

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.891,30	2,71
EUROSTOXX 50	2.334,59	2,37
FTSE 100	4.189,59	2,27
DAX 30	4.704,56	2,11
CAC 40	3.116,94	2,16
DOW JONES	8.185,73	2,11
S&P	873,64	2,16
NASDAQ	1.711,94	2,28
NIKKEI	8.828,26	3,94

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.771,50	2,71
BRENT	51,17	2,24
BUND ALEM	123,08	0,10
TREASURY 10A	121,11	-0,48

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3301	1,3195
USD/JPY	97,33	96,78

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,83	0,82
USA	0,85	0,97

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,25	2,23	1,81
5-10	1,08	1,05	0,81
10-30	0,45	0,49	0,75

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,71	1,75	0,39	0,11
5 ^A	2,88	2,94	0,56	-0,20
10 ^A	3,96	3,98	0,83	-0,56
30 ^A	4,41	4,47	0,53	-0,69

INDICE FONDOS INVERSIÓN

MARZO	2009
0,32	-1,46%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,26	1,26
J09	1,27	1,28
S09	1,43	1,44
D09	1,50	1,51

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
BBVA	Aa1 / AA	3.375	3 a	+150
ATLANTIA	A3 / A-	5.625	7 a	+260
KOMMUNALKREDIT	Aaa / AAA	2.375	2 a	+58
BEI	Aaa / AAA	4.5	16 a	+75
SEB	A1 / A	5.5	5 a	+295
HSH NORDBANK	Aaa	2.0	2 A	+20
DONG AS	Baa1 / BBB+	4.875	5 a	+220
DONG AS	Baa1 / BBB+	6.5	10 a	+320
CAIXA CATALUÑA	Aaa / AA+	3	3 a	+90
BANIF FUNCHAL	Aa2 / AA	3,25	3 a	+110

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

❑ Fuertes subidas ayer de los mercados que hicieron caso omiso a los malos datos de PIB publicados en España y EE.UU. En España, IBLA (+6,7%) rebotó al alza tras varias jornadas de fuertes retrocesos. SAN (+6,7%) que presentó unos resultados mejores de los esperados también subió con fuerza. En el lado de las pérdidas solo se situaron dos valores, BME (-0,2%) cuyos resultados dejaron indiferente al inversor y TL5 (-0,1%). Discreto papel de TEF (+0,2%) y de GRF (+0,6%) que consolidó la subida de la jornada anterior.

En Europa, ING (+11,2%) y Siemens (+8,2%) que publicó unos buenos resultados fueron los valores que más subieron. Les acompañaron Munich Re (+7,3%) y BNP (+7,1%). En el lado de las pérdidas, Bayer (-3,4%) reflejó los malos resultados que publicó. Cayeron también ArcelorMittal (-2,8%) cayó tras presentar una fuerte debilidad en resultados y SAP (-2,0%) que publicó también unos flojos resultados.

❑ La sesión de ayer mostró muy poca variación en deuda de gobiernos pese a cierta volatilidad intradiaria, algo mayor en Estados Unidos. Las compras generadas por los malos datos macroeconómicos se vieron compensadas por la disposición de la Fed a incrementar sus compras de deuda privada y de Treasuries. Este último hecho también contribuyó a la ligera contracción de spreads en crédito.

❑ En ratings, destacaron las acciones de Fitch que rebajó a Basf de AA- a A+ Neg, a Caixa Girona, de A- a BBB+, a Caja Tarragona de BBB+ a BBB y a Caja Baleares de A a BBB+ Neg. Además, ratificó a Coca Cola en A Estable. Finalmente, S&P rebajó a Volvo desde A- a BBB+ y a situó en perspectiva negativa a Arcelor Mittal (BBB+).

PREVISIONES PARA EL DIA

❑ Para hoy está prevista la publicación de abundantes datos. En Europa destaca la tasa de paro, tanto alemana (de abril) como de la Zona Euro (de marzo), así como el estimador de IPC de abril de la región. En EE.UU. conoceremos el informe de ingresos y gastos de marzo, además de las demandas de desempleo de la semana pasada y el índice de gerentes de compras de Chicago de abril.

❑ En cuanto a comparecencias, sólo cabe reseñar dos del BCE: Nowotny y Weber, ambas durante la mañana.

❑ A primera hora de la sesión la noticia predominante en el mercado de deuda parece ser la relativa a la inminente bancarrota de Chrysler, que según el Wall Street Journal, rellenaría el Capítulo 11 hoy mismo. En principio no debería ser negativo para el mercado que podría contemplarlo como una solución definitiva a un problema crónico. En este sentido, es de esperar que sus derivaciones en otros mercados (p. ej. CDS) deberían estar ya controladas debido a todo el tiempo que los reguladores americanos han tenido para preparar la situación.

