

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	9.269,00	-0,51
EUROSTOXX 50	2.424,34	-0,38
FTSE 100	4.425,54	-0,22
DAX 30	4.854,11	-0,26
CAC 40	3.231,10	-0,54
DOW JONES	8.469,11	0,60
S&P	908,35	-0,10
NASDAQ	1.715,92	-0,88
NIKKEI	9.359,39	0,65

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	9.266,50	0,17
BRENT	58,60	2,39
BUND ALEM	120,62	0,26
TREASURY 10A	121,02	-0,21

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3701	1,3619
USD/JPY	96,54	97,28

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,59	0,59
USA	0,81	0,88

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,42	2,53	2,05
5-10	1,19	1,23	0,89
10-30	0,54	0,54	0,79

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,56	1,51	0,22	0,20
5 ^A	2,79	2,82	0,30	-0,10
10 ^A	3,98	4,04	0,59	-0,48
30 ^A	4,52	4,58	0,35	-0,66

INDICE FONDOS INVERSIÓN

	MARZO	2009
	0,32	-1,46%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,18	1,18
J09	1,16	1,15
S09	1,32	1,31
D09	1,42	1,41

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
SWISS RE	A1 / A+	6	3 a	+390
SWISS RE	A1 / A+	7	5 a	+430
RABOBANK (SUB)	Aa1 / AA+	5,875	10 a	+240
SWEDBANK	Aaa / AAA	3,375	5 a	+68
VOLVO	Aa1 / BBB+	7,875	3 a	+575
IPBS	Aaa / AA+	3,75	16 m	+190
GE	Aa2 / AA+	5,25	3 a	+295
SNCF	Aaa / AAA	4,625	15 a	+80
CFF (COVERED)	AAA	4,875	12 a	+123
NDB	Aa1 /	2,875	4 a	+45
SANTANDER (CED HIP)	AAA	3,875	5 a	+120

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

□ Jornada irregular en las Bolsas europeas, con constante ida y vuelta pero en definitiva, dejando la sensación de que la tendencia parece agotarse y que tanto el Ibex 35 como el Euro Stoxx 50 han encontrado resistencias a corto plazo, tal y como comentamos en nuestro Informe Semanal. En España los valores relacionados con energía y de consumo fueron los que más tiraron, ANA (+3,6%), que ha publicado resultados esta mañana, TRE (+3,0%) y GAS (+2,3%). MAP (+0,8%) también publicó cifras del trimestre y a la vista de la evolución del sector se puede decir que gustaron. En la parte negativa, los descensos abultados de los valores que más subieron la semana previa, GAM (-5,6%) y MTS (-4,2%). Los bancos tampoco destacaron, POP (-1,5%) y SAN (-1,4%), que corrigió de manera exacta la posible máxima dilución por la ampliación de capital anunciada.

En el resto de mercados europeos, las telecos subieron con cierta alegría, TIT (+4,7%), en parte por esos rumores en prensa italiana sobre una posible fusión con TEF (-1,2%), que se desvió porque pagó ayer dividendo, FTE (+2,6%) y DTE (+2,1%). Bancos y seguros acumularon las mayores pérdidas, ING (-7,1%), SG (-3,9%) y D. Bank (-3,3%).

□ La jornada se saldó sin grandes cambios en lo que a las curvas de gobierno se refiere. Así, hubo una ligera presión vendedora en la europea ante noticias de incremento de liquidez por parte del Bank of America por 7.300 millones de dólares por la venta de parte de su accionariado de CCB, además de algún dato macroeconómico menos negativo de lo esperado por el consenso del mercado (balanza comercial estadounidense de marzo) y que mejora muy ligeramente las perspectivas de la segunda estimación del PIB de la economía del primer trimestre de este año.

□ En ratings destacó cómo S&P puso la calificación de Commerzbank, junto con Dresdner, en perspectiva negativa (A), mientras que a Eurohypo lo rebajó desde A hasta A- (NEG). Además, Fitch situó a Grecia en outlook negativo (A) y Moody's en revisión negativa al Banco de Tokyo Mitsubishi (Aa2).

