

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	9.000,60	-2,90
EUROSTOXX 50	2.357,30	-2,77
FTSE 100	4.331,37	-2,13
DAX 30	4.727,61	-2,61
CAC 40	3.152,90	-2,42
DOW JONES	8.284,89	-2,18
S&P	883,92	-2,69
NASDAQ	1.664,19	-3,01
NIKKEI	9.054,10	-3,07

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.989,50	-2,99
BRENT	56,82	-3,04
BUND ALEM	121,32	0,37
TREASURY 10A	121,78	0,63

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3564	1,3701
USD/JPY	95,57	96,54

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,62	0,59
USA	0,90	0,81

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,43	2,42	2,04
5-10	1,20	1,19	0,90
10-30	0,55	0,54	0,80

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,60	1,56	0,23	0,09
5 ^A	2,82	2,79	0,31	-0,16
10 ^A	4,02	3,98	0,62	-0,53
30 ^A	4,57	4,52	0,36	-0,69

INDICE FONDOS INVERSIÓN

MARZO	2009
0,32	-1,46%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,17	1,17
J09	1,13	1,13
S09	1,26	1,26
D09	1,33	1,35

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
MAN	A1	5,375	4 a	+305
MAN	A1	7,25	7 a	+425
BNP (Coverd)	Aaa / AAA	2,875	3 a	+85
TPSA	A3 / BBB+	6	5 a	+340
BANCO SABADELL	Aa3 / A	4,375	3 a	+240
KFW	AAA	2,25	3 a	+20
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

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

□ Nuevas pérdidas en los mercados ayer miércoles que de nuevo dieron continuidad a la sana recogida de beneficios impuesta en la semana y que está sirviendo para consolidar la desproporcionada subida de las semanas previas. Como no podía ser de otra manera los bancos y las compañías de seguros fueron responsables en gran medida del desplome, entre otras cuestiones, por la influencia de las pérdidas de la banca americana. Aegon (-14,2%), Fortis (-12,1%) o ING (-10,3%), lideraron esas pérdidas también es cierto por unos muy malos resultados. Muy pocos valores cerraron en positivo destacando Unilever (+3,5%), gracias a los mensajes dados desde la compañía en torno a su programa de ajuste. En nuestro mercado sólo IBLA (+0,7%) se atrevió a cerrar en positivo después de que publicase unos pésimos resultados la jornada anterior. En nuestro mercado, a diferencia del resto de europeos, las pérdidas estuvieron lideradas por valores de corte muy diverso, FER (-7,3%), GAM (-6,2%) y BME (-6,0%), pero con un denominador común, todos ellos lideraron el rally de la Bolsa española.

□ La jornada se saldó con compras importantes tanto en la curva europea como la estadounidense, donde pesó de manera notable un resultado bastante negativo de las ventas al por menor estadounidenses en abril. De esta forma, parece que no todos los datos macroeconómicos empiezan a apuntar hacia una estabilización de la caída de actividad. Dichas compras estuvieron más concentradas en el tramo corto de la curva en Alemania, mientras que en EE.UU. lo estuvieron en el largo, propiciando movimientos diferentes en las pendientes de ambas curvas. En el caso estadounidense, tiene cierto sentido ya, que con unos tipos en el 0,25% y perspectivas de mantenimiento, el tramo corto se mantiene muy sujeto, por lo que sería el 10 años el que reaccionaría, mientras que en el caso de Europa parece que podría haber más campo de acción en el descenso de tipos por parte del BCE.

□ En ratings destacó cómo Moody's rebajó a Bayerische Landesbank desde Aa2 hasta A1 y dejó en bono basura a SLM pasándolo de Baa2 hasta Ba1.

PREVISIONES PARA EL DIA

□ Hoy habrá algunos indicadores macroeconómicos importantes, ya que los más relevantes se publicarán mañana. En la zona euro destacará el registro preliminar del PIB español del primer trimestre de este año, además el informe mensual del BCE. En EE.UU. lo más destacado serán los precios de producción de abril, que podría servir de proxy para los precios al consumo de ese mismo mes que se conocerá mañana y las demandas de desempleo.