ANÁLISIS TÉCNICO
IBEX 35

✓ **Resistencia:** 9.000
 ✓ **Soporte:** 7.500

BUND (Jun 09)

✓ **Resistencia:** 122,70 / 123,20 / 124,10
 ✓ **Soporte:** 121,60 / 120,25 / 119,15

AGENDA MACROECONÓMICA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
					9:00	Esp	IPC armonizado (P)	-0.2%	-0.1%
					9:55	Ale	Cambio nº desempleados	65	69
					9:55	Ale	Tasa de paro	8.2%	8.1%
					11:00	UME	Estimador IPC	0.7%	0.6%
					11:00	UME	Tasa de paro	8.7%	8.5%
					14:30	EEUU	Ingreso personal	-0.4%	-0.2%
					14:30	EEUU	Gasto personal	-0.2%	-0.1%
					14:30	EEUU	Deflactor del gasto	0.7%	1.0%
					14:30	EEUU	Deflactor del gasto subyacente	1.8%	1.8%
					14:30	EEUU	Demandas de desempleo	637	640
					15:45	EEUU	Indice PMI de Chicago	34	31.4

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

La primera lectura del PIB estadounidense reflejó una contracción del 6,1% trimestral anualizado

Comentario: La primera estimación del PIB estadounidense del primer trimestre de este año se saldó con una contracción de la actividad en un 6,1% trimestral anualizado. Ello supuso una lectura muy similar a la contabilizada en el dato anterior (-6,3%) y situarse claramente por debajo de las expectativas del consenso (-4,7%). Así, en términos interanuales se pasó de un -0,8% a un -2,6% (mínimo desde el tercer trimestre de 1982). En la descomposición se pudo observar un rebote del consumo privado (+2,2%), por encima de las expectativas del mercado (0,9%). Sin embargo, la manifiesta debilidad del componente de inversión (-51,8%) pudo compensar el resultado anterior de manera muy holgada. Al resultado de esta última partida colaboraron tanto la inversión residencial (-38,0%) como la no residencial (-37,9%), a lo cual habría que sumar una aportación negativa de la acumulación de inventarios en -2,79%. En este sentido, se sigue observando un proceso de corrección de inventarios, necesario de cara al crecimiento de la economía a medio plazo, ya que, en la medida que dicha corrección produzca, la necesidad de reajuste de la producción será menor. Otro punto importante fue la fuerte contracción de las exportaciones en un 30%, señal manifiesta de la fuerte debilidad del comercio global. No obstante, una caída de las importaciones de un 34,1%, ayudó a que la aportación del saldo neto exterior fuese positiva. Por lo tanto, un dato más negativo de lo esperado que pone de manifiesto la fuerte debilidad de la economía estadounidense.

La Reserva Federal mantuvo el objetivo del Fed Fund pero se mostró dispuesta a incrementar las compras de deuda

Comentario: La Reserva Federal mantuvo el tipo objetivo del Fed Fund en el rango 0.00%-0.25% tal como se esperaba. En el comunicado posterior constató la continuación de la mala marcha de la economía y la ausencia de presiones inflacionistas. Quizá lo más interesante fue su disposición a continuar con la adquisición de Treasuries y deuda privada y de agencias. En cualquier caso, no supuso grandes sorpresas.

ZONA EURO

La M3 se desaceleró con fuerza en marzo

Comentario: La M3 europea se desaceleró en marzo desde el 5.8% hasta el 5.1%, muy por debajo del 5.7% que se esperaba. Ello hizo que la media trimestral sufriera un frenazo aún mayor, del 6.4% al 5.6%. Entre los instrumentos más líquidos se aprecia una reducción en la duración de los depósitos ante la caída de aquellos hasta dos años y el incremento de los menores de tres meses. En este mismo sentido, se observa una importante aceleración de los repos. En cualquier caso, quizá lo más llamativo es la constatación de la desaparición del crédito al sector privado, que, tanto en vivienda como en consumo y empresa se aproxima a tasas de cero. En conjunto, un dato que constata el brusco frenazo del crecimiento monetario excesivo de los últimos años y que mantiene una perspectiva de inflación moderada.

COMPAÑÍAS EUROPA

BNP



Finalmente se cierra la venta de Fortis a BNP.

Comentario. Tras meses de negociaciones finalmente, tanto los accionistas belgas como los accionistas holandeses de Fortis aprueban por amplia mayoría la operación con el Gobierno Belga y BNP Paribas. Esto significa que BNP se hará con el 75% de la filial bancaria belga Fortis Bank y el 25% de la división belga de seguros de Fortis.

Valoración. El proceso de compra de BNP a Fortis parece haber llegado a su fin. De esta manera, el gobierno belga (actual propietario de Fortis) se convertirá en el accionista principal de BNP ya que la compra por esta última del 75% de Fortis Bank se pagará mediante acciones, lo que nos daría seguridad en cuanto a la evolución futura de la entidad al tener respaldo estatal. Esperaremos a ver el plan de actuación que propondrán conjuntamente BNP y Fortis para llevar a cabo la operación de forma efectiva. **Recomendación: VENDER.**

RESULTADOS ESPAÑA

SANTANDER

Publicación de resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS		
Mn €	1T.09	% Var a/a
Margen de Intereses	6.234	22,2%
Margen Bruto	9.454	12,0%
Margen Neto	5.374	15,4%
Beneficio Neto Atribuible	2.096	-5,0%