PREVISIONES PARA EL DIA

□ Hoy se conocerán datos importantes en EE.UU. y en Europa. De la primera economía se publicará la principal referencia de cara al movimiento de mercado (ventas al por menor de abril). De la segunda lo más relevante serán los datos de precios al consumo de Francia y España para el mes de abril, la producción industrial de la zona euro del mes de marzo y el informe trimestral de inflación del BoE.

□ En materia de comparecencias del BCE hablará Weber (18:35), mientras que de los representantes de la economía estadounidense lo más relevante será una de Geithner (15:00), Plosser (16:30) y Lockhart (18:00).

□ El resultado de las ventas minoristas podría ofrecer cierta presión bajista para las TIREs en el día de hoy. Aún así, estaremos pendientes de nuevas noticias corporativas que podrían seguir apoyando el optimismo del mercado.

ANÁLISIS TÉCNICO
IBEX 35

✓ **Resistencia:** 9.750
 ✓ **Soporte:** 8.500

BUND (Jun 09)

✓ **Resistencia:** 121,60 / 122,34 / 123,20
 ✓ **Soporte:** 120,25 / 119,15 / 117,13

AGENDA MACROECONÓMICA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
SWISS RE	A1 / A+	6	3 a	+390	8:45	Fran	Precios al consumo	0,2%	0,2%
SWISS RE	A1 / A+	7	5 a	+430	8:45	Fran	Precios al consumo armon	0,1%	0,4%
RABOBANK (SUB)	Aa1 / AA+	5,875	10 a	+240	9:00	Esp	Precios al consumo	-0,1%	-0,1%
SWEDBANK	Aaa / AAA	3,375	5 a	+68	9:00	Esp	Precios al consumo suby	1,2%	1,3%
VOLVO	Aa1 / BBB+	7,875	3 a	+575	9:00	Esp	Precios al consumo armon (F)	-0,1%	-0,1%
IPBS	Aaa / AA+	3,75	16 m	+190	11:00	UME	Producción industrial	-17,6%	-18,4%
GE	Aa2 / AA+	5,25	3 a	+295	11:30	UK	Informe Trim Inflación		
SNCF	Aaa / AAA	4,625	15 a	+80	13:00	EEUU	Solicitud de hipotecas		2,0%
CFF (COVERED)	AAA	4,875	12 a	+123	14:30	EEUU	Ventas al por menor	-0,2%	0,0%
NDB	Aa1 /	2,875	4 a	+45	14:30	EEUU	Ventas al por menor ex autos	0,2%	-1,0%
SANTANDER (CED HIP)	AAA	3,875	5 a	+120	14:30	EEUU	Precios de importación	-16,8% a/a	-14,9% a/a
					16:00	EEUU	Inventarios de negocio	-1,1%	-1,3%
					16:30	EEUU	Inventarios de crudo (Mb)		605

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

Incremento del déficit comercial en EE.UU. en marzo, aunque menor del esperado

Comentario: El dato de balanza comercial estadounidense el mes de marzo se saldó con un incremento del déficit desde los 26.100 millones de dólares hasta los 27.600. En cualquier caso, dicha referencia fue menor de la que manejaba el consenso del mercado con desequilibrio de 29.000 millones de dólares. En la descomposición se pudo observar una mayor caída de las exportaciones (-2,4% mensual) que de las importaciones (-1,0%), lo cual ayudaría a explicar la ampliación del déficit. Cabe destacar que en las últimas, hubo una aportación positiva del componente de crudo (+3,3% mensual), en línea con la leve recuperación del petróleo en los últimos meses, lo cual reflejaría una mayor debilidad del resto de partidas del consumo.

Zona Euro

La inflación alemana se aceleró en abril aunque se mantiene en niveles muy reducidos

Comentario: El dato de inflación alemana del mes de abril se saldó con una aceleración de dos décimas al pasar de un 0,5% a un 0,7% en su componente general, lo que significó situarse en línea con las expectativas del mercado. En lo que al dato armonizado se refiere se pasó de un 0,4% a un 0,8%, una décima más de lo que se esperaba. En la descomposición se pudo observar cómo el componente energético contribuyó de manera notable a explicar unos registros de precios tan reducidos, ya que la partida de combustibles de hogar pasó de crecer un 3,2% en marzo a caer un 0,1% en abril y el de transportes llegó a contraerse en un 2,7%, pese a reflejar una aceleración respecto al dato anterior, todo ello en relación con el mismo mes del año anterior. En cualquier caso, la aceleración de la referencia general de marzo a abril tuvo en el componente de ocio una notable ayuda al pasar de marcar un 0,6% a un 4,3% en abril. Este salto del componente se puede explicar debido al efecto base que arrastraba de del mes de abril del pasado año donde se pasó de un 0,5% a un -2,3%.

