

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	9.136,70	0,68
EUROSTOXX 50	2.407,55	-0,50
FTSE 100	4.336,94	2,21
DAX 30	4.853,03	-1,01
CAC 40	3.225,00	-0,40
DOW JONES	8.410,65	-0,19
S&P	903,80	-0,38
NASDAQ	1.754,12	-0,54
NIKKEI	8.977,37	1,69

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	9.067,50	0,68
BRENT	54,06	-0,46
BUND ALEM	122,35	-0,15
TREASURY 10A	121,20	0,30

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3280	1,3386
USD/JPY	98,25	98,82

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,72	0,68
USA	0,80	0,77

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,25	2,24	1,86
5-10	1,05	1,10	0,81
10-30	0,46	0,43	0,76

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,71	1,69	0,32	0,11
5 ^A	2,91	2,83	0,48	-0,17
10 ^A	3,96	3,93	0,72	-0,50
30 ^A	4,42	4,35	0,42	-0,64

INDICE FONDOS INVERSIÓN

MARZO	2009
0,32	-1,46%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,24	1,25
J09	1,26	1,27
S09	1,43	1,44
D09	1,51	1,52

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
NORDEA	Aa1 / AA-	4,5	5 a	+185
RENAULT	A3 / BBB	8,125	3 a	+607
JUNTA ANDALUCIA (RETAPPING)	Aa2 / AA	4,75	9 a	+245
CAIXA GERAL	Aa1 / A+	4,375	4 a	+200
BANCAJA	Aaa / AAA (F)	3	3 a	+90
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

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

Tras la sesión alcista con la que se inició la semana, las bolsas optaron ayer por mantener un tono de cierta indefinición. En nuestro mercado destacó el sector de construcción y servicios con FER (+5,0%), OHL (+4,1%), SYV (+3,8%) y FCC (+3,5%). La filial de concesiones de la primera, CIN (+7,2%), presentó unos resultados del trimestre que agradaron a los inversores. Por el lado de las caídas, GAM (-8,2%) ocupó el último lugar recortando parte de la fuerte subida de la sesión anterior. ENG (-1,6%) y REE (-0,9%) vuelven a estar rodeadas de incertidumbres, en este caso relacionadas con un posible recorte de sus inversiones futuras.

En el resto de Europa, buen tono del sector financiero con Societé Generale (+8,2%), ING (+3,9%), Unicredit (+1,4%) y BNP (+1,0%). Buen comportamiento también del sector de automóviles con Renault (+3,0%) y Daimler (+1,0%). Caídas para Alstom (-4,5%), que publicó resultados, Deutsche Boerse (-3,8%), SAP (-3,8%), que sigue castigada tras publicar sus resultados, y Carrefour (-3,0%).

Nuevos rumores sobre los posibles resultados de los tests de estrés en EE.UU. (de hecho la apertura de hoy está condicionada por ellos), junto con unas condiciones de devolución de fondos del TARP más duras de lo que se esperaba (se debe probar la capacidad de sobrevivir son el apoyo gubernamental) hicieron que el sesgo de la deuda pública fuese de leves compras en el cómputo total de la jornada. En la curva alemana, las compras estuvieron un poco más concentradas en el tramo corto, mientras que en la española tanto el 2 como el 10 años estuvieron presionados a la baja en rentabilidad en medidas similares.

En ratings destacó cómo Fitch situó en revisión negativa a Saint Gobain (BBB+), S&P rebajó a Principal Life desde A- hasta BBB+ y Moody's recortó a NYSE Euronext desde A1 hasta A2 (NEG).

PREVISIONES PARA EL DIA

Las referencias macroeconómicas empiezan a ganar relevancia en el día de hoy, dinámica que se extenderá hasta el final de la semana. Así, en la zona euro destacará el PMI de servicios final de abril y las ventas al por menor de esta misma economía para el de marzo. En EE.UU. el dato más destacable sería el informe de empleo ADP de abril.

En materia de comparecencias, de la Fed destacará una de Stern ante el Comité bancario del Senado (15:30) y otra de Yellen (23:30), mientras que del BCE sólo hablará Tumpel-Gugerel (11:30).

Nuevos rumores sobre la necesidad de capital de bancos estadounidenses derivado del test de estrés (en este caso sería Bank of America que tendría que acumular 34.000 millones de dólares), hace que la apertura del mercado de hoy sea levemente alcista en precio. Es probable que este tipo de noticias sigan ponderando en una medida muy elevada en el comportamiento de la deuda pública y privada, además de las bolsas, ante la proximidad de la publicación de los resultados del citado test.