RATIOS RELEVANTES		
	1T.09	1T.08
Eficiencia (*)	43,2%	44,8%
Morosidad	2,49%	1,24%
Ratio Cobertura	80,0%	134,1%
Ratio BIS	13,50%	12,20%
Tier I	8,9%	7,5%
ROE **	13,3%	17,4%

* Incluyendo amortizaciones

CUENTA DE RESULTADOS POR DIVISIONES 1T.09						
Mn €	Europa		Reino Unido	% Var (a/a)	Latam	% Var (a/a)
	Continental	% Var (a/a)				
Margen de Intereses	2.902	34,9%	908	55,9%	2.857	-1,8%
Margen Bruto	4.071	15,9%	1.306	39,3%	4.316	1,4%
Margen Neto	2.605	20,2%	756	52,8%	2.664	9,0%
Beneficio Neto Atribuible	1.289	6,5%	409	31,5%	890	-8,2%

BALANCE			
Mn €	1T.09	1T.08	% Var a/a
Activos totales	1.115.365	920.524	21,2%
Créditos a clientes (neto)	685.497	576.786	18,8%
Recursos de clientes gestionados	874.989	791.615	10,5%

Comentario. Buenos resultados los presentados ayer por SAN que alcanzó un beneficio neto por encima del consenso y de nuestras estimaciones con 2.096 Mn € (-5% a/a con un efecto tipo de cambio negativo por importe de -148 Mn €). Con el fin de facilitar la comparabilidad con los distintos trimestres de 2008 la entidad ha elaborado un proforma de 2008 (ya adaptado a la nueva circular contable) en el que Banco Real consolida los doce meses por integración global en Brasil, lo que unido al efecto perímetro por los negocios incorporados en Reino Unido y los adquiridos en Consumo hacen que la evolución en márgenes sea más moderada que la que estimábamos en nuestro previo (SRV_270409). En la parte alta de la cuenta de resultados, los márgenes se mostraron sólidos, con crecimientos de doble dígito debido al buen comportamiento del negocio en Europa Continental y Reino Unido que han permitido compensar las fuertes caídas en margen de intereses en el área de Latinoamérica como consecuencia del impacto negativo de los tipos de cambio, y del deterioro en las cuentas del área de México donde se ha experimentado una fuerte desaceleración de la actividad bancaria. En cuanto a las comisiones, al igual que en el resto de entidades bancarias, ha sufrido una caída del -5,3%, debido a la menor actividad en un entorno recesivo y al cambio registrado en la demanda de algunos productos generadores de comisiones. Destacan las pérdidas registradas en la cuenta de resultados por puesta en equivalencia con -11 Mn € debidos básicamente a la salida de Cepsa, a activos no corrientes en venta y la consolidación en este primer trimestre por integración global. En cuanto a los costes, observamos un incremento del +7,9%, aunque eliminando el efecto perímetro, dicho incremento sería tan solo un +1,8%, lo que muestra la contención de costes que está realizando la entidad, lo que mejora del ratio de eficiencia que se ha situado en +43,2% ó 41,5% si no tuviésemos en cuenta la entrada de Sovereign, A&L y GE. Por último, destacamos el notable incremento en la partida de provisiones por dudosos, que crece un +73,2%, por un total de -2.234 Mn € en el trimestre, de los cuales 242 Mn € son consecuencia del mencionado efecto perímetro. Destacamos que a lo largo del trimestre se ha seguido liberando genérica (-420 Mn €) esperando liberar en el año entre 1.000 y 1.500 Mn €. La mora se sitúa en un 2,49% (+45 pb respecto 4T.08) y la tasa de cobertura sigue descendiendo hasta el 79,9% vs 90,6% del trimestre anterior.

Valoración. Debemos destacar el buen posicionamiento de SAN tanto respecto de la banca nacional como de la banca europea. Tras la ampliación de capital observamos unos niveles de solvencia sólidos con un core capital por encima del 7% exigido a nivel internacional, con +20 pb de generación en el trimestre que sin embargo han sido compensados por -40 pb como consecuencia de las adquisiciones realizadas que han consumido capital. Nos preocupa la morosidad, donde seguimos viendo importantes aumentos en la Red Santander (+3,14%) y en la unidad de Consumer Finance (4,64%) además de la desaceleración en crecimiento de Latinoamérica motivada en gran parte por el tipo de cambio. Sin embargo, el consejero Delegado de la entidad lanzó ayer un mensaje de optimismo diciendo que el Grupo seguramente si sitúe por debajo de sus previsiones para 2009 en cuanto a ratio de mora del 4,5% que dio en la presentación de resultados del 4T.08 diciendo que ahora son más optimistas que hace 3 meses. Adicionalmente, cabe destacar el mal comportamiento que sigue teniendo la unidad de México, muy afectada tanto por el ciclo económico como por la divisa que ha hecho que su contribución a los resultados del grupo se vean reducidos en un -41% respecto al 1T.08 con 111 Mn €. Consideramos que actualmente el mayor riesgo para la entidad seguirá siendo el mayor riesgo divisa, la evolución de los mercados emergentes en los que mantiene inversiones y las dudas existentes en el mercado nacional, aunque seguimos viendo al SAN como una entidad muy fuerte y con grandes ventajas competitivas respecto de sus principales competidores. **Recomendación: MANTENER.**

Toda información contenida en este informe ha sido obtenida por Inverseguros SV 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 SV SAU no asume ninguna responsabilidad que se derive del contenido de este documento. Inverseguros SV, 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).