Además ayer se publicó el dato de precios al por mayor alemanes del mes de abril pasando de un -8,0% a un -8,1% en términos interanuales, pese a lo cual se situó algo por encima de lo que manejaba el mercado (-8,2%).

Reino Unido

La producción industrial del Reino Unido de marzo siguió mostrando un sesgo negativo

Comentario: La producción industrial del Reino Unido del mes de marzo se saldó con una caída del 0,6% mensual cuando se manejaba un descenso del 0,9%. En términos interanuales ello supuso pasar de una caída del 12,3% a una del 12,4%, también por encima de lo esperado. En cualquier caso, y a pesar de que los registros fueron algo menos negativos de lo esperado, los datos no dejan de denotar una más que evidente falta de dinamismo en la actividad, claramente compatibles con un proceso de recesión económica. En la descomposición se pudieron observar contracciones interanuales en la mayoría de las partidas, destacando la de manufacturas (-12,9%) y minería (-10,7%).

RESULTADOS ESPAÑA

IBERIA



Publicación de resultados 1T.09. Cifras de tráfico de abril.

Mn €	1T.09	1T.08	% Var.
Cifra de negocios	1.098,1	1.300,5	-15,6%
EBITDAR	-7,2	124,0	-105,8%
<i>Mg Ebitdar</i>	<i>-0,7%</i>	<i>9,5%</i>	<i>-10,2%</i>
Resultado de las operaciones	-147,3	-6,6	n.s.
B. Neto	-92,6	-0,4	n.s.
<i>Mg Neto</i>	<i>-8,4%</i>	<i>0,0%</i>	<i>-8,4%</i>

Comentario. Muy malos resultados los publicados por la aerolínea y mucho peores de lo estimado (Ingresos 1.182 Mn € E, EBITDAR 86 Mn E, Rtdo. operaciones -25 Mn € y BN -57 Mn € E). Los ingresos por pasaje han sido la clave (830 Mn € vs 935 Mn € E), aun recogiendo una importante caída en pasajeros como la ya publicada. El resto de áreas se comportaron más o menos en línea y no encontramos diferencias significativas. En relación a los costes, esperábamos cierto margen de sorpresa precisamente por el mensaje dado por la compañía en relación a la necesidad imperiante de reducirlos por encima de lo inicialmente recogido por su Plan Director. La realidad ha sido distinta superando incluso nuestra estimación en un 2%. La consecuencia son las pérdidas registradas a nivel operativo con y sin ingresos y costes no recurrentes. Gran parte de culpa que los costes no evolucionen de manera favorable, estuvo en la partida de gastos por combustible, ya que como anticipamos en nuestro previo Iberia no podría repercutir el menor coste del queroseno (-50%) íntegramente en sus costes por las coberturas contratadas, dado que incrementaban el gasto y a que su precio medio sería superior al contado. El resultado neto es peor de lo estimado, al margen fundamentalmente de las pérdidas operativas, por un gasto financiero en el que estimábamos una mayor contribución de ingresos financieros y una mayor aportación por diferencias de cambio.

En relación a las cifras de tráfico, dado que la comparativa toma como base este año la Semana Santa, vuelve a tener la salvedad del efecto del calendario. En cualquier caso es positiva la evolución pero sólo porque rompe una muy negativa tendencia. La oferta vuelve a ajustarse a la baja (-2,7%) con especial incidencia en el tramo doméstico (-9,5%), mientras que la demanda registra un aumento tanto en el medio como en el largo radio. El doméstico sigue cayendo y lo hace en un -3,9%. Esa mejor evolución de la oferta provoca que el load factor mejore en 4,2 pp hasta el 82,7%, sin duda el mejor dato en meses. En el acumulado la reducción de oferta supone ya un -5,2% y la caída de la demanda un -6,2%, más en línea con otras aerolíneas globales.