□ En materia de comparecencias, del BCE las más destacadas serán una de Stark (18:20) y otra de Papademos (10:00). De la Fed no se espera ninguna de importancia.

□ En principio los datos macroeconómicos de hoy tienen una relevancia relativamente baja para el comportamiento del mercado. En este aspecto es posible que lo más destacado sean las demandas de desempleo en EE.UU., las cuales, después de la mejora en el registro de la semana anterior, de ofrecer un sesgo similar en este día, podría provocar cierta presión alcistas sobre las TIRAS de gobierno.

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.
					9:00	Esp	PIB (P)	-1,8% t/t	-1,0% t/t
					10:00	UME	Informe mensual BCE		
					14:30	EEUU	Precios de producción	-3,7% a/a	-3,5% a/a
					14:30	EEUU	Precios de producción suby	3,4% a/a	3,8% a/a
					14:30	EEUU	Demandas de desempleo (m)	610	601

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

Las ventas al por menor de abril presentaron un resultado muy negativo

Comentario: Las ventas minoristas del mes de abril reflejaron un descenso mensual del 0,4%, lo que supuso un registro peor de lo esperado por el mercado que manejaba un mantenimiento en los niveles de marzo. Exceptuando el componente de autos el sesgo fue igualmente negativo, contrayéndose en un 0,5% mensual cuando el consenso anticipaba una subida del 0,2%. Todo ello se tradujo en una continuidad de la tendencia descendente de las referencias interanuales, alcanzando la segunda de ellas un mínimo de la serie histórica que nos ofrece Bloomberg y que comienza en enero de 1993. Cabe destacar que, en principio, el efecto de los precios al consumo no contribuyó a la caída, ya que el mercado anticipa una subida mensual de la referencia para ese mes, lo cual favorecería una subida de las ventas nominales, que es como se publican. En la descomposición se pudo observar una notable debilidad de partidas como la de electrónica (-2,8% mensual), ventas en estaciones de gasolina (-2,3%), alimentación (-1,0%), además de muebles y vestidos (-0,5% en cada uno). En el lado contrario, destacó el componente de salud con un incremento del 0,4% (mayor subida de la descomposición). Ello ofrecería señales de un patrón de consumo bastante defensivo, típico en momentos de fuerte debilidad económica.

Los inventarios de negocio descendieron en marzo pero continúa el desequilibrio entre los mismos y la demanda

Comentario: Los inventarios de negocio descendieron en un 1,0% mensual lo que supuso un registro un poco menos bajo de lo que manejaba el consenso (-1,1%), siendo, además, el dato anterior revisado a la baja en una décima hasta el -1,4%. A esta caída contribuyeron la práctica totalidad de los componentes, si bien el más destacado fue el de comercio mayorista con una contracción del 1,6%. Pese a todo, el desequilibrio existente entre los stocks acumulados y las ventas sigue siendo muy importante manteniéndose el ratio entre ambas variables en un 1,44. Ello fue consecuencia de un descenso más importante de las ventas (-1,6%) que ayudó a compensar la contracción de los inventarios. Cabe destacar que este desequilibrio sería uno de los factores que presiona a la baja la actividad productora y hasta que no se corrija dicho elemento seguirá penalizando estos registros.

Ayer también se publicaron los precios de importación del mes de abril pasando de un registro interanual del -15,3% a un -16,3%, lo que supuso un dato algo menos negativo del -16,8% que se manejaba en un principio.

Además, también se conocieron las solicitudes de hipotecas de la semana pasada descendiendo en un 8,6% respecto a la anterior.

Por último, decir que los inventarios semanales de crudo se saldaron con un resultado muy negativo descendiendo tanto los de petróleo como los de gasolina en más de cuatro millones de barriles (se manejaba un incremento de un millón y un mantenimiento respectivamente) y con un crecimiento de los destilados menor intenso de lo que se manejaba (922.000 frente a un 1.200.000).