BME publica resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS				DATOS RELEVANTES		
Mn €	1T.09	% t/t	% a/a		1T.09	1T.08
Ingresos	72,7	-17,5%	-27,0%	R.Eficiencia	33,7%	24,2%
Costes	24,5	-15,6%	1,7%	ROE	27,6%	42,1%
EBITDA	48,3	-18,5%	-36,3%	Margen Ebitda	66,3%	76,1%
EBIT	46,4	-19,0%	-36,9%	Margen Neto	46,1%	55,7%
Resultados financiero:	1,2	-56,4%	-76,5%			
Beneficio Neto	33,5	-25,9%	-39,5%			

Comentario. Los resultados de este primer trimestre del año han supuesto un importante descenso tanto en la comparativa con el trimestre anterior como con el 1T.08. Aunque no ha sido ninguna sorpresa para los mercados ya que los principales factores eran ya conocidos (Renta Variable, -51,7% en efectivo negociado; -17,6% número de operaciones). Finalmente los resultados publicados se encontraron ligeramente por encima de las previsiones del consenso y muy en línea con nuestras previsiones (Ingresos E 71,7 Mn €, Ebitda E 45 Mn €, B.Netto E 33,3 Mn €). La mayor desviación respecto a nuestras previsiones la encontramos en la cifra de costes ya que BME ha conseguido contenerlos en mayor medida, especialmente los relacionados con personal.

Si analizamos los resultados por áreas: **Renta Variable** (-37,3%) se ha comportado mejor de lo esperado, a pesar de la importante caída en los volúmenes y el descenso de las negociaciones respecto a 1T.08, además las perspectivas son positivas, el mes de abril a falta de dos días de negociación ya es el mejor de los últimos cinco. La unidad de Liquidación (-33,0%), ha habido un descenso del -27,8% en el número de operaciones liquidadas, sin embargo, se ha producido un incremento de los ingresos de registro (+2,8%), en cuanto al servicio de gestión de incumplimientos, ingresos no afectos a la actividad de BME, se ha producido un importante descenso, sin tenerlos en cuenta el descenso en el 1T.09 habría sido del -15,9%. **Listing** (-0,4%) ha sido la división que mejor comportamiento ha manifestado gracias a su estructura vertical. El poco propicio momento para el mercado primario bursátil, se ha compensado con el aumento de las emisiones tanto de renta fija pública como privada complementado por las ampliaciones de capital. Aquellas áreas cuyos ingresos no dependen de los volúmenes negociados han reportado unos ingresos menores de lo esperado, **IT & Consulting** (-4,4%) y el área de **Información** (-5,3%), su peso dentro del grupo sigue creciendo, tanto en ingresos como en Ebitda. Además BME celebró su Junta de accionistas donde quedó aprobado el dividendo complementario de igual importe que el ya pagado en enero 0,986 €/acción y que el pagado con cargo al resultado de 2007, 164 Mn €.

Valoración. Los resultados no creemos que hayan supuesto una especial sorpresa, pero sí nos ha hecho ser conscientes de que en uno de los peores contextos posibles, con caídas exageradas en el efectivo negociado frente a un trimestre de muy alta capitalización como fue el 1T.08, BME ha reportado unos interesantes ingresos. Se ha confirmado el dividendo, y no creemos que corra peligro el del año próximo, algo reforzado por el incremento del payout hasta niveles del 86%. Además, al mal año en volúmenes pueden ayudar los 15,17 Mn € que Hacienda le devolvió a principios de mes. Por tanto, seguimos confiando en el valor, nuestro P.O. de 28€ le sigue otorgando potencial por fundamentales, además creemos que los volúmenes han alcanzado cierta estabilidad aunque puede que hasta que éstos no tomen una tendencia de mayor crecimiento el valor no lo registre en su cotización, en parte también debido al reciente rally alcista de más del 50%. En cambio creemos que como inversión en el medio y largo plazo es sin duda una oportunidad a estos precios actuales. **Recomendación: COMPRAR.**



Publicación de Resultados 2T.09

Mn €	1T.08	1T.09	Var %
Cifra de Negocio	4.017	4.080	1,6%
EBITDA	365	383	4,9%
Mg Ebitda	9,1%	9,4%	
EBIT	285	287	0,7%
Mg Ebit	7,1%	7,0%	
Beneficio Neto	599	1.306	118,0%

Cifra de Negocio (Mn €)	1T.08	1T.09	Var %
Construcción	1.761	1.587,0	-9,9%
Concesiones	11,0	29,0	n.d
Medio Ambiente y Logística	766	769,0	0,4%
Servicios Industriales y Energía	1.564	1.721	10,0%
Corporación/Ajustes	(85)	(26)	-69,4%
Total	4.017	4.080	1,6%