Valoración. Esta es la realidad de Iberia, un escenario muy complicado que le ha llevado a asumir pérdidas en el año pero que muy posiblemente, salvo que el programa adicional de recorte de costes sea muy agresivo y se implemente rápidamente, serán mayores de lo esperado. A este respecto, la compañía anunció nuevas medidas: recorte de capacidad (-10,4% R vs -6,9% E doméstico, -8,6% R vs -4,2% E medio radio y -1% R vs 0,8% E largo radio), cancelación de contratos en flota y retraso de nuevas incorporaciones, disminución de plantilla, así como ajustes en otros costes de explotación menores, que en conjunto deberían recortar los costes totales entre un 6% y un 8%. Iberia igualmente anunció una reducción del 50% en inversiones (CAPEX E 100 Mn €). La compañía tiene cero visibilidad ahora mismo y eso hace muy difícil trabajar con un escenario algo más optimista en términos de recuperación. Si hiciésemos la comparativa de resultados en el cuatrimestre, evidentemente mejoraría, pero hay que sumar la incógnita del efecto del virus *influenza*, por lo que la tendencia muy previsiblemente vaya a seguir siendo mala. Como todo queda a expensas de que BA e Iberia se fusionen y es bien sabido que nosotros pensamos que ese proceso será pospuesto o cancelado, Iberia pensamos que sigue y seguirá siendo una clara infraponderación en carteras. **Recomendación: VENDER.**

OHL



Publicación de Resultados 1T.09.

ESTIMACIÓN P&G	1T.08	1T.09	% Var
Ventas	810,9	917,0	13,1%
Ebitda	114,2	130,6	14,4%
Mg Ebitda	14,1%	14,2%	n.a
Ebit	74,0	79,8	7,8%
Mg Ebit	9,1%	8,7%	n.a
Beneficio Neto	49,6	21,9	-55,8%
Mg Bº Neto	6,1%	2,4%	n.a

MN €	1T.08	1T.09	% Var
VENTAS	810,9	917	13,1%
Construcción Nacional	425	377	-11,3%
Construcción Internacional	221	346	56,3%
Industrial	5	6	16,7%
Concesiones	107	141	31,7%
Medio Ambiente	30	28	-6,9%
Desarrollos	22	19	-14,1%

Comentario. Resultados los presentados ayer por OHL a cierre de mercado que depararon pocas o ninguna sorpresa. Mal comportamiento de Construcción Nacional que pudo ser compensado con el sólido crecimiento registrado, un cuatrimestre más, por Construcción Internacional. De esta forma, mientras este área de actividad del Grupo ha sufrido una fuerte destrucción de márgenes a nivel nacional (6,5% 1T.08 vs 5,2% 1T.09), fuera de nuestras fronteras la consolidación ha sido clara (-0,1% 1T.08 vs 4,1% 1T.09). Concesiones continúa configurándose como una división esencial para el Grupo y ya representa el 66% del Ebitda total. Sin embargo, a pesar del fuerte crecimiento tanto en ventas como en Ebitda y Ebit, sus márgenes se han visto reducidos como consecuencia del efecto del tipo de cambio del peso chileno (-11,9%) y mexicano (-15%) respecto al euro. No olvidemos que el mayor número de las concesiones de OHL se localizan en Latam. Medio Ambiente ha registrado un descenso en sus ventas como consecuencia de la finalización de la ejecución de la planta desaladora de Boston y la venta de la planta de Antofagasta en Chile. No obstante, el crecimiento de la cartera de pedidos de la división (+6,6%) permite pensar que su evolución a largo plazo será más positiva. La deuda neta del Grupo se ha visto incrementada notablemente (+13,8%) respecto al mismo periodo del ejercicio anterior debido a la necesidad de financiar las inversiones realizadas por las sociedades concesionarias (Metro Ligero Oeste, Concesionaria Mexiquense y las cinco autopistas federales de Brasil). Por último destacar que la fuerte caída del Beneficio Neto del Grupo (-55,8%) se debe a los menores extraordinarios registrados en el 1T.09. Recordemos que en el ejercicio pasado se llevó a cabo la venta de la concesionaria Fumisa.