Zona Euro

El registro de inflación de Francia en abril sorprendió a la baja

Comentario: La inflación francesa de abril reflejó una desaceleración desde el 0,3% hasta el 0,1%, lo que supuso un registro más bajo de lo estimado por el consenso (0,2%). En términos armonizados también se produjo una desaceleración, en este caso de tres décimas, hasta el 0,1% cuando el consenso marcaba una expectativa del 0,2%. La desaceleración del registro se fundamentó en los componentes de alimentos frescos (de 1,4% a -0,7%) y energía (de -12,9% a -13,8%) ya que el resto mantuvieron una relativa estabilidad. De esta forma, se observa como, hasta la fecha, los precios en Francia marcan registros muy bajos por partidas determinadas y no se debe a una debilidad de la totalidad de los componentes lo que, por ahora, reduciría un contexto de deflación en la economía.

El dato de inflación española de abril también sorprendió a la baja

Comentario: El registro final de inflación española del mes de abril reflejó un descenso del 0,2% lo que supuso situarse una décima por debajo de las expectativas del mercado, que manejaba un mantenimiento en los niveles que marcó el dato preliminar y del mes anterior (-0,1%). En cualquier caso, parece que una buena parte de la caída se pudo deber a los alimentos frescos y a la energía, ya que el dato subyacente consiguió mantenerse en niveles de 1,3% cuando la previsión marcaba una desaceleración de una décima. Así, se observó cómo el componente de alimentación y bebida pasó de un 0,6% a un -0,1%, mientras que la caída del precio del crudo con respecto al mismo mes del año anterior se pudo ver en la partida de transporte y combustibles de hogar. En el primer caso se produjo una contracción del 7,7% y en el segundo se pasó de un +4,0% a un +1,6%.

La producción industrial de la zona euro de marzo continuó con su notable tendencia bajista

Comentario: La producción industrial de la zona euro continuó con su tendencia descendente en el mes de marzo pasando de una caída del 19,8% a una del 20,2%. De esta forma, el registro se situó bastante por debajo de las previsiones del consenso del mercado (-17,6%). En la descomposición se pudo observar caídas muy fuertes en todos los componentes, en la línea de los meses anteriores, destacando los bienes intermedios con una contracción del 27%.

Reino Unido

Ayer se publicó el informe trimestral de inflación del Reino Unido marcando unas perspectivas de inflación bastante pesimistas donde no se alcanzaría el objetivo del 2,0% hasta el año 2012. De esta forma se siguió remarcando los riesgos deflacionistas de la economía.



BKT amplia capital para cubrir el 85% de la compra de LDA

Comentario. BKT comunicó ayer que ampliará capital por importe de 361,4 Mn € (67,5 Mn de nuevas acciones a 5,35 €/acción) lo que supone un 16,6% sobre sus títulos actuales y un descuento del 38,8% respecto al precio de cierre de cotización de ayer. Este aumento de capital tiene como finalidad fortalecer el ratio de capital de la entidad tras la reciente compra del 50% de LDA (85% de los 426 Mn € que le costará a BKT comprar el 50% de la participación que le falta en LDA). Los actuales accionistas tendrán derecho de suscripción preferente siendo necesario 6 derechos de suscripción preferente para suscribir una nueva acción. El periodo de ejercicio de los derechos de suscripción preferente tendrá una duración de 15 días naturales y comenzará una vez registrado el correspondiente folleto informativo en CNMV. Credit Agricole ha comunicado a BKT que apoyará la ampliación y suscribirá la parte proporcional que corresponda a su participación accionarial (20,1%). El resto del dinero que le falta para completar la transacción (64,6 Mn €) los obtendrá del pago de un dividendo extraordinario que repartirá la aseguradora de 180 Mn € de los cuales la mitad le corresponde a BKT.

Valoración. Ya en la presentación de resultados del 1T.09 BKT comunicó que con la compra de LDA no permitiría que cayesen sus ratios de capital (Core Capital del 6,5%) con lo que ha decidido llevar a cabo esta ampliación de capital. Hay que tener en cuenta que la operación, aunque sirva para mantener la solvencia de la entidad, tendrá un efecto dilutivo del -14,2%. Con esta noticia es de preveer cierta debilidad sobre el valor a corto plazo. Mantenemos nuestra recomendación de **VENDER**.