EBITDA	1T.08	1T.09	Var %
Construcción	131,0	118	-9,9%
Mg Ebitda	7,4%	7,4%	n.a
Concesiones	4,0	12,0	n.d
Mg Ebitda	36,4%	41,4%	n.a
Medio Ambiente y Logística	101,0	100,0	-1,0%
Mg Ebitda	13,2%	13,0%	n.a
Servicios Industriales y Energía	141,0	161,0	14,2%
Mg Ebitda	9,0%	9,4%	n.a
Corporación/Ajustes	(12,0)	(8,0)	-33,3%
Total	365	383	4,9%
Mg Ebitda	9,1%	9,4%	

Comentario. Resultados discretos los presentados por ACS en este 1T.09. Vendida la participación que la compañía tenía de Unión Fenosa era el momento de calibrar la evolución de las divisiones core business del Grupo. Construcción ha vuelto a mostrar una evolución negativa con una caída de las ventas totales del -9,9%. Una vez más, la actividad internacional no ha podido compensar la mala situación que atraviesa el sector en España. Sin embargo, se observan ciertos signos de recuperación frente al 1T.08 respecto al cual, el Grupo ha logrado incrementar su facturación a nivel nacional un +31%. Ello le ha permitido mantener los márgenes en esta división en el 7,5%. La actividad internacional de construcción supone actualmente el 12% del total, tres puntos más que en 2008, y se espera que esta tendencia creciente siga manteniéndose a medio plazo. Medio Ambiente y Logística no ha registrado un crecimiento en las ventas tan elevado como cabría esperar, sin embargo destaca su capacidad para mantener márgenes en el 13% respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, lo que da muestra de la solidez de esta división. Por último, la división de Servicios Industriales y Energía ha vuelto a demostrar que se trata de una de las áreas de negocio que mayor visibilidad proporciona al Grupo, tanto por el notable incremento de la cifra de ventas (+10%) como por su capacidad para incrementar márgenes (+9,0% 1T.08 vs 9,4% 1T.09) en un escenario económico adverso.

Valoración. Discretos resultados los presentados por ACS que no han deparado muchas sorpresas respecto a nuestras estimaciones, pero que no han brillado tanto sin la presencia de Unión Fenosa. Si bien es cierto que seguimos percibiendo una importante consistencia en su estructura de negocio, la desconsolidación de su perímetro de los resultados de la eléctrica resta sensiblemente visibilidad al Grupo. Aún así, el posicionamiento de la compañía dentro del sector sigue siendo realmente positivo. Su capacidad para incrementar sus márgenes (9,1% 1T.08 vs 9,4% 1T.09) en un momento del ciclo aun negativo para el sector construcción en España da muestras de la fortaleza del Grupo y de los buenos resultados que su política de diversificación le está dando en los últimos ejercicios. Aún así, seguimos pensando que el punto de inflexión para ACS será cuando logre incrementar su participación en Iberdrola (de la que actualmente posee el 12,6%) y consiga con ello incorporar a sus estados financieros los resultados de la eléctrica. Mientras tanto, seguimos valorando positivamente la solidez del negocio del Grupo y la positiva gestión de sus ventajas competitivas tanto a nivel nacional como internacional, lo que le convierte en un valor a **MANTENER** en cartera.

RESULTADOS EUROPA

ARCELORMITTAL



Publicación de resultados 1T.09.

Mn \$			
	1T.09	1T.08	% Var.
Ventas	15.122	29.809	-49,3%
Planos America	87	1.284	-93,2%
Planos Europa	462	1.525	-69,7%
Productos Largos	268	1.414	-81,0%
AM3S	-19	205	-109,3%
AACIS	184	685	-73,1%
Inoxidable	-5	259	-101,9%
EBITDA	883	5.044	-82,5%
Mg EBITDA	5,8%	16,9%	-11,1%
EBIT	-1.483	3.614	-141,0%
BN	-1.063	2.371	-144,8%

Comentario. La brusca caída de la demanda, y los consecuentes recortes de la producción, han condicionado la evolución de los resultados, que se han saldado con pérdidas operativas. A la generación de dichas pérdidas ha contribuido también la imputación de costes por valor de 1.200 Mn \$ asociados al deterioro del valor de inventarios. La caída de las ventas ha estado ligada a un descenso de volúmenes que ha sido de -45% hasta situarse en 16 Mn de toneladas. A la caída del beneficio neto han contribuido también las pérdidas asociadas a los resultados por puesta en equivalencia, que han superado los -150 Mn \$. A cambio ha habido un efecto fiscal positivo a causa de la base imponible negativa que ha aportado más de 1.000 Mn \$ a los beneficios finales. La caída de los resultados y diversos efectos adversos han condicionado la generación de caja operativa, que a pesar de experimentar un efecto positivo por el circulante sólo se ha podido incrementar en unos 300 Mn \$. Las inversiones del periodo (850 Mn \$) y la devolución de deuda por valor de 2.500 Mn \$ han restado a la caja del grupo, aunque el endeudamiento neto del grupo se ha mantenido prácticamente estable con respecto al cierre de 2008.