Valoración. Seguimos pensando que OHL sigue teniendo una estructura de negocio claramente definida y basada en dos pilares fundamentales, Construcción y Concesiones. Continúa pareciéndonos positivo que la compañía siga posicionándose en la actividad de Obra Civil y apenas tenga exposición al mercado residencial e inmobiliario, no obstante, su fuerte presencia en España nos hace pensar que seguirá lastrando sus resultados en tanto en cuanto el sector construcción no registre un cambio de tendencia sostenible. En este sentido, los planes de reactivación de la economía que se están comenzando a desarrollar tanto a nivel nacional (ampliación y aceleración en la ejecución del PEIT) como internacional, pueden beneficiar a la compañía a medio plazo. El endeudamiento del Grupo nos sigue pareciendo muy elevado. Si tenemos en cuenta la aún negativa situación de liquidez que atraviesan los mercados y que recientemente se le rebajó a la compañía la calificación crediticia de su deuda con recurso, consideramos prioritario que OHL ponga todos los esfuerzos en equilibrar su balance con el fin de no ver peligrar la financiación de algunos de sus proyectos a medio plazo. Dado que los resultados de la compañía se han ajustado a nuestras estimaciones y perspectivas, continuamos reiterando nuestra recomendación de **MANTENER** siendo igualmente cautos a la hora de entrar en él, más aún cuando en las últimas semanas su cotización ha experimentado una fuerte revalorización.

ABERTIS



Publicación de resultados 1T.09.

Mn €	1T.09	1T.08	% Var.
Cifra de negocios	862	844	2,1%
Autopistas	631	640	-1,4%
Telecomunicaciones	126	100	26,0%
Aeropuertos	61	60	1,7%
Aparcamientos	35	33	6,1%
Logística	7	7	0,0%
Holding	2	4	-
EBITDA	522	530	-1,5%
<i>Mg Ebitda</i>	<i>60,6%</i>	<i>62,8%</i>	<i>-2,2%</i>
EBIT	298	330	-9,7%
<i>Mg Ebit</i>	<i>34,6%</i>	<i>39,1%</i>	<i>-4,5%</i>
B. Neto	122	134	-9,0%
<i>Mg Neto</i>	<i>14,2%</i>	<i>15,9%</i>	<i>-1,7%</i>

Comentario. Los resultados publicados han estado muy cerca de todas nuestras estimaciones y por encima de las del consenso facilitado por la propia compañía. La mayor desviación la hemos encontrado en la línea de ingresos (849 Mn € E), ello debido a una muy buena evolución en Telecom (114 Mn € E), ya que el resto de ingresos publicados coincide plenamente con nuestras estimaciones. Esa desviación en la parte alta del P&L se sigue plasmando, aunque en menor medida, en el resultado operativo (EBITDA 505 Mn € E), aunque en nuestro previo avisamos de la posibilidad de encontrar un resultado operativo mejor de lo esperado de nuevo por “culpa” de Telecom. En cualquier caso la pérdida de margen EBITDA fue exactamente la esperada. Finalmente el resultado neto (125 Mn €), no nos sorprende después de que el resultado financiero se ajustase a nuestra estimación y no hubiese partidas con variaciones significativas o extraordinarias. Por áreas de negocio, comentar los siguientes aspectos:

- ❑ **Autopistas**, la IMD cae un -8,8%, confirmando una peor evolución en España vs Francia. Tal y como comentamos en nuestro previo, en el componente de tráfico hay un fuerte factor estacional, por lo que ajustando la comparativa a/a al trimestre, encontramos una evolución más favorable (-5,7%, -7,4% enero-febrero y -4,3% marzo-abril), siendo especialmente positivo el ajuste en Francia (-1,2% marzo-abril vs -11,0% España). A pesar de la caída en el tráfico la evolución de los ingresos se ve soportada en las subidas de tarifas aplicadas desde principios de año. La pérdida de márgenes fue un poco peor de lo esperado (-320 pb).
- ❑ **Telecom**, el incremento de tarifas, una mayor de actividad, y sobre todo, la consolidación de Hispasat, explican esa evolución mejor de lo esperado en ingresos así como que el margen EBITDA aumente en 580 pb hasta el 46,3%, muy por encima de nuestra estimación.
- ❑ **Aeropuertos**, el número de pasajeros en TBI cae un abultado -14,4%, pero al igual que en Autopistas, ajustando la comparativa la caída es de un -10,8%. Recordamos que hay efecto consolidación por la incorporación de DCA.
- ❑ **Aparcamientos y Logística**, tal y como anticipamos en nuestro previo, sin sorpresas ni en el crecimiento esperado ni en la evolución de los márgenes.