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.
NORDEA	Aa1 / AA-	4,5	5 a	+185	9:00	Esp	Producción industrial	-19,7% a/a	-22,0% a/a
RENAULT	A3 / BBB	8,125	3 a	+607	10:00	UME	PMI de servicios (F)	43,1	43,1
JUNTA ANDALUCIA (RETAPPING)	Aa2 / AA	4,75	9 a	+245	11:00	UME	Ventas al por menor	-2,6% a/a	-4,0% a/a
CAIXA GERAL	Aa1 / A+	4,375	4 a	+200	13:00	EEUU	Solicitud de hipotecas		-18,1%
BANCAJA	Aaa / AAA (F)	3	3 a	+90	13:30	EEUU	Ind recortes empl grandes emp		180,7% a/a
BBVA	Aa1 / AA	3,375	3 a	+150	14:15	EEUUU	Creación de empleo ADP	-643	-742
ATLANTIA	A3 / A-	5,625	7 a	+260	16:30	EEUU	Inv semanales crudo (Mb)		
KOMMUNALKREDIT	Aaa / AAA	2,375	2 a	+58					
BEI	Aaa / AAA	4,5	16 a	+75					
SEB	A1 / A	5,5	5 a	+295					

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

El ISM de servicios de abril subió tres puntos hasta 43,7

Comentario: Como era de esperar el ISM de servicios reflejó un subida desde los 40,8 hasta los 43,7, situándose de esta forma por encima de las expectativas del mercado 42,2, aunque el nivel del índice aún estaría por debajo del nivel de 50 puntos que separa la expansión de la contracción en el sector. Muchos de los componentes del dato mostraron un sesgo similar, con subidas en muchos de ellos pero todavía muy lejos de los 50 puntos citados anteriormente. Así, la actividad de negocio pasó de 44,1 a 45,2, los nuevos pedidos de 38,8 a 47 y el empleo de 32,3 a 37. Este último dato daría perspectivas de un registro de creación de empleo en abril algo menos negativo de lo contabilizado en meses anteriores. En materia de precios hubo un muy ligero incremento pasando de 39,1 a 40,0, lo que seguiría siendo un nivel compatible con riesgos deflacionistas en la economía.

Zona Euro

Mayor caída de lo esperado en los precios de producción de la zona euro en marzo

Comentario: Los precios de producción de la zona euro correspondientes al mes de marzo se saldaron con una caída mensual de un 0,7%, lo que significó un registro más bajo de lo que manejaba el mercado -0,6%. Ello supuso que, en términos interanuales, el dato pasase de un -1,7% a un -3,1%, también por debajo de las estimaciones iniciales (-2,9%). En la descomposición se pudo observar como la partida que más aportó en negativo en relación con el mismo mes del año anterior fue la de energía (-7,3%), seguida de bienes intermedios (-4,1%) y no duraderos (-1,6%). El componente que más aumentó fue el de bienes de consumo duraderos con una subida del 1,8% interanual.

Además, ayer se publicó el resultado del dato de paro español del mes de abril con un incremento del número de despidos mucho menor de lo que anticipaba el consenso. Así, el número de parados aumentó en 39.500 cuando el mercado manejaba un registro de 115.000, contabilizando un total de 3.664.880 personas desempleadas (un 1,09% más que en el mes anterior). Un punto a tener en consideración es que la cifra de nuevos parados se publica sin desestacionalizar, lo que significaría que, corregida de estos aspectos, podría suponer un número de despidos mayor del publicado (118.000 concretamente).

La confianza del consumidor español del mes de abril también reflejó un resultado positivo al subir desde 53,7 hasta 61,9. Pese a todo, el nivel del dato aún estaría muy lejos de la zona que separa un estado de optimismo general del de pesimismo (los 100 puntos), lo cual denotaría una visión de la economía de los españoles aún muy negativa.

RESULTADOS ESPAÑA

CINTRA



Publicación de resultados 1T.09.

Mn €	1T.09	1T.08	% Var.
Cifra de negocios	137,1	145,8	-6,0%
EBITDA	95,8	99,9	-4,1%
<i>Mg Ebitda</i>	<i>69,9%</i>	<i>68,5%</i>	<i>1,4%</i>
B. Neto	12,0	-6,7	n.s.
<i>Mg Neto</i>	<i>8,8%</i>	<i>-4,6%</i>	<i>13,3%</i>

Comentario. Los ingresos han estado marcados por varios motivos: 1) efectos del calendario, el trimestre ha contado con un día menos y con el efecto de la Semana Santa en España, 2) caída del tráfico, con especial incidencia en las autopistas españolas más dependientes de tráfico en festivos y períodos vacacionales (Ausol, Autema y Radial 4), 3) efecto por tipo de cambio, excluyendo el impacto de divisas los ingresos habrían descendido un -4,4% y el EBITDA un -2%, y 4) variaciones en el perímetro, se produce una alteración importante en la consolidación de activos (puesta en equivalencia: ITR, Trados 45 e Ionan Road, activos discontinuos: Aparcamientos y autopistas chilenas). El EBITDA registra una positiva evolución, con el consiguiente impacto en márgenes, gracias sobre todo a la favorable contribución de la Chicago Skyway y la 407-ETR (68% del EBITDA total), ello a pesar de los factores antes comentados. El mayor cambio se aprecia en el beneficio neto fundamentalmente por el cambio de criterio de consolidación y al impacto en impuestos de los créditos fiscales y deducciones.