RESULTADOS ESPAÑA



Publicación de Resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS			
	1T.09	1T.08	%
Ingresos	13.703	13.896	-1,4%
Telefónica de España	4.913	5.131	-4,2%
Telefónica LatAm	5.403	5.158	4,7%
Telefónica O2 Europe	3.245	3.472	-6,5%
Oibda	5.354	5.376	-0,4%
<i>Mg. Oibda</i>	<i>39,1%</i>	<i>38,7%</i>	
Telefónica de España	2.402	2.597	-7,5%
Telefónica LatAm	2.081	1.877	10,9%
Telefónica O2 Europe	883	912	-3,2%
Oi	3.290	3.099	6,2%
<i>Mg. Oi</i>	<i>24,0%</i>	<i>22,3%</i>	
Bº Neto	1.690	1.538	9,9%
<i>Mg. Neto</i>	<i>12,3%</i>	<i>11,1%</i>	

Comentario. Los resultados de Telefónica estuvieron marcados por una debilidad superior a la esperada en España, en el negocio de móviles principalmente, con un crecimiento de clientes muy reducido y los accesos muy limitados. Los ARPU de voz cayeron un -12%, por encima de nuestra estimación del -8%, compensados en parte por un suave incremento del ARPU de datos. Mal el roaming, tanto en in como en out. La debilidad de la demanda en los servicios de voz en España hizo el resto. Sorpresa positiva en cambio en LatAm, que superó las previsiones registrando un buen comportamiento en casi todos los países. Tan sólo Brasil, y ya se esperaba, estuvo algo más débil, pero otros como Venezuela, Colombia y sobre todo Argentina y Perú crecieron fuertemente. Suave mejora también en el negocio de O2 Europe, especialmente en Alemania.

Valoración. Resultados muy alineados con nuestras estimaciones (Ventas 13.703 Mn € vs 13.824 Mn € InversegurosE y Ebitda 5.354 Mn € vs 5.410 Mn € InversegurosE), que sin embargo no pudieron reflejar una sorpresa más positiva cumpliendo simplemente con las expectativas. Comportamiento peor de lo esperado en el negocio doméstico, lastrado por el negocio de móviles, peor en ARPU y MoEs. Esto sin embargo se compensó con una mejora en el negocio de LatAm que funcionó por encima de las expectativas y que ha servido para despejar parte de las dudas que afectan a estos mercados. Pese a que llevamos meses escuchando rumores de dificultades en LatAm, el negocio sigue mostrando una extraordinaria solidez, con crecimientos de Ebitda de doble dígito. Muy sólido el negocio en Argentina y Perú. También la división europea ha mejorado nuestras previsiones. La compañía mantiene su solidez en el flujo de caja operativo y en endeudamiento (2,1x Ebitda en 1T.09), que tenderá a ir reduciéndose en los próximos periodos del año. Telefónica además confirmó guías, objetivos y dividendo. El esperado anuncio de recompra de acciones con el que se especulaba en los últimos días no ha llegado finalmente en esta comunicación de resultados. Pese a que no somos ajenos a las posibles dificultades que Telefónica podría encontrar en diferentes aspectos, particularmente el regulatorio en algunos de sus negocios, así como en la presión competitiva en España y Europa, estas no se materializan y la compañía sigue reflejando muchas más fortalezas que amenazas. Seguimos viendo un claro potencial en la operadora y mantenemos nuestra recomendación de **COMPRAR**, con precio objetivo **19,8 €/acc.**



Publicación de Resultados 1T.09.

