semestre del año. Igualmente la compañía se ha imputado en resultados un deterioro del valor de los inventarios por valor de 128,4 Mn €, sin los cuales el resultado neto para el año habría sido positivo y se habría situado en 111,7 Mn €. La producción en el trimestre ha tenido que contraerse de forma muy significativa hasta situarse en 284 Mn toneladas (-53%). La generación de caja del grupo ha sido notable, gracias sobre todo a un impacto positivo de 452 Mn € por la mejora del circulante que ha permitido a la compañía generar un flujo de caja después de inversiones de 168 Mn € (FCF yield > 7%). El nivel de endeudamiento de la compañía se mantiene en niveles modestos (apalancamiento financiero del 31%), toda vez que la compañía cuenta con acceso a financiación por valor de 1.240 Mn € que le deberán permitir hacer frente a sus necesidades de circulante.

**Valoración.** Los resultados han sido claramente débiles, aunque ajustados por el impacto de la valoración de los inventarios habrían estado en niveles aceptables con respecto a las previsiones. La generación de caja del grupo se ha mantenido en niveles elevados, lo que le permite incrementar la retribución a los accionistas un +6,7% con respecto al año pasado mediante dividendos, devolución de primas y primas de asistencia a la JGA. Resultados por tanto no del todo dramáticos aunque las perspectivas a corto plazo siguen siendo muy difíciles de identificar. La compañía ha iniciado la toma de medidas para recortar la estructura de costes en los próximos dos años en más de 130 Mn €. Reiteramos nuestra recomendación de **MANTENER**.

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)).



## Publicación de resultados 2008

Mn €	4T.08	4T.07	% Var.	2008	2007	% Var.
Ventas Netas	288,7	269,5	7,1%	1.125,9	1.030,9	9,2%
<b>EBITDA</b>	<b>194,0</b>	<b>176,4</b>	<b>10,0%</b>	<b>771,6</b>	<b>722,5</b>	<b>6,8%</b>
<i>Mg</i>	67,2%	65,5%	1,7pb	68,5%	70,1%	-1,6pb
EBIT	129,6	100,0	29,6%	524,6	468,1	12,1%
<b>BN</b>	<b>69,9</b>	<b>51,7</b>	<b>35,2%</b>	<b>286,1</b>	<b>243,0</b>	<b>17,7%</b>

**Comentario.** El incremento de los resultados se ha debido principalmente al volumen de activos puestos en explotación durante 2007. El incremento de los costes de explotación de un +12% en el año han provocado un menor incremento del resultado de explotación. Conviene señalar que estos gastos se han visto incrementados de forma extraordinaria por una provisión de 11 Mn € relacionada con la penalización impuesta por el Gobierno de Cataluña en relación con los problemas técnicos del verano de 2007. En el trimestre, el mayor crecimiento que se ha observado en el EBITDA en contraste con el acumulado del año, ha obedecido a una moderación del incremento de los gastos de plantilla y a la regularización de excesos de provisiones. Un crecimiento prácticamente plano de las amortizaciones ha permitido un mayor crecimiento del resultado operativo, mientras que el incremento del beneficio neto ha sido aún mayor gracias a un crecimiento también moderado de los costes financieros (+5%), ello a pesar de que la deuda neta del grupo se ha incrementado un +8,6% hasta alcanzar los 2.930 Mn €.

**Valoración.** Los resultados han estado en línea con las previsiones, superando ligeramente el objetivo de la propia compañía de incrementar sus resultados un +15% anualmente en los próximos ejercicios. La compañía ha aprovechado para actualizar su plan estratégico para los próximos años, manteniendo una tendencia claramente continuista con respecto al que ya venía siguiendo. Se confirma el ritmo inversor de 800 Mn € anuales para los próximos años, inversiones que irán destinadas principalmente a completar el mallado de la red y a reforzar la distribución y, en menor medida, a dar servicio al tren de alta velocidad, a facilitar la evacuación de energía renovable y a mejorar la interconexión internacional. Por otro lado, la compañía ha detallado su calendario de vencimientos de deuda para próximos ejercicios, y que se resume en vencimientos que apenas superan el 6% del total de la deuda hasta 2011, por lo que las necesidades de refinanciar deuda a corto y medio plazo del grupo se muestran prácticamente insignificantes. Mantiene intacto el objetivo de crecimiento anual del beneficio neto de +15%. En resumen, REE ha ofrecido unas cifras para 2008 acordes con las previsiones y ha vuelto a confirmar sus previsiones de crecimiento a futuro. Negocio estable, atractivas perspectivas de crecimiento y un calendario de vencimientos de deuda muy poco exigente a medio plazo caracterizan a esta compañía. Reiteramos nuestra recomendación de **COMPRAR**.