Valoración. Buenos resultados que siguen dando continuidad a un excelente newsflow de la compañía, que para nada se refleja en una cotización todavía deprimida pese al fuerte rebote experimentado desde mínimos. El entorno económico y la consiguiente desaceleración en el tráfico, son efectos esperables y su impacto debe ser medido con cautela. Pese a todo no nos han parecido excesivamente malos. De hecho en algunas autopistas los datos nos han sorprendido por buenos, caso de la 407-ETR. La cuestión es que en ese entorno la compañía ha sido capaz de ofrecer una mejora en los márgenes de sus principales activos. Si operativamente el balance es bueno, medido éste en relación a su deuda, la sensación sigue siendo tremendamente positiva ya que la deuda neta del Grupo se mantiene estable en el trimestre (6.264 Mn € vs 6.240 Mn € en 4T.08 después del ajuste en balance por cambios en el perímetro), y lo seguirá estando no sólo por la vía de generación de recursos sino por las bajas necesidades de capital para atender el servicio de la deuda (recordamos que no tiene vencimientos en 2009). El único pero a los resultados se lo ponemos a la cobertura de intereses, que empeora como consecuencia de ajustes en el valor razonable de instrumentos de cobertura y equity swaps, aunque hay que tener en cuenta su diferenciación con gasto de caja. La ecuación de canje histórica de las cotizaciones se ha relajado pero no se corresponde con la realidad de la compañía en términos de valoración. Defendemos la solidez de nuestro argumento valorativo que nos hace ver una ecuación de 3,7 CIN x 1 FER, reiterando por tanto nuestra recomendación de **COMPRAR**.

FERROVIAL



Publicación de resultados 1T.09.

Mn	1T.09	1T.08	% Var.
Cifra de negocios	2.757,3	2.993,3	-7,9%
Construcción	998,8	1.114,7	-10,4%
Aeropuertos	646,1	723,9	-10,7%
Autopistas y aparcamientos	229,2	239,0	-4,1%
Servicios	900,5	937,0	-3,9%
Ajustes	-17,3	-21,3	-18,8%
Ebitda	522,1	517,8	0,8%
<i>Mg Ebitda</i>	18,9%	17,3%	1,6%
Ebit	276,9	261,8	5,8%
<i>Mg Ebit</i>	10,0%	8,7%	1,3%
B. Neto	-105,4	84,9	n.s.
<i>Mg Neto</i>	-3,8%	2,8%	-6,7%

Comentario. Los resultados tienen un doble impacto en su comparativa que resta comparabilidad a las cifras publicadas. En primer lugar un fuerte impacto por tipo de cambio (ex divisa Ventas -0,4%, Ebitda +11,3%), y en segundo lugar por la desconsolidación de activos que pasan a contabilizarse como activos disponibles para la venta o por puesta en equivalencia. Finalmente el beneficio neto tiene un comentario adicional como consecuencia del valor reconocido por operaciones por coberturas y los planes de stock options de la matriz y Cintra. Sin ese efecto el resultado neto habría sido de -10 Mn €. A pesar de ese doble efecto y de la situación de algunas actividades por el impacto del ciclo, los márgenes muestran un incremento importante, destacando los producidos en sus áreas de infraestructuras, tanto aeropuertos como autopistas. En Servicios y Construcción, destacamos los descensos de actividad y pérdida de márgenes producidos, mientras que sus respectivas carteras de negocio se mantienen sólidas, ya que pese a que Construcción cae un -11% hay que tener en cuenta los 4.300 Mn € pendientes de aportación por los nuevos contratos adjudicados por filiales en Polonia y EEUU. La cartera se eleva a 8.116 Mn € en Construcción y 10.271 Mn € en Servicios. La deuda se sitúa en los 21.944 Mn €, que suponen un incremento de 773 Mn €, motivado en su mayor parte por el impacto del tipo de cambio.