Valoración. Los resultados son buenos, si los comparamos con el consenso, aunque no nos han sorprendido ya que los grandes argumentos han sido exactamente los que esperábamos. Anunciamos que con una probabilidad elevada Telecom lo podría hacer mejor, y así ha sucedido. El ajuste en tráfico deja entrever lo que venimos insistiendo desde hace tiempo, que la tendencia reciente es mala pero es de suelo, y que los resultados de Abertis tendrán un comportamiento claro de menos a más. Por este motivo lo que nos queda de año es una foto bastante buena en relación a lo que se esperaba de la compañía a finales del año pasado. Hay que recordar la incorporación de activos de transporte por la compra de las autopistas a Itinere. La deuda neta (14.064 Mn €) no tiene variación respecto al cierre del año ni se desvía respecto a nuestras estimaciones, destacamos en este sentido la mejora del coste medio de la deuda en 60 pb, por lo que el cuadro de cash flows responde a lo esperado, es decir, que aun en momentos difíciles Abertis sigue generando caja. Aunque es pronto para revisar estimaciones, esa sensación de que se irá ganando terreno a medida que avance el año puede ser cierta lo que deja buena sensaciones en torno al valor. **Recomendación: MANTENER.**



Publicación de resultados 1T.09.

	Beneficio Neto	Socios Externos	Aportación al resultado consolidado 3M 09 (Mn €)	Aportación al resultado consolidado 3M 08 (Mn €)	% Var 09-08
Actividad Aseguradora					
- Unidad Vida	35		35	36	-1,7%
- Mapfre Familiar	131		131	104	26,2%
- Mapfre Empresas	34		34	21	64,9%
Otras actividades	-	9	9	3	-430,8%
Ajustes consolidación				2	-100,0%
Sociudades con actividad principal en España					
	192		192	165	16,4%
Mapfre América	29	(3)	26	17	49,4%
Mapfre Re	29	(3)	27	23	15,2%
Asistencia	3		3	4	-29,3%
Unidad Internacional	21	- 2,5	18	17	7,7%
Sociudades con actividad principal fuera de España					
	82	(8)	73	61	19,8%
Ajustes consolidación			22	60	na
MAPFRE SA			287	286	0,2%

Comentario: Destacamos el crecimiento de los ingresos por operaciones que alcanzan los 5.512,7 Mn €, es decir un +8,4% más que en el 1T.09, como consecuencia principalmente del crecimiento en América Latina y la integración de The Commerce Group (EE.UU) que se materializó en junio de 2008. Las primas incrementan un +11,1% a/a donde destaca el crecimiento del ramo de No Vida (+16,6%) vs ramo de Vida (-7,6%) siendo la unidad internacional el motor de crecimiento de la entidad. El beneficio atribuido al 1T.09 ha sido de 287 Mn € (+0,2%) aunque sin contar partidas extraordinarias dicho beneficio se habría incrementado en un 16,3%.

Si nos fijamos en la evolución del negocio:

a) **Vida España.** Las primas de Vida caen un -20,2% a/a, alcanzando los 583,7 Mn €. Este descenso, se debe fundamentalmente al menor volumen de captación de Vida-Ahorro como consecuencia de diferencias en el calendario de ejecución de las campañas comerciales de Caja Madrid y al menor volumen de negocio en el segmento de grandes clientes corporativos (50,4 Mn € vs 73,7 Mn € en el 1T.08).