## Publicación de resultados 2008.

Mn €	2008	2007	%	4Q.08	4Q.07	%
Transporte y tráfico	433,5	394,2	10,0%	106,5	94,6	13%
Telecom y Media	244,3	214,7	13,8%	57,3	51,9	10%
AA.PP. y Sanidad	331,7	296,1	12,0%	89,7	86,2	4%
Servicios Financieros	312,4	275,7	13,3%	72,0	66,7	8%
Energía e Industria	374,0	353,9	5,7%	89,2	94,2	-5%
Defensa y Seguridad	683,7	633,0	8,0%	196,2	183,4	7%
<b>Ventas Totales</b>	<b>2379,6</b>	<b>2167,6</b>	<b>9,8%</b>	<b>610,8</b>	<b>577,1</b>	<b>6%</b>
<b>Ebit</b>	<b>270,5</b>	<b>223,5</b>	<b>21,0%</b>	<b>69,7</b>	<b>49,0</b>	<b>42%</b>
<i>Margen Ebit</i>	11,4%	10,3%		11,4%	8,5%	
<b>Beneficio Neto</b>	<b>182,4</b>	<b>147,8</b>	<b>23,4%</b>	<b>41,7</b>	<b>40,8</b>	<b>2%</b>
<i>Margen Neto</i>	7,7%	6,8%		6,8%	7,1%	

**Comentario.** El jueves, tras el cierre de mercado Indra publicó sus resultados de 2008, los cuales se han ajustado a nuestras estimaciones cumpliendo, a su vez, sus objetivos fijados para el año. En cuanto al crecimiento de su cifra de ventas como de beneficio neto, IDR ha conseguido alcanzar la parte alta de sus objetivos. También ha conseguido mejorar su margen operativo hasta el 11,4% que estima mantener para 2009. Esperábamos una reiteración de la guía para el año, (crecimiento de ventas entre el 5%-7%; margen Ebit entre 11,3%-11,5%; crecimiento de la contratación superior a las ventas), y así ha sido. Uno de los factores más reseñables ha sido el incremento de la contratación del 11%, hasta los 2.579,4 Mn €, un 8% superior a las ventas. Esto ha facilitado el incremento de la cartera de pedidos un 8% sobre las ventas, cuyo importe ejecutable para el presente año supone una cobertura del 70% de su objetivo de ingresos. Otra de las claves ha sido el importante empuje de la compañía en el mercado internacional (+16%), ganando peso en los ingresos de IDR, ya que en el mercado nacional el aumento ha sido del 7%. La evolución de todos los segmentos de negocio ha sido positiva. La situación de balance de IDR sigue siendo estable, siendo la deuda neta 149 Mn €.

**Valoración.** No esperábamos sorpresas y así ha sido. Por tanto, los resultados han estado totalmente en línea con nuestras estimaciones. Esta visibilidad de sus cifras es una de las grandes fortalezas de Indra, muy escasa en momentos de tan alta incertidumbre como los actuales. La seguridad se manifiesta en su cartera de valores, que como citábamos anteriormente es superior a las ventas, al igual que también ha aumentado la cobertura del importe ejecutable frente al año anterior. De los segmentos de negocio han destacado las líneas de Transporte y Tráfico, Servicios Financieros y Telecom y Media, y esperamos que mantengan los crecimientos de doble dígito del pasado ejercicio para 2009. Su solvencia financiera le permite acometer operaciones corporativas, como demuestra el encontrarse en el proceso de compra de Telvent. Este proceso es el que en la última semana ha sembrado de volatilidad a la acción, algo poco corriente en IDR (Beta 0,73). Pensamos que la valoración de Telvent debería situarse aproximadamente en 7,5x EV/Ebitda, aunque las cifras con las que especula la prensa sean superiores. Reiteramos nuestra **recomendación de COMPRAR** e incidimos en aprovechar este momento de recortes en su cotización para entrar en un valor de garantías.