La compañía ha confirmado la cancelación del programa de recompra de acciones que fue autorizado por la JGA en 2008. También ha reiterado su objetivo de recortar unos 2.000 Mn \$ de su estructura de costes en el ejercicio y confía en poder mejorar sus resultados del segundo trimestre hasta alcanzar un EBITDA de entre 1.200 y 1.500 Mn \$ para lo cual prevé llevar a cabo subidas progresivas de los precios. Igualmente ha confirmado su objetivo de rebajar su deuda en unos 10.000 Mn \$ en el ejercicio y ha ampliado hasta 2012 el vencimiento de deuda por valor de 6.300 Mn \$.

Valoración. Los resultados han sido claramente negativos, quedándose incluso por debajo de las previsiones de la propia compañía que apuntaban a generar un EBITDA de 1.000 Mn \$. De momento la compañía ha procedido a mantener intactas sus principales guías para el año, a la vez que valoramos positivamente la ampliación del vencimiento de una parte importante de su deuda ante la limitada capacidad para generar caja que muestra actualmente. La decisión de incrementar precios en los próximos trimestres puede apuntar hacia una creciente estabilización en el sector, para lo cual están siendo necesarios fuertes ajustes de la producción. A corto plazo el contexto parece seguir mostrándose complejo, aunque se confirman la presencia de ciertos puntos positivos. **Recomendación: MANTENER.**

BAYER



Publicación de resultados 1T.09.

Mn €	1T.09	1T.08	% Var.
Ventas	7.895,0	8.536,0	-7,5%
EBITDA Ajust.	1.695,0	2.185,0	-22,4%
<i>Mg</i>	21,5%	25,6%	-4,1pb
Healthcare	693,0	663,0	4,5%
Cropscience	617,0	578,0	6,7%
Materialscience	-263,0	281,0	-193,6%
Otros	-30,0	-25,0	20,0%
EBIT Ajustado	1.017,0	1.497,0	-32,1%
<i>Mg</i>	12,9%	17,5%	-4,7pb
BN	425,0	762,0	-44,2%

Comentario. Resultados fuertemente marcados por el deterioro de la actividad de MaterialScience, que ha arrojado pérdidas operativas fruto de la caída de volúmenes y de los precios. El área de **Healthcare** ha logrado incrementar ligeramente sus resultados, aunque éstos se han visto parcialmente perjudicados por el negativo comportamiento de la división de Consumer Health (EBIT: 170 Mn €, -27%) como consecuencia de la caída de la demanda motivada por la reducción de inventarios por parte de clientes y por la incursión en unos mayores costes de marketing y comercialización. El área de **CropScience** ha experimentado una positiva evolución de su actividad, apoyada en incrementos tanto de precios como de volúmenes. Sin embargo, los márgenes se han deteriorado ligeramente debido al aumento de costes de marketing y de producción. Por último, **MaterialScience** se ha enfrentado a un entorno particularmente adverso en el trimestre. Todas las divisiones han experimentado caídas de volúmenes a la vez que la presión en precios también se ha visto incrementada. Los márgenes han podido beneficiarse en parte de las medidas de ahorros de costes implementadas en 2007, aunque claramente no ha sido suficiente para contrarrestar el deterioro de la actividad en su conjunto.

Ante el fuerte descenso del negocio químico, la compañía ha rebajado ligeramente sus previsiones para el año, tras haber anunciado al cierre del 2008 que confiaba en contener la caída del EBITDA en 2009 hasta un -5% como máximo. Actualmente reconoce que cumplir con dicho objetivo se ha vuelto altamente exigente, y descarta llegar a igualar los resultados del año pasado. Mientras que los negocios de Salud y Agricultura deberán seguir mejorando sus resultados (los objetivos para estas áreas se han mantenido intactas), la debilidad que muestra el negocio químico hace inviable mantener los objetivos. Aparte de eso, mantiene su objetivo de recortar el endeudamiento del grupo hasta unos 10.000 Mn € (vs 14.000 a cierre del primer trimestre).

Valoración. Los resultados han estado por debajo de las previsiones, arrastrados principalmente por la elevada caída de la actividad química. A pesar de la caída de resultados, la compañía ha logrado incrementar la generación de caja del negocio un +31% que le ha permitido recortar algo la deuda con respecto al cierre del 2008. En la medida en que persista la debilidad del negocio químico los resultados del grupo experimentarán una clara presión, sin embargo pensamos que las actividades de Salud y Agricultura le confieren un sólido soporte y seguirán potenciando la generación de caja del grupo. Aunque a corto plazo el valor puede verse expuesto a cierta presión, consideramos que los motivos para seguir positivos en el valor se mantienen intactos (generación de caja, positiva evolución de la cartera de nuevos productos) y seguimos viendo el valor con atractivo. **Recomendación: COMPRAR.**



Publicación de Resultados 1T.09.

