

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	9.228,90	0,00
EUROSTOXX 50	2.406,08	-1,28
FTSE 100	4.398,68	0,05
DAX 30	4.804,10	-1,57
CAC 40	3.251,52	-0,97
DOW JONES	8.409,85	-1,20
S&P	907,39	-1,32
NASDAQ	1.716,24	-2,44
NIKKEI	9.440,56	0,58

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	9.166,50	0,13
BRENT	57,23	1,11
BUND ALEM	120,93	-1,16
TREASURY 10A	120,09	-0,75

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3406	1,3308
USD/JPY	99,29	98,56

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,69	0,70
USA	0,59	0,75

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,32	2,25	1,91
5-10	1,13	1,10	0,85
10-30	0,46	0,45	0,77

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,61	1,66	0,28	0,17
5 ^A	2,79	2,81	0,40	-0,01
10 ^A	3,93	3,91	0,69	-0,34
30 ^A	4,39	4,36	0,38	-0,49

INDICE FONDOS INVERSIÓN

	MARZO	2009
	0,32	-1,46%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,18	1,18
J09	1,16	1,23
S09	1,31	1,33
D09	1,43	1,44

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
SAINT GOBAIN	Baa1 / BBB+	6	4 a	+350
TOTAL	Aa1 / AA	3,625	6 a	+75
BNG	AAA	3,375	6 a	+60
SUEZ	A3	4,875	5 a	+160
SHELL	Aa1 / AA+	4,375	9 a	+115
SHELL	Aa1 / AA+	3	4 a	+65
PSA	A3 / BBB-	6,375	18 m	+486
RESFER	AAA	4,5	15 a	+80
VATTENFALL	A2 / A-	4,25	5 a	+165
CAM (GARANT)	Aaa	2,875	3 a	+83
ERSTE BANK (GARANT)	Aaa	2,25	2 a	+55

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

Sesión venida a menos la de ayer en la que los índices cerraron en negativo o planos tras haber estado registrando durante gran parte de la sesión subidas importantes. De nuestro mercado destacaron FER (+6,0%), ABG (+5,7%) que publicó unos sólidos resultados, IBR (+4,6%) y CIN (+2,8%), que a pesar de descontar el dividendo se recuperó en parte de la caída de la sesión anterior. También subidas para REE (+1,4%) y ENG (+1,1%). Por el lado de las caídas, BME (-7,0%) registró el peor comportamiento, mitigado en parte por el pago de dividendo que realizó. Mala jornada también para TL5 (-5,1%) que publicó una caída significativa de sus resultados trimestrales. IBLA (-1,4%) sufrió el alza del crudo. En el resto de Europa, tendencia mixta para las aseguradoras con Fortis (+16,9%), Aegon (+1,9%), ING (+1,6%) y Generali (+1,0%) escalando posiciones mientras que Axa (-6,4%), Allianz (-2,7%) y Munich Re (-2,7%) sufrieron recortes. El alza del crudo impulsó a las petroleras, de las que destacó Total (+0,9%). Por el lado de las caídas, SG (-9,9%) lideró las caídas tras presentar sus cifras trimestrales. E.On (-7,8%) abonó dividendo.

La jornada se saldó con un fuerte incremento de pendiente debido principalmente a la venta del tramo largo, ya que el corto permaneció más bien anclado después de que Trichet no cerrase la puerta a nuevas rebajas de tipos por parte del BCE. El presidente del BCE anunció la compra de cédulas por parte de la autoridad monetaria (entorno a los 60.000 millones de euros) y la extensión del plazo de financiación a largo plazo de las entidades bancarias de seis a doce meses en el Banco. Todo ello se produjo en un entorno donde el optimismo fue el principal protagonista, apoyado en unas filtraciones de necesidades de capital de entidades financieras en EE.UU. que el mercado consideró asumibles. Además, algunos resultados de actividad real, pedidos de fábrica alemanes, reflejaron la primera aceleración interanual después de más de seis meses donde la dinámica fue descendente. En EE.UU. el movimiento fue similar (aumento de pendiente) también ayudado por un resultado de la subasta del 30 años estadounidense que el mercado no consideró positiva.