PÉRDIDAS Y GANANCIAS

	1T.09	1T.08	% Var
Ventas	1.395	1.562	-10,7%
Ebitda	196	231	-15,2%
<i>Mg Ebitda</i>	14,1%	33,5%	
Energía	131	148	-11,5%
Infraestructuras	46	52	-11,5%
Inmobiliaria	13	21	-38,1%
Logística y Transportes	-5	-15	-66,7%
Medioambiente y servicios urbanos	9	12	-25,0%
Otros	5	15	-66,7%
ajustes	-4	-2	100,0%
Ebit	91	138	-34,1%
<i>Mg Ebit</i>	6,5%	22,2%	
Bº Neto	149	154	-3,2%
<i>Mg Neto</i>	10,7%	19,0%	

Comentario. Resultados que no nos han convencido, mostrando debilidad en todas las líneas de negocio. Es especialmente llamativo el comportamiento de energía, que acusa el impacto de la caída del precio del pool con respecto al trimestre pasado y un mal comportamiento de la producción. Tampoco el área de aerogeneradores ha funcionado. En el resto de divisiones seguimos asistiendo al comportamiento de trimestres anteriores. Mal en Infraestructuras (salvo Concesiones) y Medioambiente y Servicios Urbanos también afectado por la venta de algunos activos. Muy mal en Logística y Transportes, así como en Inmobiliaria. Ambas divisiones siguen arrastrando un mal comportamiento y no parece que vayan a mejorar en el medio plazo. A nivel de beneficio neto la aparición de extraordinarios y diferencias positivas de cambio han afectado positivamente.

Valoración. Se nota Endesa. Resultados poco o nada convincentes. Sin la aportación de la eléctrica y con un mal comportamiento de la división de energía, el resto de divisiones adolecen de una profunda debilidad dado el momento económico y las dificultades de la construcción y el mercado inmobiliario. Desastre en Handling, con un comportamiento muy negativo, si bien el mismo viene explicado por la pérdida de contratos del año anterior. La atención seguirá fijada en la venta de activos de Endesa hasta que se complete definitivamente la operación y, en principio, pensamos que esto será suficiente para mantener la cotización de la compañía a pesar del mal momento del resto de divisiones. La entrada de caja mejorará sustancialmente sus niveles de endeudamiento y la inclusión de nueva potencia renovable por el pacto con Enel, será muy beneficioso para el único negocio que en los momentos actuales puede funcionar en la compañía, que es energía. Una mejora en los niveles de precio de pool, que por el momento se mantienen estancados en niveles muy bajos también afectaría positivamente. En lo que respecta a las demás divisiones, la compañía debe mantener la vigilancia sobre la estructura de costes y debería iniciar el proceso de desinversiones de algunos negocios poco rentables. No obstante sus niveles de cotización no son exigentes, y a lo largo de 2T.09, ésta agradecerá el adelanto del ejercicio de la put de Enel. **Recomendación: COMPRAR.**

RESULTADOS EUROPA



Publicación de resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS		
Mn €	1T.09	% Var a/a
Primas Brutas Vida	11.889	-1,4%
Primas Brutas No Vida	6.590	3,4%
Ingresos Totales Primas	18.479	0,3%
Beneficio Operativo Vida	563	-4,0%
Beneficio Operativo No Vida	449	-21,1%
Beneficio Financiero	92	2,9%
Beneficio Neto	104	-88,6%

Comentario. Generali presentó ayer un Beneficio Neto por importe de 104 Mn € vs 910 Mn € registrados en el 1T.09, aunque mejorando respecto a los publicados en el 4T.08. El beneficio operativo ha alcanzado los 1.008,9 Mn €, lo que supone un -12,6% respecto del ejercicio anterior, siendo el ramo de No Vida el que ha contribuido en mayor medida a este descenso (-21,1% respecto del 1T.08) debido fundamentalmente a la evolución del ratio combinado que empeora (96,3% vs 93,1% del 1T.08) debido al incremento en la siniestralidad provocada por los daños que las tormentas han dejado en Francia y España además de la mala situación del sector del automóvil. El seguro de Vida, aunque con un comportamiento flojo en primas, parece mantener mejor posición relativa en cuanto al beneficio operativo respecto al negocio de No Vida. Cabe destacar que la cifra de APE⁽¹⁾ disminuye un -12,4% (-6% sin contar el efecto positivo que las pólizas de pensiones en Alemania tuvo sobre este ratio el 1T.08). Los resultados financieros se incrementan un +2,9% mostrando el mejor comportamiento de los mercados y de la operativa de trading principalmente en Italia. Siguiendo el programa de reestructuración llevado a cabo por la entidad, los gastos se reducen un -1,1% en términos comparables. Los beneficios acumulados en estos primeros 9 meses han sido de 1.670 Mn € (-29% respecto de los 9M.07). En cuanto al tema de las inversiones, Generali mantiene su política de prudencia manteniendo un equilibrio entre riesgo y rentabilidad a medio y largo plazo, incluyendo la utilización de derivados y coberturas.