Mn €			
	1T.09	1T.08	% Var.
Cifra de Ventas	12.685	13.027	-2,6%
Francia	5.912	5.801	1,9%
Reino Unido	1.253	1.512	-17,1%
España	954	994	-4,0%
Polonia	960	1.267	-24,2%
Resto del Mundo	2.028	1.930	5,1%
Empresas	1.926	1.904	1,2%
Servicios Internacionales	337	302	11,6%
Eliminaciones	-686	-682	0,6%
Ebitda	4.300	4629	-7,1%
<i>Mg. Ebitda</i>	33,9%	35,5%	

Comentario. La operadora francesa presentó su cifra de ventas y Ebitda tal como es ya tradicional en los trimestres impares. En este caso y tras unos malos resultados y previsiones de otras operadoras incumbentes europeas, las cifras de la francesa, una de las más aventajadas del sector, despertaban mucha expectación. La cifra de ventas creció un +0,4% en términos comparables con respecto a la mostrada durante el 1T.08, lo que supone una caída con respecto al dato publicado. Este dato contrasta con el incremento en la base de clientes superior al +6% registrado en el periodo. Este incremento de la base de clientes fue más llamativo en los negocio de telefonía móvil (+9,5%) y servicios de ADSL (+8,7%). El efecto del tipo de cambio y la debilidad en el consumo en los mercados de Reino Unido y Polonia lastraron las ventas de la compañía. En España la fuerte competitividad tampoco les permitió registrar incrementos en esta partida. Por el contrario en Francia, su negocio principal, se ha logrado mantener una elevada estabilidad gracias principalmente al negocio móvil. Ligeramente caída en líneas fijas (-1,2%). El Ebitda, así como el margen, cae motivado principalmente por la compra de contenidos para el negocio de TV Digital, que no se reflejó en 1T.08. El Capex, otro foco de atención, cae un -17%. En lo que respecta a las guías de la operadora para 2009 se mantiene invariables, con un objetivo de 8.000 Mn € en el cash flow orgánico, en línea con el obtenido en 2008, objetivo para el cual potenciarán el ahorro de Opex y limitarán las caídas de Ebitda a través de adaptaciones en su oferta comercial y ajustes de Capex por regiones geográficas.

Valoración. Después de los descalabros de Deutsche Telekom, TeliaSonera, BT y KPN se necesitaba transmitir tranquilidad dentro del sector, y France Telecom lo ha conseguido en cierta medida. Los resultados no han sido brillantes, ni siquiera buenos en algunos aspectos, sin embargo el mantenimiento de algunas fortalezas, como la evolución estable de los ARPU de las distintas divisiones y el incremento de cuota de clientes (especialmente en los segmentos de Personal y ADSL) han dejado una sensación positiva. De cualquier manera lo más destacado y donde se centraba la atención no ha sido en el plano operativo, sino de manera muy especial en el mantenimiento de las guías. Tal y como esperábamos, mal en Reino Unido, Polonia y España y mantenimiento del negocio en Francia, Resto del Mundo y Enterprise Solutions. La caída del Ebitda es normal y se esperaba. Esto es debido a la inversión realizada en el negocio de TV digital en Francia durante la segunda mitad del año pasado, donde ya se reflejó este ligero deterioro en el margen. Aunque el Capex/ventas disminuye ligeramente, las inversiones con respecto al Ebitda de la compañía se mantienen estables (Ebitda-Capex: +1,1%), lo que nos da señales de que efectivamente el cash flow se mantiene estable en línea con los objetivos de la compañía. En definitiva cifras tranquilizadoras y que permiten un respiro al sector. Todavía quedan los resultados de algunas compañías de telecomunicaciones, veremos en unos días como evolucionan. Por el momento France Telecom sigue contando con nuestra confianza. **Recomendación: COMPRAR.**



Publicación de resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS			
Mn €	1T.09	1T.08	%
Ventas Totales	2.409	2.507	-4%
Servicios	649	716	-9%
SSRS	1.753	1.783	-2%
<i>Software (Licencias)</i>	418	622	-33%
Ebit	410	489	-16%
<i>Mg EBIT</i>	17,0%	19,5%	
Beneficio Neto	262	340	-23%
<i>Mg Neto</i>	10,9%	13,6%	

Comentario. La tecnológica alemana, presentó ayer sus resultados del 1T.09. los cuales se encontraron muy en línea de las estimaciones, sin embargo no convencieron al mercado. Las ventas alcanzaron una cifra muy en línea con nuestras estimaciones (Inverseguros E 2.406 Mn €). Los servicios registraron un descenso del -9% debido principalmente a la menor contratación de Formación (-31%) para los productos, tampoco tuvo una positiva evolución la parte de Consultoría (-6%). La división de SSRS (-2%) tuvo un comportamiento en línea con lo previsto por el consenso y en el camino para el cumplimiento del objetivo fijado por la compañía para final de año (SSRS '09 -1% / 0%). En cambio dentro de SSRS, el indicador a futuro que es la contratación de nuevas licencias cayó un -33% dando señales del fuerte descenso de la actividad, lo que resta capacidad de crecimiento futura a la compañía. Por áreas geográficas, buena evolución de Japón (+6%) y EE.UU. (+3%) sin tener en cuenta el tipo de cambio. El margen operativo, por tanto, sufrió un descenso de 2,5 pp. A pesar del difícil comienzo de año, la compañía mantiene las guías anticipadas en los resultados de final de 2008.