En materia de ratings destacó cómo S&P rebajó a Societe Generale desde AA- hasta A+ y puso en revisión negativa a Eksportfinans (AA+). Además, Moody's recortó a Storebrand Bank desde A2 hasta A3 (NEG) y Fitch quitó la revisión negativa a Generali dejándolo el perspectiva negativa (A+).

PREVISIONES PARA EL DIA

La principal referencia de hoy será el informe de empleo estadounidense del mes de abril, de cuya descomposición seguiremos mostrando una especial atención a la tasa de paro y a la creación de empleo. En este sentido, seguimos esperando una notable aceleración de la primera referencia, aunque, en relación con la segunda, muchas de las variables anticiparían una destrucción de puestos de trabajo bastante menor al de anteriores meses.

En materia de comparecencias destacará una de Liikanen por parte del BCE (11:00), mientras que de la Fed hablarán Lacker (19:00) y Evans (19:15).

Tras la publicación de los resultados de los test de estrés a la principales entidades financieras estadounidenses, la apertura de la deuda pública europea no experimenta grandes cambios en relación con el cierre de ayer, de igual forma, que los mercados de renta variable (Nikkei y futuro del S&P registran leves subidas). También es cierto que se habían filtrado los datos más relevantes en los últimos días y los resultados finales no hicieron más que ratificar dichas filtraciones (en términos generales se necesitaría incrementar capital por unos 75.000 millones de dólares). Así, la dinámica del mercado no es de esperar que cambie hasta la publicación del informe de empleo estadounidense que podría ayudar a que el tensionamiento de las TIRES continúe.

ANÁLISIS TÉCNICO
IBEX 35

Resistencia: 9.000
 Soporte: 7.500

BUND (Jun 09)

Resistencia: 121,60 / 122,70 / 123,20
 Soporte: 120,25 / 119,15 / 117,13

AGENDA MACROECONÓMICA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
SAINT GOBAIN	Baa1 / BBB+	6	4 a	+350	8:00	Alem	Balanza comercial	8,0	8,7
TOTAL	Aa1 / AA	3,625	6 a	+75	10:30	UK	Precios de producción		2,0% a/a
BNG	AAA	3,375	6 a	+60	10:30	UK	Precios de producción suby		3,3% a/a
SUEZ	A3	4,875	5 a	+160	12:00	Alem	Producción industrial		-20,6% a/a
SHELL	Aa1 / AA+	4,375	9 a	+115	14:30	EEUU	Creación de empleo	-580	-663
SHELL	Aa1 / AA+	3	4 a	+65	14:30	EEUU	Tasa de paro	8,9%	8,9%
PSA	A3 / BBB-	6,375	18 m	+486	14:30	EEUU	Ganancias medias por hora		3,3% a/a
RESFER	AAA	4,5	15 a	+80	14:30	EEUU	Horas medias trabajadas		33,2
VATTENFALL	A2 / A-	4,25	5 a	+165	16:00	EEUU	Inventarios al por mayor	-1,0%	-1,5%
CAM (GARANT)	Aaa	2,875	3 a	+83					
ERSTE BANK (GARANT)	Aaa	2,25	2 a	+55					

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

Rebote de la productividad mayor de la esperada por el mercado

Comentario: Después de la caída del registro de productividad del cuarto trimestre del pasado año (-0,6%), en el primero de este 2009 se observó un rebote del 0,8% trimestral anualizado que superó las expectativas del consenso en dos décimas. Ello fue acompañado por un registro de costes laborales unitarios de un 3,3%, lo que también se situó por encima de lo esperado (2,7%), aunque significó una notable desaceleración de la referencia con respecto al periodo anterior (5,7%).

Ayer también se publicaron las demandas semanales de desempleo con un registro sensiblemente mejor de lo esperado (601.000 frente a 635.000), lo que supuso una desaceleración con respecto a las 635.000 que se contabilizaron la semana pasada. En materia de perceptores de subsidio por desempleo, la referencia continuó con su tendencia alcista, aunque en esta ocasión se situó muy en línea con lo que manejaba el mercado pasando de 6.295.000 a 6.351.000.