Valoración. Los resultados presentados por la entidad muestran una clara desaceleración provocada principalmente por la situación económica actual, aunque con signos de mejora respecto de un complicado 4T.08. Como outlook la entidad ha comunicado que su objetivo ahora es el de contener la caída del resultado técnico del negocio de No Vida, a través de acciones específicas para mejorar la eficiencia, trabajar en los precios de las pólizas y mantener una política de prudencia en las inversiones. Seguimos defendiendo nuestra posición de infraponderar el sector y por ello mantenemos nuestra recomendación **VENDER**.

(1) 10% de las primas únicas + 100% de las primas anuales.

E.ON



Publicación de Resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS			
	1T.09	1T.08	% Var.
Ventas	25.935	22.839	13,6%
Central Europe	12.279	10.618	15,6%
Pan European Gas	8.560	8.036	6,5%
UK	3.214	3.350	-4,1%
Nordic	1.015	1.202	-15,6%
US Midwest	586	504	16,3%
Nuevos Negocios/Ajustes	281	-871	-
Ebitda Ajustado	3.973	4.084	-2,7%
<i>Mg. Ebitda</i>	15,3%	17,9%	
Ebit Ajustado	3.100	3.279	-5,5%
<i>Mg Ebit</i>	12,0%	14,4%	
Central Europe	1.651	1.601	3,1%
Pan European Gas	824	1.019	-19,1%
UK	75	269	-72,1%
Nordic	223	353	-36,8%
US Midwest	133	98	35,7%
Nuevos Negocios/Ajustes	194	-61	-
Beneficio Neto Ajustado	1.801	1.840	-2,1%
<i>Mg Neto</i>	6,9%	8,1%	

Comentario. La división de Central Europe se vio afectada por los bajos volúmenes, las dificultades en el output nuclear y el mal entorno de precios, sin embargo la aportación de la nueva potencia en Francia ha logrado compensar la evolución de este negocio. Muy mal en Pan European Gas, especialmente en el negocio regulado por la debilidad del negocio de transporte y la caída de tarifas. Suave caída también en los volúmenes. Mal también en upstream. UK sigue siendo uno de los negocios más débiles y continúa con la tendencia del año pasado. Unido al mal comportamiento de la divisa, hay que tener en cuenta el plan de eficiencia energética lanzado por el gobierno británico, que está perjudicando a esta división. Nordic ha acusado la venta de los activos hidroeléctricos (Statkraft) que durante el año pasado tan buenos resultados le produjo. US Midwest por el contrario mejora sensiblemente impulsado por una mejora operativa tanto en el negocio eléctrico como el de gas y un tipo de cambio más favorable.