Valoración. Resultados que no nos convencieron debido a esa fuerte caída en la venta de nuevas licencias, esperábamos una caída en torno al -18%, y de la caída en el margen operativo. Ya apreciábamos factores que podían favorecer a SAP en el trascurso del año, como la recuperación del dólar o la positiva evolución en mercados como el japonés, sin embargo estos no han conseguido solventar los resultados del primer periodo. Vemos complicado que la venta de licencias de SAP tenga una relativa buena evolución en el año. El entorno es adverso, no apreciamos visibilidad en su futuro cercano, además de apreciar escaso potencial de revalorización en su cotización. **Recomendación: VENDER.**

SIEMENS



Publicación de Resultados 2T.09

Mn €	2T.08	2T.09	% Var
REVENUES	16.666	17.993	8,0%
OPERATING PROFIT	1.288	1.844	43,2%
Mg Profit	7,7%	10,2%	n.a
NET INCOME	412	1.013	145,9%
Mg Net Income	2,5%	5,6%	n.a

	2T.08	2T.09	% Var
Ventas	16.666	17.993	8,0%
Industry	8.980	8.645	-3,7%
Industry Automation	2.122	1.685	-25,9%
Drive Technology	2.106	1.954	-7,8%
Building Technology	1.432	1.443	0,8%
OSRAM	1.188	971	-22,3%
Industry Solution	1.586	1.759	9,8%
Mobility	1.351	1.542	12,4%
Ajustes	-805	-709	-13,5%
Energy	4.964	6.364	28,2%
Fossil Power Generat	1.732	2.377	27,1%
Renewable Energy	417	800	47,9%
Oil & Gas	981	1.040	5,7%
Power Transmission	1.256	1.503	16,4%
Power Distribution	699	846	17,4%
Ajustes	-121	-202	40,1%
Healthcare	2.722	2.984	9,6%
Imaging & IT	1.629	1.774	8,2%
Workflow & Solutions	376	412	8,7%
Diagnostics	816	867	5,9%
Ajustes	-99	-69	-43,5%

Comentario. Siemens publicó ayer sus resultados del 2T.09. La compañía alemana no solo consiguió incrementar su cifra de ventas, sino que lo hizo con solidez (+8%), apoyándose fundamentalmente en las divisiones de Energy y de Healthcare. Ésta última no sólo ha logrado mostrar su carácter de negocio anticíclico sino que ha reflejado una más que positiva evolución respecto al mismo trimestre del ejercicio anterior. Industry no ha deparado sorpresas y ha registrado una caída tanto de sus ventas como de su Ebitda, consecuencia de la debilidad del entorno económico a nivel global que viven los mercados. La compañía no espera que este escenario cambie en el 2T.09 y espera que el deterioro de los sectores de automoción y edificación residencial, tanto en Europa como EE.UU continúe, lo que perjudicará notablemente a sus áreas de Industry Automation y OSRAM. Ha sido esta complicada situación del ciclo económico la que ha provocado una caída de la cartera de pedidos del Grupo (-11%). Ello sin duda, resta cierta visibilidad al negocio de la compañía a medio plazo, aunque es posible que esta tendencia cambie no tanto para el segundo semestre sino de cara a 2010.

La compañía ha sido capaz de incrementar sus márgenes, y lo ha hecho por encima de nuestra previsiones (9,7% Inverseguros vs 10,2%). Únicamente la división de Industry ha visto reducido su margen (10,6% 2T.08 vs 7,8% 2T.09), compensado este mal comportamiento por Energy que ha pasado de un margen del 0,1% a 12,9% gracias al buen comportamiento de la actividad de Fósil Power Generation en relación al mismo periodo del ejercicio anterior. Con todo ello, Siemens revisó a la baja sus pronósticos de beneficio operativo para el conjunto del ejercicio hasta por encima del nivel del año anterior (6.600 millones de euros, frente a la horquilla de entre 8.000 y 8.500 millones de euros que había previsto anteriormente).

Valoración. Si los últimos resultados de la compañía nos habían dejado una sensación agrídulce, en esta ocasión Siemens ha presentado unas cifras mejores de lo esperado. A pesar de no mostrarse ajena al deterioro del entorno económico que tanto está afectando a las compañías ligadas al consumo, la compañía ha sabido fortalecer sus divisiones más estratégicas y saber contrarrestar, al menos en parte, la debilidad de aquellas áreas de negocio más expuestas al ciclo. Pero sobre todo, estas cifras nos dan confianza para pensar que Siemens está haciendo las cosas bien, y que posiblemente estará en condiciones de reflejar en sus resultados el cambio de tendencia que puedan experimentar las principales economías mundiales a medio y largo plazo. Por tanto, seguimos percibiéndolo como un valor que, a pesar de que sobre él recaen importantes incertidumbres, puede ser una buena puesta a largo plazo. Ello nos hace reiterar nuestra **recomendación de MANTENER.**