## FERROVIAL



## Publicación de Resultados.

MN €	2008	2007	% Var
<b>VENTAS</b>	<b>14.126</b>	<b>14.630</b>	<b>-3,4%</b>
Construcción	5.155	5.202	-0,9%
Aeropuertos	3.290	3.822	-13,9%
Autopistas y aparcamientos	1.081	1.025	5,5%
Servicios Medioambientales	4.670	4.619	1,1%
Ajustes	-70	-38	84,2%

MN €	2008	2007	% Var
<b>EBITDA</b>	<b>2.738</b>	<b>3.044,0</b>	<b>-10,0%</b>
Mg Ebitda	<b>19,4%</b>	<b>20,8%</b>	<b>n.a</b>
Construcción	272	351	-22,5%
Mg Ebitda	5,3%	6,7%	n.a
Aeropuertos	1.351	1.543	-12,5%
Mg Ebitda	41,1%	40,4%	n.a
Autopistas y aparcamientos	692	694	-0,3%
Mg Ebitda	64,0%	67,7%	n.a
Servicios Medioambientales	463	471	-1,8%
Mg Ebitda	9,9%	10,2%	n.a
Otros	-39	-15	163,5%
<b>EBIT</b>	<b>1.550,0</b>	<b>1.911,0</b>	<b>-18,9%</b>
<b>Bº Neto</b>	<b>33,0</b>	<b>734,0</b>	<b>-95,5%</b>
Ajuste IBA	-871		
<b>Bº Neto después ajuste IBA</b>	<b>-838,0</b>		

**Comentario.** Ferrovial presentó unos resultados muy afectados en lo que a las ventas y al Ebitda del Grupo se refiere por la apreciación del euro frente a la libra y al dólar y por los cambios en el perímetro de consolidación. Además, la eliminación en 2008 del beneficio fiscal en UK del Industrial Building Allowances (IBA) ha tenido un impacto sobre el Beneficio Neto del Grupo de -871 Mn €, lo que ha supuesto una caída total del mismo hasta los -831 Mn €. Aun así, sin el impacto de este efecto fiscal, el BN del Grupo habría caído un -95,5% respecto a 2007. Por divisiones, BAA, a pesar del descenso del tráfico de pasajeros (-2,7%) respecto a 2007, ha logrado incrementar sus ventas en un +15% gracias al incremento de las tarifas que se llevó a cabo el pasado mes de abril y que le ha permitido incrementar sensiblemente los márgenes (40,4% 2007 vs 41,1% 2008). Un comportamiento similar ha mostrado la división de concesiones que ha logrado, vía incremento de tarifas, aumentar sus ventas (+9,6%) pese al descenso generalizado del tráfico de sus principales autopistas. Servicios ha logrado un incremento de sus ventas del +1,1%, aunque eliminando el efecto del tipo de cambio el incremento habría sido del +8,8%. Ello ha supuesto una sensible caída de los márgenes de la división (10,2% 2007 vs 9,9% 2008). Por último, Ferrovial no ha sido ajeno a la crisis del sector constructor y su división de construcción visto caer sus márgenes significativamente desde el 6,7% hasta el 5,3%. A pesar de ello, Budimex ha logrado un sólido crecimiento.

**Valoración.** Malos resultados de Ferrovial que sigue sufriendo el mal comportamiento de BAA y de su actividad de construcción. No le ayuda su elevado nivel de endeudamiento que esperamos mejore con la venta de algunos de sus activos aeroportuarios (Gatwick, Stansted y Edinburgh), aunque dada la crisis de los mercados financieros pensamos que la entrada de caja será menor de la que cabría esperar en un principio. En definitiva, seguimos pensando que Ferrovial presenta una buena estructura de negocio que sin embargo está sufriendo la dureza del ciclo. Por tanto, la existencia de catalizadores de signo contrario que afectan al Grupo es lo que nos hace seguir manteniéndonos neutrales respecto al valor. **Recomendación: MANTENER.**

OHL



## Publicación de Resultados.

Mn €	2008	2007	Var % 2007-08
Ventas	4.008,8	3.764,4	6,5%
Ebitda	607,6	542,9	11,9%
Ebit	422,7	373,7	13,1%
Beneficio Neto	150,7	140,5	7,3%