Valoración. A pesar de las caídas, de las pérdidas y del impacto del ciclo en sus actividades, el balance global no nos parece ni mucho menos malo. En primer lugar se pone de manifiesto la capacidad de generación de recursos del grupo, ya que un 65% de su beneficio operativo neto proviene de actividades recurrentes y de alta calidad. En segundo lugar, porque hay una evidente falta de comparabilidad que se seguirá manteniendo en la medida que los resultados de momento no cuentan con plusvalías por venta de activos, y que cuando éstas se produzcan, volveremos a ver un cambio en la cuenta que de nuevo hará difícil comparar un año frente a otro. El área que más nos preocupa es Aeropuertos, al menos hasta que no se clarifique la venta de Stansted, Gatwick y un tercer aeropuerto. Construcción y Servicios, cuentan con una sólida cartera de negocio pendiente de ejecución y la exposición al sector residencial es limitada al pesar sólo un 6% del total de la cartera. En cualquier caso preferimos ser cautos con la compañía, sobre todo, tras el fuerte repunte experimentado por la cotización, por lo que seguimos reiterando nuestra recomendación de **MANTENER**.



Publicación de Resultados 2008.

Mn €	2008	2009	% Var
ORDERS RECEIVED	23.437	24.580	4,9%
SALES	16.908	18.739	10,8%
EBITDA	1.295	1.536	18,6%
Mg Ebitda	7,7%	8,2%	
NET PROFIT	852	1.109	30,2%

Orders Received			
Mn €	2008	2009	% Var
Power Systems	11.569	11.879	2,7%
Power Service	4.401	4.587	4,2%
Transport	7.467	8.114	8,7%
TOTAL	23.437	24.580	4,9%

Sales			
Mn €	2008	2009	Var %
Power Systems	7.768	9.239	18,9%
Power Service	3.602	3.815	5,9%
Transport	5.509	5.685	3,2%
Corporate & Others	29	0	
TOTAL	16.908	18.739	10,8%

Comentario. Alstom presentó ayer unos resultados correspondientes a su ejercicio fiscal 2008/09 ligeramente por debajo de nuestras previsiones. La cartera de pedidos del Grupo se incrementó menos del 5% cuando esperábamos un crecimiento mayor en la evolución de los proyectos en cartera. En cualquier caso la cartera acumulada asciende a 45.670 Mn € (+16% respecto a 2007) y garantiza durante 29 meses la facturación del Grupo. Este menor crecimiento se ha debido fundamentalmente al rápido deterioro del entorno económico que han vivido las principales economías donde la compañía tiene presencia. Aun así, conviene destacar la capacidad de Alstom para continuar diversificando geográficamente su negocio. La adjudicación de proyectos en su actividad de Gas en Europa, Asia y Sudáfrica y de su actividad de Hidro en Latam y Portugal dan muestra del creciente posicionamiento que viene logrando en los últimos ejercicios en mercados con elevado potencial de crecimiento. Además, la compañía espera que los nuevos planes de reactivación económica puestos en marcha tanto en Europa como en EE.UU revitalicen la actividad de infraestructuras y de transportes lo que supondría nuevas oportunidades de negocio para Alstom. Las ventas totales han registrado un crecimiento de doble dígito apoyado fundamentalmente en la división de Power que una vez más vuelve a confirmar su importancia dentro de la estructura de negocio de la compañía francesa. Ello, unido a un sólido crecimiento del Ebitda le ha llevado a incrementar sus márgenes hasta el 8,2%, lo que ha permitido a la Dirección de la compañía mantener intactas sus previsiones de alcanzar un margen del 9% para 2010.

Alstom cierra el ejercicio con una posición neta de caja de 2.051 Mn € frente a los 904 Mn € del ejercicio pasado, lo que muestra la solidez de su balance a pesar de haber incrementado sus inversiones en Capex en 499 Mn € (+33%). Esta positiva situación de liquidez ha permitido a la compañía anunciar un incremento de su dividendo un +40% para el presente ejercicio hasta situarlo en 1,12 €/acc, lo que supone una dividend yield del 2,3%.

Valoración. Sólidas cifras las presentadas por Alstom pero que siguen dejando ver su exposición a un ciclo que sigue dando importantes muestras de debilidad. Si bien es cierto que percibimos numerosas fortalezas en la compañía, aún persisten incertidumbres que nos obligan a ser cautos con la evolución del valor a medio plazo. Apreciamos un sensible agotamiento en el ritmo de crecimiento de la cartera de pedidos del Grupo, y aunque ello no le ha impedido incrementar su cifra de ventas, si resta cierta visibilidad al negocio a medio plazo. Aun así, seguimos valorando de forma positiva su capacidad para incrementar sus márgenes en un entorno tan complejo como el vivido el ejercicio pasado. Vemos factible que la compañía pueda cumplir sus previsiones de alcanzar un margen Ebitda para el presente ejercicio cercano al 9%, aunque ello dependerá en gran medida del éxito de las medidas que los diferentes gobiernos están llevando a cabo para revitalizar sus economías y de la capacidad de Alstom para lograr adjudicarse nuevos proyectos. Seguimos por tanto reiterando nuestra recomendación de **MANTENER** el valor en cartera a esperas de percibir un cambio de tendencia sostenible en el ciclo económico que nos permita apostar con claridad por él.