b) **No Vida España.** Caen las primas en Mapfre Familias (-1,0%) debido a la disminución del 11,1% a/a en el seguro del automóvil consecuencia de las caídas en las ventas de vehículos, que no pudo ser compensados por el buen comportamiento del seguro de Hogar (+7,7%) y del seguro de Salud (+9,9%); y se mantienen con un ligero incrementos las primas procedentes de Mapfre Empresas (0,6%) que recogen el buen comportamiento del negocio de Global Risks (negocio internacional) y el aumento de tarifas en el ramo de Crédito, que compensan la menor actividad en el segmento industrial debido a la ralentización del sector de la construcción en España.

c) **Unidad América.** Sólido crecimiento del 25,8% en primas debido al buen comportamiento de los ramos de Automóviles, Salud y Vida. Destaca el buen comportamiento de Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela. El ratio combinado mejora (101,4% vs 102,5% registrado en el 1T.08) debido en gran parte a la reducción del ratio de gastos (32% vs 35,9% en 1T.08).

d) **Mapfre Internacional.** Esta unidad ha obtenido un volumen total de primas de 476,7 Mn € (+252% a/a) como consecuencia del notable incremento debido a la integración de el grupo asegurador estadounidense The Commerce. Sin embargo, Genel Sigorta cae un -14,9% a/a consecuencia de la ralentización económica de Turquía y la persistencia de la fuerte competencia en precios en el seguro de Automóviles. Adicionalmente el resultado financiero ha sido de una menor cuantía por diferencias de cambio debido a la mayor estabilidad de la lira y al crecimiento de las inversiones en moneda local.

e) **Mapfre Re.** Se ha visto favorecida por el éxito de las últimas campañas de renovación y la captación de nuevo negocio No Grupo, así como por el aumento de las cesiones procedentes del Grupo, especialmente de la unidad Internacional. El ratio de siniestralidad aumenta como consecuencia del efecto de las tormentas en Europa.

Se han amortizado 550 Mn € del préstamo puente para la compra de Commerce que ascendía a 1.000 Mn €. Para ello se han usado 82 Mn € de tesorería, 300 Mn € del préstamo sindicado con vencimiento en 2014 y 168 Mn € de nuevas líneas de crédito con vencimiento en 2012. Los 450 Mn € restantes se amortizarán a su vencimiento con el efectivo generado en el ejercicio y la tesorería disponible. Adicionalmente cabe destacar que ha concluido con éxito la ampliación de capital diseñada para ofrecer a los accionistas la posibilidad de reinvertir el dividendo complementario del ejercicio 2008 (aceptación 95%; más de 118,5 Mn de acciones nuevas, por importe de 167,2 Mn €), que comenzaron a cotizar el día 30 de abril de 2009. En conjunto, las dos ampliaciones realizadas para reinvertir los dividendos distribuidos con cargo a los resultados del ejercicio 2008 han incrementado los fondos propios en 317,4 Mn €.

Valoración. Buenos resultados dado el contexto actual aunque mostrando una importante desaceleración en el crecimiento por primas principalmente en el ramo de Vida. El negocio internacional se convierte en el motor de crecimiento de la entidad gracias principalmente a la aportación de Commerce. Consideramos positivo la reducción del endeudamiento llevado a cabo por la entidad al igual que el plan de reinversión del dividendo con el fin de mejorar la solvencia de MAP. Clara desaceleración en el crecimiento de Mapfre en España. Más del 30% del volumen de negocio procede de fuera, principalmente de América Latina, un mercado con importantes crecimientos, donde la entidad mantiene un claro liderazgo y la situación económica no es tan dramática como en otros países del mundo lo que permite crecimientos muy fuertes. **Recomendación: COMPRAR.**

RESULTADOS EUROPA

DEUTSCHE BOERSE



Publicación de resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS		
Mn €	1T.09	% Var a/a
Xetra	64	-45%
Eurex	221	-19%
Clearstream	182	-4%
Market Data	49	8%
IT	24	-1%
Ingresos ventas	540	-16%
Total ingresos	604	-18%
Costes Totales	-298	-6%
EBITA	312	-27%
Beneficio Neto	212	-32%