Mn €	2008	2007	Var % 2007-08
<b>Ventas</b>	<b>4.008,8</b>	<b>3.764,4</b>	<b>6,5%</b>
Construcción Nac.	1786,4	1973,9	-9,5%
Construcción Internac.	1429,1	1162,2	23,0%
Industrial	25,5	0	n.a
Concesiones	542,4	435,5	24,5%
Medio Ambiente	119,9	116,8	2,7%
Desarrollos	105,5	76	38,8%

Mn €	2008	2007	Var % 2007-08
<b>Ebitda</b>	<b>607,6</b>	<b>542,9</b>	<b>11,9%</b>
Construcción Nac.	120,8	118	2,4%
Construcción Internac.	111,1	86,9	27,8%
Industrial	1,6	0	n.a
Concesiones	339,9	317	7,2%
Medio Ambiente	19,3	13	48,5%
Desarrollos	14,9	8	86,3%

**Comentario.** OHL ha presentado unos resultados marcados por un lado, por su negocio de Construcción Internacional, que crece por encima del +20% tanto en ventas como en Ebitda y Ebit, y por otro lado por el crecimiento de su actividad de concesiones que ya representa el 55,9% del Ebitda del Grupo. Peor comportamiento, tal y como se esperaba, el que ha registrado el área de Construcción Nacional cuyas ventas han caído un -9,5% como consecuencia del menor ritmo de ejecución y licitación de proyectos, especialmente en el primer semestre de 2008. El buen comportamiento de las filiales checas del Grupo y la incorporación de las nuevas compañías americanas (Arellano Construction y Stride Constructors) ha permitido a la actividad internacional del Grupo incrementar de manera importante sus ventas así como su beneficio operativo. Concesiones también logra crecer con solidez gracias al incremento del tráfico de la mayoría de las autopistas que OHL tiene en cartera. Ello ha compensado el impacto negativo que ha tenido en el Ebitda de la división la depreciación de las monedas latinoamericanas frente al euro en 2008 y la no aportación del 50% de Fumisa tras su venta en febrero del pasado ejercicio. Medio Ambiente también ha logrado crecer con fuerza gracias a la maduración de los proyectos en operación, y la consolidación del complejo turístico de Mayakobá que ha impulsado el crecimiento de la división de Desarrollos.

**Valoración.** Positivos resultados de OHL en los que se aprecia una correcta estrategia basada en la nula exposición al sector inmobiliario, la reducción del peso de la actividad de edificación residencial, la diversificación internacional y el mantenimiento de una estructura financiera más equilibrada que el resto de sus competidores. A pesar de ello, seguimos pensando que el sector continuará mostrando un débil comportamiento en 2009. Además, el empeoramiento de la situación económica global nos hace pensar que la evolución del tráfico de las concesiones de OHL crecerán a un menor ritmo de cara al presente ejercicio y que se producirá un posible empeoramiento de los periodos medios de cobro consecuencia de la mala situación de liquidez de las administraciones. Aún así, continuamos insistiendo que OHL cuenta con una estructura de negocio capaz de consolidar la evolución del Grupo en un escenario donde las constructoras españolas seguirán sufriendo. **Recomendación: MANTENER.**

SACYR



## Publicación de Resultados.

Mn €	2008	2007	% Var
<b>VENTAS</b>	<b>5.378</b>	<b>5.236,4</b>	<b>2,7%</b>
Construcción	3.498	3.346	4,5%
Vallehermoso	1.088	1.400	-22,3%
Concesiones	75,5	35	117,0%
Testa	272,6	264	3,3%
Servicios	866	633	36,8%
Holding y Ajustes	-422	-442	-4,4%

EBITDA	645,8	862,8	-25,2%
<b>Mg Ebitda</b>	<b>12,0%</b>	<b>16,5%</b>	
Construcción	203	227	-10,3%
<b>Mg Ebitda</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,8%</b>	
Vallehermoso	137	357	-61,7%
<b>Mg Ebitda</b>	<b>12,6%</b>	<b>25,5%</b>	
Concesiones	36,0	11	224,3%
<b>Mg Ebitda</b>	<b>47,7%</b>	<b>31,9%</b>	
Testa	221,0	211	5,0%
<b>Mg Ebitda</b>	<b>81,1%</b>	<b>79,8%</b>	
Servicios	92	69	34,0%
<b>Mg Ebitda</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,8%</b>	
Holding y Ajustes	-45	-13	-7,1%
<b>EBIT</b>	<b>428</b>	<b>681</b>	<b>-37,2%</b>
<b>Bº Neto</b>	<b>301</b>	<b>672,9</b>	<b>-55,3%</b>