Zona Euro

Los pedidos de fábrica alemanes de marzo sorprendieron al alza al consenso

Comentario: Los pedidos de fábrica alemanes de marzo registraron una subida del 3,3% mensual lo que significó una sorpresa positiva para el mercado que manejaba una caída del 1,0%. Además, el dato anterior fue revisado cuatro décimas al alza, pese a lo cual siguió mostrando una contracción (-3,1%). En términos interanuales, los datos siguieron siendo claramente negativos pasando de una tasa de -38,0% a -26,7%, pese a lo cual se trató de la primera aceleración de la referencia después de siete meses seguidos donde la tendencia de la misma fue a la baja.

El BCE bajó tipos hasta el 1,0% y anunció nuevas medidas extraordinarias

Comentario: El BCE redujo el tipo de intervención en 25 puntos básicos hasta el 1,0%, como esperaba la totalidad del consenso. Así, el tipo de intervención continúa alcanzando nuevos mínimos históricos. Además, mantuvo el tipo de depósito en el 0,25% y rebajó el de descuento hasta el 1,75%, de manera que el spread de ambos es de 75 puntos básico con respecto al refi. En la comparecencia posterior, el presidente del BCE siguió dibujando un escenario de gran debilidad económica durante este año, con un inicio de recuperación en el próximo. En cualquier caso, afirmó que los riesgos están equilibrados al alza y a la baja. En materia de precios se observa una desaceleración basada en los efectos base y la energía. El BCE espera tasas de IPC negativas durante 2009, aunque igualmente trabaja con una vuelta a niveles positivos en 2010, aunque siempre por debajo del nivel de referencia del 2%. Aún así, Trichet dejó claro que las perspectivas de inflación en el medio plazo se mantienen ancladas y muy en línea con el objetivo. Ante este escenario, el Comité acordó que el 1,0% es el nivel adecuado de tipos. Es importante recalcar que no se ha decidido si éste será el mínimo del nivel de tipos, de manera que no se cierra la puerta a nuevos descensos. Uno de los puntos más esperados de la comparecencia de Trichet en el día de hoy era el anuncio de medidas no convencionales. En este sentido, se anunció la compra de cédulas y el incremento en el vencimiento de las operaciones de financiación a largo plazo de tres a doce meses. En cuanto a las primeras, se anunciarán los detalles técnicos en junio, aunque el Presidente adelantó una cifra orientativa de 60.000 millones de euros, además de asegurar que al mismo tiempo se mantendrá una estrategia de salida para mantener la credibilidad del Banco. La segunda medida también era ampliamente esperada y supone incrementar generosamente la capacidad de financiación de los bancos. En general, la política del BCE con estos nuevos elementos puede enmarcarse en un entorno de relajación crediticia, aunque todavía no alcanza el nivel conocido como "relajación cuantitativa", en el cual sí que se encuentran la Fed y el BoE. Por lo tanto, una decisión en línea con la esperada, con una comparecencia que no anuncia de manera clara nuevos recortes, si bien tampoco renuncia a ellos y con medida orientadas a la financiación de las entidades bancarias.

Reino Unido

Ayer también se publicó el anuncio de tipos del BoE con un mantenimiento en el 0,5%, en línea con las expectativas del mercado. Además, la autoridad monetaria anunció el incremento de sus compras de activos en 50.000 millones de libras más.

RESULTADOS ESPAÑA

CRITERIA



Publicación de resultados del 1T.09

CUENTA DE RESULTADOS			
Mn €	1T.09	1T.08	% Var
Rendimientos netos por instrumentos de capital (DPV's)	211	183	15%
Resultado neto por el método de la participación	217	190	14%
Resultado neto de las sociedades integradas por el método global	14	24	-42%
Gastos operativos netos	-28	-19	47%
Resultado neto recurrente	414	378	10%
Resultado neto venta de participaciones y otros no recurrentes	0	0	
Resultado neto atribuido a la Sociedad Dominante	414	378	10%