Valoración. Flojos resultados pero ya esperábamos que esto sucediese. La compañía ha tenido que enfrentarse a un periodo en el que casi todo se ha visto en su contra. Debilidad de la demanda, ralentización industrial en Alemania, mal comportamiento de los precios mayoristas, regulación muy desfavorable en el negocio de transporte, tarifas a la baja, debilidad de la Corona sueca y de la Libra esterlina, debilidad de la economía de los países del este, caída del precio del gas... Tan sólo el tipo de cambio de su negocio de US Midwest y un buen comportamiento de los volúmenes le ha favorecido. Esto pone de manifiesto que E.On se encuentra pasando a nivel operativo por su peor momento. La compañía sigue haciendo un esfuerzo de eficiencia y de ahorro de costes que se hace especialmente relevante en lo que respecta al aprovisionamiento. Pese a todo esto, su cotización ya recoge ampliamente todos estos factores negativos que pensamos que, por otro lado, no se pueden prolongar durante todo el año. De cualquier manera en nuestra valoración ya hemos recogido este escenario marcadamente conservador durante 2009 y 2010, respetando las guías ofrecidas por la compañía en marzo, y todavía encontramos recorrido, pese al buen comportamiento del valor en el mes de abril, motivo por el cual mantenemos nuestra recomendación de **COMPRAR**.

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).

ING



ING publica resultados 1T.09.

BAI principales unidades de negocio		
Mn €	1T.09	% Var a/a
Seguros Europa	-75	-122,1%
Seguros América	-510	-341,7%
Seguros Asia / Pacífico	-149	-181,9%
Centro corporativo	-245	469,8%
Total seguros	-979	-241,9%
Banca Corporativa	506	-11,2%
Banca retail	139	-78,2%
ING Direct	44	-71,6%
Centro corporativo	9	-79,0%
Total bancos	698	-50,3%
Resultado Neto	-793	-151,5%

Comentario. Aunque mejores resultados que los presentados en el 4T.08, ING vuelve a contabilizar pérdidas en el primer trimestre del año, con -793 Mn €, que incluyen -51 Mn € por la venta del 70% de la participación de ING en ING Canadá, 329 Mn € de costes derivados del proceso de reestructuración de la entidad y los -109 Mn € de pérdida por los créditos fiscales no cobrados como consecuencia de transferir el 80% del riesgo de las hipotecas Alt A al gobierno holandés mediante el "Illiquid Asset Back-up Facility". Sin tener en cuenta estos elementos no recurrentes las pérdidas serían de -305 Mn € (-119,5% a/a). La unidad de banca es la única que ha generado beneficio que asciende a 698 Mn €, mientras que la actividad aseguradora vuelve a registrar pérdidas por valor de -979 Mn € (-2.469 Mn € 4T.08). ING alude a las duras condiciones de mercado, y la decisión por parte del Grupo de reducir el riesgo de su cartera de renta variable tanto en Japón como en EEUU. En este trimestre, el impacto de las turbulencias del mercado ha tenido un impacto de -1.707 Mn € vs -5.037 Mn € registrados durante el ejercicio 2008. Las correcciones valorativas disminuyen (-290 Mn € vs -2.049 Mn € del 4T.08) debido principalmente a la transferencia del 80% del riesgo de ciertos activos al gobierno holandés. Los ratios de capital permanecen sólidos, siendo el Core Tier 1 del 7,5%, en gran parte gracias al "Illiquid Asset Back-up Facility", que al transferir el riesgo permiten que estos activos no consuman capital. ING se encuentra inmerso en su compromiso de reducir la complejidad del grupo enfocándolo a menos negocios y mercados, seguir tomando medidas para reducir el riesgo de su balance (actualmente se han reducido 79 Mn € de los 110 Mn € que tienen como objetivo) y recortar costes.

Valoración. Los resultados publicados por la entidad siguen mostrando un fuerte deterioro en todas las unidades de negocio de la entidad, siendo el área aseguradora la más perjudicada. Sin embargo, hay que tener en cuenta que detrás de estas cifras está el hecho de que el Estado holandés ha alcanzado un acuerdo por el cual cubre el 80% de las hipotecas Alt-A de ING Direct e ING Insurance en EEUU. Esto supone una transferencia de riesgo al Estado a la vez que mantiene la titularidad de los activos en riesgo, lo que permite además consumir menos capital. Dado que el nivel de riesgo desaparece notablemente y que la entidad está trabajando para disminuir sus activos en riesgo, reducir costes y complejidad de sus negocios, seguimos apostando por nuestra recomendación de **MANTENER**.