**Comentario.** Malos resultados de Sacyr que cierra 2008 con una caída de su Beneficio Neto del -55,3% respecto a 2007. El fuerte deterioro del sector inmobiliario y de construcción, unido a las minusvalías registradas por la venta de Eiffage en la primera mitad del año (-477 Mn €) no han podido ser compensados por una división de Servicios que ha mostrado un sólido crecimiento, tanto en ventas (+36,8%) como en Ebitda (+34%), lo que le ha permitido mantener sus márgenes ligeramente por encima del 10%. Concesiones fue la otra división que registró un buen comportamiento, aunque su escaso peso en el negocio total del Grupo (+1,4%) tras la venta de Itínere hace que su aportación a los resultados sea escaso. Especialmente preocupante ha sido la evolución de Vallehermoso que cierra el año con una caída de las ventas y del Ebitda, lo que ha provocado un fuerte descenso de los márgenes desde el 25,5% en 2007 hasta el 12,6% en 2008. Esta caída tan profunda se debe al mal comportamiento del negocio de Vivienda (-15,6%) y de Suelo (-61,2%). Además, los activos gestionados por la filial inmobiliaria se han depreciado un -14% respecto al cierre del ejercicio 2007, lo que ha supuesto una caída de las plusvalías latentes en un -26% (1.877 Mn € 2008 vs 2.538 Mn € 2007). La DFN del Grupo se situó en los 14.490 Mn €, lo que supone una reducción respecto a 2007 del -5,4%. Aun así, Sacyr cierra el ejercicio con un ratio DN/Ebitda cercano a 22,5x, no comparable para el presente año por la caja que obtendrá por la venta de Itínere.

**Valoración.** Muy malos resultados de Sacyr que confirman la complicada situación que atraviesa la compañía agravada por la fallida gestión de la compra y venta de Eiffage. Únicamente el negocio de Servicios se salva de unos resultados en los que prácticamente todo son sombras. Una fuerte exposición a la actividad constructora y una estrategia corporativa que no ha seguido una tendencia clara, son los principales factores que explican la precaria situación que atraviesa el Grupo, que además cuenta con una estructura de balance descompensada por su excesivo endeudamiento y con unos plazos de vencimiento de la deuda muy exigentes (3.785 Mn € en 2009). La situación de endeudamiento, aunque mejorará cuando se formule definitivamente la OPA sobre Itínere y se reciban los cerca de 2.000 Mn € por ella, sigue pareciéndonos difícilmente asumible por la compañía. Por ello seguimos pensando que su participación en Repsol es crítica, sin descartar la posibilidad de tener que desprenderse de algún otro activo para dar oxígeno a un balance que agoniza. En definitiva, seguimos percibiendo a Sacyr como la constructora peor posicionada en términos relativos en el sector, por lo que seguimos manteniendo nuestra recomendación de **VENDER**.

## RESULTADOS EUROPA

### DEUTSCHE TELEKOM



#### Publicación de Resultados 2008.

Mn	2008	2007	% Var.
<b>Ventas Netas</b>	<b>61.666</b>	<b>62.516</b>	-1,4%
Domestic	28.885	30.694	-5,9%
Internacional	32.781	31.822	3,0%
<b>Ebitda Ajustado</b>	<b>19.459</b>	<b>19.326</b>	0,7%
<i>Mg Ebitda</i>	31,6%	30,9%	
<b>Beneficio Neto Ajustado</b>	<b>3.426</b>	<b>3.005</b>	14,0%
<i>Mg Neto</i>	5,6%	4,8%	

**Comentario.** El negocio móvil en Europa y EE.UU. consiguió crecimientos del +2,4%, incluyendo ya el mal comportamiento del tipo de cambio que afectó a este negocio durante buena parte del año. La compañía mantiene su liderato en el mercado de móviles alemán pero continúa con dificultades debido al fuerte entorno competitivo de este mercado. T-mobile USA en cambio evoluciona a buen ritmo (+13,5%) sin embargo el tipo de cambio anteriormente mencionado limitó esta subida en la consolidación de los resultados. Muy mal el negocio en UK, cumpliendo con su comportamiento débil durante todo el año. Caída en ventas del -2,2% y en Ebitda del -12,7%. Mejor en cambio en el centro de Europa, con un razonable crecimiento en ventas del +10% y de Ebitda ajustado del +14%. La banda Ancha cae un -5,1%, profundizando en la debilidad del negocio de líneas fijas, y en este sentido, mejor el tramo internacional que el nacional.