Comentario. El resultado atribuido de Criteria crece un +10% en el trimestre debido principalmente al incremento de los dividendos recurrentes percibidos por la entidad en el 1T.09 que ascienden a 520 Mn € es decir un 64% superiores a los percibidos en el mismo periodo del ejercicio anterior (+18% si consideramos perímetros homogéneos). En el trimestre Criteria ha desembolsado 1.313 Mn € para acudir a la ampliación de capital de Gas Natural y poder mantener su participación en la entidad, equivalente al 37,5%. Adicionalmente ha llevado a cabo la adquisición de acciones propias por 10 Mn € alcanzando el 0,32%. Por último, Criteria ha aumentado su participación en BPI en un 0,72% (hasta alcanzar el 30,1%) por importe de 10 Mn €, siguiendo su objetivo de que el sector financiero pese en su cartera entre un 40-60% vs 28% actual. Adicionalmente, la entidad ha confirmado su intención de incrementar su participación hasta el 10% en el banco austriaco Erste Bank y en el chino The Bank of East Asia, en los que ya controla el 4,9% y un 9,8% respectivamente. De esta forma, la deuda de Criteria se ha incrementado hasta los 4.862 Mn € lo que supone un ratio de deuda neta sobre GAV del 28%, superior al límite del 20% que tiene establecida la compañía. Criteria tiene intención de reducir el nivel de deuda a lo largo del ejercicio, aunque no lo ha hecho hasta ahora ya que dados los precios de los mercados actuales no ha considerado conveniente realizar desinversiones. En las cuentas consolidadas presentadas por la entidad vemos incrementos tanto en los ingresos percibidos por su cartera disponible para la venta (+15%) como por los resultados de las entidades integradas por el método de la participación debido principalmente al aumento de los dividendos percibidos de Telefónica, al incremento de la participación en Gas Natural y a la incorporación del resultado de GF Inbursa. Los resultados proporcionados por las entidades dependientes caen un -42% consecuencia del empeoramiento de la actividad económica en general y la disminución del consumo en particular.

Valoración. Consideramos que se trata de buenos resultados, donde la entidad sigue cotizando con un importante descuento sobre el NAV del -33,9% lo que permite considerar que existe un potencial recorrido al alza de la acción. Adicionalmente vemos una cartera bien diversificada y con potencial de crecimiento futuro y por ello de generación de mayor dividendo. Mantenemos nuestra recomendación de **COMPRAR**.

RESULTADOS EUROPA

DEUTSCHE TELEKOM



Publicación de Resultados 1T.09.

Mn	1T.09	1T.08	% Var.
Ventas Netas	15.902	14.978	6,2%
Domestic	6.943	7.254	-4,3%
Internacional	8.959	7.724	16,0%
Ebitda Ajustado	4.812	4.686	2,7%
<i>Mg Ebitda</i>	30,3%	31,3%	
Beneficio Neto Ajustado	655	750	-12,7%
<i>Mg Neto</i>	4,1%	5,0%	

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).

Comentario. Resultados sin expectación, puesto que ya fueron adelantados previamente por la compañía el pasado mes cuando comunicaron su profit warning. En este caso los resultados están fuertemente distorsionados por la inclusión de OTE. Sin la aportación de la operadora griega, las ventas de la compañía se habrían mantenido planas en niveles próximos a los 15.000 Mn € y el Ebitda ajustado habría descendido aproximadamente un -5%. Por negocios, bien en móvil y mal en líneas fijas. T-mobile Alemania se mantiene relativamente estable con una ligera caída de -0,5% en ventas y del -1% en Ebitda ajustado. Por su parte el negocio móvil en EE.UU. registró un crecimiento razonable en ventas del +19,5% y de Ebitda ajustado de +9,8%. Esto se debe en buena parte a la contención de cuota de clientes y a la mejora del tipo de cambio con respecto al año pasado. Mal en las líneas fijas, con una caída en Alemania de prácticamente el -6%. Como ya sabíamos, debilidad en RU y Polonia.

Valoración. Poco que añadir a la información ya adelantada por la compañía en el profit warning. Lo mejor, como siempre EE.UU. y lo peor la debilidad doméstica, especialmente relevante en líneas fijas. La banda ancha en Europa sigue sin reaccionar. No podemos apreciar en la compañía las medidas necesarias para mejorar su competitividad en estos mercados y que el esfuerzo en ahorro de costes no basta ante la situación económica actual. Mientras que otras operadoras disponen de capacidad suficiente para amortiguar el impacto de este entorno económico y competitivo adverso, la alemana no dispone de capacidad suficiente en su Capex para hacer frente a una caída en los ARPU y en la demanda. A pesar de que cotiza a unos múltiplos razonables (PER 09E 10,5x capex/ventas 09E 13,8% y EV/Ebitda 09E 4,0x) en relación con el resto del sector, vemos dificultades en el negocio y demasiada dependencia del buen hacer de su división de EE.UU. Encontramos otras operadoras mucho mejor situadas en el plano competitivo y financiero. **Recomendación: VENDER.**

AXA



Publicación cifra de ventas 1T.09.