Comentario. Los resultados fueron ligeramente superiores a nuestras estimaciones (Inverseguros E 530 Mn €) aunque por debajo de las cifras registradas en el 1T.08. Lo más destacable de los resultados ha sido principalmente la estabilidad de la división de liquidación, Clearstream, que pudo compensar la caída de las operaciones liquidadas (-19% vs 1T.08) gracias a los ingresos procedentes de los ajustes bajo custodia (-5%). El descenso total de los contratos de Eurex ha sido de un -16%, aunque las ventas se han resentido especialmente por la caída en los ingresos de los productos con índices como subyacente cuya contratación ha caído un -11%, y por la fuerte caída de los derivados europeos de cobertura sobre tipos de interés (-45%), ya que ambos son los que más peso tienen en la división. Buen comportamiento de Market Data que además de incrementar las ventas ha conseguido reducir los costes ligeramente. Su Ebita, por tanto también se ha visto favorecido por la política de reducción de costes, los que han reducido -6% en este periodo, principalmente la partida de costes del personal (-18%). Así la compañía mantiene como máximo de costes los 1.284 Mn € de la totalidad del año anterior. La compañía cifra la tarifa fiscal en torno al 27% para la totalidad de 2009.

Valoración. Resultados que más allá de las cifras dejan sensaciones positivas. En primer lugar, a pesar de que la comparación frente al 1T.08 era muy perjudicial, trimestre que fue excelente para la compañía, la estructura diversificada de su negocio le ha permitido sobreponerse a la caída del -62% del volumen en Xetra, cayendo las ventas un -16%. También cabe valorar la continuación de los ajustes en los costes, se han reducido menos que las ventas pero aún así nos parece un buen comienzo en pos de la consecución de su objetivo para final de año. Sin embargo, apreciamos ciertos riesgos más allá de la caída de los volúmenes donde vemos signos de recuperación, una caída del -72% en el cash flow operativo debido en parte a una contraria variación del capital circulante, y una importante salida de caja en el cash flow de financiación debido a un aumento en el plazo de vencimiento de ciertas inversiones financieras, lo que ha provocado que su posición de caja se haya reducido hasta -595,3 Mn € desde los 1.375 Mn € de final del 1T.08, aunque pensamos que no tendrán problemas para afrontar los pagos de su deuda ni para mantener su nivel de rating actual. **Recomendación: MANTENER.**



Publicación de Resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS			
Mn €	1T.09	1T.08	% Var.
Ventas	14.863	15.082	-1,5%
Ebitda	3.850	3.445	11,8%
<i>Mg. Ebitda</i>	25,9%	22,8%	
Ebit	2.740	2.337	17,2%
<i>Mg Ebit</i>	18,4%	15,5%	
Beneficio Neto	1.908	1.004	90,0%
<i>Mg Neto</i>	12,8%	6,7%	

Comentario. Los resultados de la compañía italiana han estado marcados por un beneficio extraordinario de 970 Mn € por el efecto en su cuenta de resultados del ejercicio anticipado de Acciona de su opción sobre Endesa. El impacto por este concepto esperábamos que se hubiese producido en 2T.09, pero finalmente ha sido adelantado. Esto ha posibilitado el importante impulso de su Beneficio Neto. A nivel operativo muy buen comportamiento de la división de G&EM que aumenta gracias a los contratos a plazo y los contratos de cobertura que protegieron los márgenes. Estabilidad y visibilidad en el negocio regulado. Comportamiento plano en I&N. El negocio internacional volvió a mostrarse sólido gracias a la aportación de Rusia principalmente. En la división de Enel Green Power no se incluyeron los 2.100 MW eólicos que van a ser vendidos a Acciona. Lo peor, ligero crecimiento de la deuda que vuelve a superar los 50.000 Mn € y la contención del Capex que no ha sido suficiente, con una reducción respecto al año anterior prácticamente imperceptible.

Valoración. Resultados positivos aunque esperados, puesto que el CEO de la compañía ya había anunciado este comportamiento. Bien en todas las divisiones salvo en Infraestructura & Networks. A nivel operativo buen comportamiento en este 1T.09. A pesar de esta buena evolución operativa se mantienen dudas razonables en los principales negocios, puesto que el entorno es muy desfavorable (especialmente en Italia) con una reducción de tarifas que se van a mantener estables. Además el endeudamiento ha vuelto a registrar un ligero apuntamiento cuando debería haber reflejado un ligero descenso. La deuda sigue siendo muy alta.

Recomendación: MANTENER.