**Valoración.** Tal como esperábamos, flojos resultados de la operadora alemana. Cumplimiento modesto de objetivos, y muestras de debilidad nuevamente, sobre todo en su negocio doméstico. Solamente el negocio móvil se ha mantenido en niveles razonables. La estrategia funciona en EE.UU. y los resultados deberían haber sido mejores de no ser por el impacto del tipo de cambio. En UK mal, no sólo por el tipo de cambio, factor evidente de erosión, sino también por el mal comportamiento de la base de clientes. Las ventas se han mantenido en caídas no muy acusadas, pero eso se ha debido a un esfuerzo superior al deseable en costes comerciales, lo que ha afectado al Ebitda. Mal en banda ancha, cuando debería ser uno de los motores de crecimiento. Sus competidores en ADSL erosionan mucha cuota de mercado. Más razonable la evolución en Centroeuropa, sobre todo en móviles. Seguimos sin ver claro el futuro de la compañía, pese a su elevada infravaloración relativa y seguimos también sin ver claro que pueda generar una rentabilidad clara para sus accionistas en 2009, en tanto en cuanto no hemos visto medidas para invertir la tendencia de sus negocios, mejorar su competitividad y fortalecer sus márgenes. **Recomendación: VENDER.**



## Publicación de Resultados 2008.

## CUENTA DE RESULTADOS

Mn €	2008	2007	% Var.
<b>Ventas Totales</b>	<b>30.514,0</b>	<b>31.419,0</b>	-2,9%
<b>Ebitda</b>	<b>11.367,0</b>	<b>11.668,0</b>	-2,6%
Mg. Ebitda	37,3%	37,1%	
<b>Ebit</b>	<b>5.463,0</b>	<b>5.955,0</b>	-8,3%
Mg. Ebit	17,9%	19,0%	
<b>Beneficio Neto</b>	<b>2.214,0</b>	<b>2.448,0</b>	-9,6%
Mg Neto	7,3%	7,8%	

**Comentario.** El negocio doméstico continuará en su senda de pérdidas de competitividad y descensos en su cifra de ventas. El negocio doméstico de la italiana cae un -3,9% en su cifra de ventas netas, especialmente impulsado por las dificultades de la división de líneas fijas (-4,6%), aunque también se contagia por la erosión al negocio de móviles (-1,9%). Sorpresa positiva de Hansenet, con incrementos de doble dígito en ventas, si bien a nivel de Ebitda esta división registró una pérdida superior al -15,3%. Los costes comerciales siguen siendo elevados en la división de banda ancha europea. Estables en Brasil pese al tipo de cambio, con crecimientos del 4,4% y evolución también positiva de las ventas del negocio de Media nuevamente enturbiados por una evolución negativa de Ebitda. Más allá de las operaciones, la compañía ha logrado reducir su endeudamiento en 1.662 Mn €, logrando mantenerse en línea con su objetivo. El capex también se mantuvo en niveles estables. El Consejo de Administración propuso además para la próxima asamblea de Telecom Italia la distribución de un dividendo de 5 cts € por acción ordinaria y 6,1 cts € por las preferentes, frente a los 8 y 9,1 cts €, respectivamente del ejercicio anterior.

**Valoración.** Continúa la debilidad operativa, sin embargo los resultados de 2008 nos han dejado algunos signos positivos. Por un lado se confirma la buena marcha del negocio en Brasil, que pese a la negativa evolución del tipo de cambio continúa sumando y su base de clientes sigue en aumento. Por otro lado, la reducción de deuda permitiéndoles alcanzar su objetivo de 3,0x Ebitda y el esfuerzo en costes sorprende positivamente al mercado. También la decisión final de reparto de un dividendo modesto ha agradado al inversor. Pese a recibir datos positivos, la competitividad sigue siendo la asignatura pendiente en el negocio doméstico, principal problema que debe ser resuelto, y en materia de endeudamiento queda mucho por hacer. Pasos positivos pero lejos de ser suficientes, todavía no podemos confiar en la operadora italiana. **Recomendación: VENDER.**