Cifras de Ventas			
	1T.09	% Var a/a	% Var a/a *
Vida y Ahorro (APE)	1.604	-17,3%	-18,5%
NBV Vida	206	-25,6%	-30,0%
No Vida	9.113	2,6%	1,1%
Seguros Internacionales	1.179	3,8%	3,3%
Gestión de Activos	762	-28,9%	-34,3%
Ingresos Totales	27.598	-1,7%	-5,2%

* Variación en términos comparables.

Comentario. Axa publicó ayer sus cifras de ventas correspondientes al 1T.09, en el que seguimos viendo caídas en los ingresos procedentes del ramo de Vida (-7,4% a/a*) y un ramo de No Vida actuando como soporte y manteniendo un crecimiento bastante plano (1,1 a/a*). En el ramo Vida observamos una caída tanto del APE (Annual Premium Equivalent) como del NBV (New Business Value) respecto del mismo periodo del ejercicio anterior.

Los principales motivos de esta caída son la desaceleración de las inversiones en EEUU, Australia, Reino Unido y Bélgica como consecuencia de la crisis económica y el efecto negativo de la bancarrota de uno de los mayores agentes independientes en Japón. En cuanto al ramo No Vida sigue siendo el principal generador de caja de la entidad. Destacamos principalmente el crecimiento observado en la región Mediterránea (+11,5%) y el Norte de Europa (+4,5%). Como era de esperar, también el área de gestión de activos de AXA se ha visto perjudicada por el contexto actual y ha sufrido al igual que otras entidades aseguradoras y financieras una importante pérdida de patrimonios gestionados que han provocado una caída del -37% en los ingresos por comisiones. Los ingresos totales del grupo muestran una caída del -5,2% a/a*.

Valoración. Observamos unos resultados que muestran una importante fortaleza en el negocio de No Vida, una diversificación geográfica interesante aunque el ramo de No Vida y de Gestión de Activos siguen sufriendo las consecuencias de la crisis económica. AXA estima que su ratio de solvencia para el 1T.09 se situará por encima del presentado al cierre de 2008 del 127% ya que no se espera una contribución negativa de los resultados de las coberturas de renta variable. La poca visibilidad existente en el sector y la situación del Ramo de No Vida y Gestión de activos nos llevan a mantener nuestra recomendación: **VENDER.**



Societe Generale publica resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS		
Mn €	1T.09	% Var a/a
Mg.Ordinario	4.913	-13,5%
Gastos operativos	3.777	-3,3%
Mg.Explotación	1.136	-36,0%
Provisiones	1.354	126,4%
Beneficio Neto	- 278	-125,4%

BENEFICIO NETO POR UNIDAD		
Mn €	1T.09	% Var a/a
Francia Retail	216	-29,4%
Retail Internacional	118	-39,8%
Servicios Financieros	31	-79,6%
Global Investment Management	18	-164,3%
Banca de Inversión y Corporativa	- 414	-393,6%
Centro Corporativo	- 247	-175,1%
TOTAL	- 278	-125,4%

RATIOS RELEVANTES

Mn €	1T.09	2008
Eficiencia	76,9%	71,0%
TIER I	9,2%	8,8%
ROE	n.a	6,4%

Comentario: Malos resultados los presentados ayer por SG en el 1T.09, en el que obtuvo unas pérdidas por importe de -278 Mn €. A nivel consolidado, el margen ordinario cae un -13,5%, afectado por el deterioro del mercado inmobiliario en EEUU y por las bajadas de rating de los seguros monoline durante el trimestre, que han supuesto unas pérdidas para el grupo de -1.500 Mn €. Por su parte, los gastos operativos, a través de fuertes políticas de control de gastos, especialmente rigurosas en la red comercial en Francia y en el área retail internacional, han podido recortarse un -3,3%. Este recorte de costes no ha podido compensar la importante caída de los ingresos por lo que el margen de explotación ha disminuido un -36% a/a. Seguimos viendo fuertes dotaciones de provisiones, concentradas principalmente en las áreas de CIB y de Servicios Financieros, que han sido los más afectados por la crisis económica. Las áreas de negocio de banca retail (core business de la entidad) han sido las mejor paradas del trimestre aunque han mostrado una importante desaceleración en el crecimiento de su margen ordinario, al igual que un mayor esfuerzo en la dotación de provisiones como consecuencia del incremento de la morosidad y del mayor riesgo de los activos del balance en Rusia donde SG se ha convertido en el principal accionista de Rosbank. La unidad de Banca de Inversión ha sido la que más se ha visto perjudicada por la situación actual de los mercados, registrando unas pérdidas en el trimestre de -414 Mn €. Gestión de activos sigue manteniendo un comportamiento muy flojo.