## CALENDARIO DE INDICADORES ECONOMICOS

HORA	PAÍS	INDICADOR	MES		CONSENSO	ÚLTIMO
<b>Lunes 2</b>						
10:00	UME	PMI Manufacturero (F)	Feb		33.6%	33.6
11:00	UME	Estimador precios al consumo	Feb		1,0% a/a	1,1% a/a
14:30	EE.UU	Ingreso personal	Ene		-0,3%	-0,2%
14:30	EE.UU	Gasto personal	Ene		0,3%	-0,1%
14:30	EE.UU	Deflactor del gasto	Ene		0.5% a/a	0,6% a/a
14:30	EE.UU	Deflactor del gasto subyacente	Ene		1,6% a/a	1,7% a/a
16:00	EE.UU	ISM Manufacturero	Feb		33.2	34.0
16:00	EE.UU	ISM Precios pagados	Feb		34.0	35.5
16:00	EE.UU	Gasto en construcción	Ene		-1,5% m/m	-1,4% m/m
<b>Martes 3</b>						
0:00	EE.UU	Ventas de automóviles (M)	Feb		9.6	9.6
8:00	Alemania	Precios al por mayor	Ene		-2,0% m/m	-3,0% m/m
9:00	España	Cambio número desempleados	Feb		--	198.8
10:00	España	Confianza del consumidor	Feb		--	50.1
16:00	EE.UU	Ventas de viviendas pendientes	Ene		-3,0% m/m	6,3% m/m
<b>Miércoles 4</b>						
10:00	UME	PMI Servicios (F)	Feb		38.9	38.9
13:00	EE.UU	Solicitudes de hipotecas	Feb		--	-15.1%
13:30	EE.UU	Recortes empleos grandes empresas	Feb		--	222,4%
14:15	EE.UU	Creación empleo ADP (mm)	Feb		-615	-522
16:00	EE.UU	ISM servicios	Feb		41.0	42.9
16:30	EE.UU	Inventarios de crudo (Mb)				
20:00	EE.UU	Libro Beige de la Fed				
<b>Jueves 5</b>						
8:00	Alemania	Ventas al por menor	Ene		0.2% m/m	-0,1% m/m
8:50	Francia	Precios de producción	Ene		-0.7% a/a	-0,3% a/a
9:00	España	Producción industrial	Ene		0.3% m/m	-1,4% m/m
11:00	UME	PIB (2ª Estimación)	4T08		-0.4% a/a	0,0% a/a
13:00	U.K	Anuncios de Tipos BoE	Mar		-20.2% a/a	-19,6% a/a
13:45	UME	Anuncios de Tipos BCE	Mar		-1.5% t/t	-1,5% t/t
14:30	EE.UU	Productividad	4T08		-1.2% a/a	-1,2% a/a
14:30	EE.UU	Costes laborales unitarios	4T08		0,50%	0,50%
14:30	EE.UU	Demandas de desempleo	Feb		1,50%	2,00%
16:00	EE.UU	Pedidos de fábrica	Ene		1,6%	3,2%
14:30	EE.UU	Horas medias trabajadas	Feb		3,4%	1,8%
21:00	EE.UU	Credito al consumo (MM)	Ene		650	667
<b>Viernes 6</b>						
10:30	U.K	Precios de producción	Feb		0.1% m/m	0,1% m/m
10:30	U.K	Precios de producción subyacente	Feb		3.1% a/a	3,5% a/a
14:30	EE.UU	Creación de empleo (mm)	Feb		3.7% a/a	4,1% a/a
14:30	EE.UU	Tasa de paro	Feb		-620	-650
14:30	EE.UU	Salario medio por hora	Feb		8.1%	7.9%
14:30	EE.UU	Horas medias trabajadas	Feb		0,3% m/m	0,3% m/m
21:00	EE.UU	Credito al consumo (MM)	Ene		3,8% a/a	3,9 a/a
14:30	EE.UU	Horas medias trabajadas	Feb		33.3	33.3
21:00	EE.UU	Credito al consumo (MM)	Ene		4.0	6.6

En negrita los datos más importantes de la semana

P: Preliminar; F: Final; m: Miles; MM: Miles de Millones; Mb: Millones de barriles; t/t a: trimestral anualizado