Valoración: Nos ha sorprendido el deterioro del negocio retail en Francia. Adicionalmente, tenemos ciertas dudas en cuanto a la evolución futura de la unidad de banca retail internacional, con importantes inversiones en Rusia, Rumanía y República Checa que empiezan a mostrar signos de deterioro en sus economías y por ello menos posibilidades de crecimiento para SG. La unidad de Banca de Inversión también se ha visto fuertemente dañada por la situación macro y la gran volatilidad de los mercados. En cuanto a los ratios de capital, no vemos grandes problemas. El Core Tier I se sitúa en un 7% una vez incluida la suscripción por parte del gobierno francés de 1.700 Mn € de acciones preferentes emitidas por SG que todavía no se ha realizado (sin este efecto el Core Capital sería del 6,5%). En cuanto a la fusión de los negocios de gestión de activos de SG y Credit Agricole con el objetivo de mejorar la actuación de esta área no se han dado nuevas noticias, esperando que la entidad que surja esté operativa en la segunda mitad de 2009. Como consecuencia del marco económico actual y de la incertidumbre que nos despierta la evolución de importantes áreas de negocio de la entidad, seguimos manteniendo nuestra recomendación de **VENDER**.



Publicación de resultados 1T.09.

Ventas Negocio	1Q 09	1Q 08	%	Resultados	1Q 09	1Q 08	%
Europa Occidental	2.774	3.027	-8,4%	Rdo. Operativo	1.234	1.815	-32,0%
Las Américas	3.156	3.139	0,5%	Mg Operativo	13,0%	19,0%	
Asia, Africa, E.Este	3.575	3.405	5,0%	Beneficio Neto	803	1.407	-42,9%
Ventas Grupo	9.505	9.571	-0,7%	Mg Neto	8,4%	14,7%	

Comentario. La compañía presentó unos resultados ligeramente peor de lo esperado en la cifra de ventas y por debajo de las expectativas en la cifra de beneficio neto. En cuanto al resultado operativo, si descontamos los ingresos que se obtuvieron por ventas de negocios en 1T.08 (517 Mn €) habría caído un -4,9% cayendo el margen operativo en -56 p.b. En la conference posterior

conocimos más datos sobre el ahorro de costes que UNA cuantifica en 300 Mn €. En cuanto a la totalidad de los costes se vieron influidos negativamente tanto por un tipo de cambio en contra como por un mayor incremento en el precio de las materias primas. Atendiendo a las ventas por regiones sólo en Europa Occidental se manifestó un descenso (2,8% LFL), siendo positivo tanto en Asia, África y Europa del Este (+9,5% LFL) como en América (+7,2% LFL). La Deuda Neta aumentó en 1.040 Mn € desde final de año principalmente debido a nuevas emisiones de bonos tanto a 5 como 10 años. Por último resaltar que nuevamente UNA se negó a anticipar guías.

Valoración. Después del severo castigo al que se había visto sometida la cotización de UNA tras la presentación de resultados de final de año, esta vez el mercado acogió de buen grado los resultados. No fueron especialmente buenos pero sí dieron buena cuenta de la correcta evolución de las medidas de reestructuración y de ahorro de costes. Pudimos observar crecimientos en los mercados emergentes aunque no se trasladarán a resultados en su totalidad debido a un perjudicial tipo de cambio. En cuanto al margen operativo confiamos en que sean sostenibles, gracias en parte a la eficiencia de las reestructuraciones de costes, lo cual aporta mayor visibilidad al grupo, a pesar de su reiterada negativa a dar guías. **Recomendación: MANTENER.**