ALLIANZ



ALLIANZ publica resultados 1T.09

CUENTA DE RESULTADOS		
Mn €	1T09	% Var a/a
Ingresos Totales Primas	27.700	2,8%
Beneficio Operativo No Vida	970	-34,4%
Beneficio Operativo Vida	402	-31,7%
Beneficio operativo de Servicios Financieros	198	-22,4%
Beneficio operativo de Corporate	- 172	45,8%
Beneficio operativo	1.424	-35,5%
Operaciones discontinuadas (Dresdner)	- 395	70,3%
Beneficio Neto	29	-97,5%

Comentario. Resultados por encima del consenso que atribuía a la entidad pérdidas en el trimestre por importe de 524 Mn € vs los 29 Mn € de beneficio que ha conseguido contabilizar en los primeros tres meses del año. Los resultados siguen presentando importantes caídas respecto de los registrados en el 1T.08 aunque dando muestras de mejora respecto del 4T.08. Tras la venta de Dresdner a Commerce Bank, que se cerró enero de 2009, Allianz ha tenido que registrar 395 Mn € adicionales derivados de los costes de dicha venta. Todas las unidades de negocio han sufrido bajadas en su resultado operativo, que en global ha caído -35,5% respecto 1T.08 alcanzando los 1.424 Mn €. El área de Vida ha sido la que mejor comportamiento relativo ha registrado, dando las primeras señales de recuperación después de las pérdidas registradas en el 4T.08. En cuanto al negocio de No Vida, se ve perjudicado en la comparativa con el ejercicio anterior por los extraordinarios registrados en el 1T.08 tras la venta de inmuebles de uso propio en Alemania por 238 Mn €. El ratio combinado empeora, aumentando desde el 94,8% al 98,5% debido al incremento de la siniestralidad.

Valoración. Allianz parece empezar a mostrar signos de mejora tras las importantes pérdidas registradas en trimestres anteriores. Consideramos que la venta de Dresdner funcionará de catalizador, ya que durante 2008 ha sido un gran lastre para la entidad. Allianz está demostrando tener un negocio tanto de Vida como de No Vida fuertes que empiezan a recuperarse consiguiendo ambas beneficios al cierre del 1T.09. Niveles de solvencia razonables aunque peores que los del cierre de 2008 (159% vs 161% del 4T.08). La poca visibilidad existente en el sector nos lleva a mantener nuestra **recomendación de VENDER**

UNICREDITO



Publicación de resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS		
Mn €	1T.09	% Var a/a
Mg. Intermediación	4.704	3,7%
Comisiones Netas	1.846	-25,0%
Mg. Ordinario	6.562	1,8%
Gastos personales	2.296	-8,0%
Gastos generales	1.324	-9,3%
Mg. Explotación	2.740	18,6%
Beneficio Neto	447	-57,9%

RATIOS RELEVANTES		
Mn €	1T.09	1T.08
Eficiencia	58,2%	64,2%
Core TIER I	6,4%	5,5%
ROE	4,0%	9,5%
Morosidad	3,6%	2,8%

Comentario. Resultados algo por debajo de consenso donde destaca un margen de intermediación flojo respecto a la evolución mantenida a lo largo de los últimos trimestres (-10,5% respecto del 4T.08) consecuencia del impacto de la evolución de los tipos de cambio de monedas de Europa del este frente al euro, los bajos tipos de interés y los menores volúmenes. Las comisiones siguen presentando un comportamiento muy negativo debido a la salida de patrimonios del área de Gestión de Activos y a la ralentización en el crecimiento de las comisiones en la división de Corporate que en el 4T.08 experimentó, en esta partida, el mejor resultado de todo el ejercicio 2008. El resultado por operaciones financieras muestran un mejor comportamiento que en trimestres anteriores, aunque siguen contabilizando pérdidas por importe de -93 Mn €, mostrando síntomas de recuperación de las turbulencias vividas en los mercados en el trimestre anterior. Fuerte contención en costes con bajadas del 8-9% respecto del 1T.08 que permite a la entidad mejorar los ratios de eficiencia del 58,2% vs 62,1% con el que cerró 2008. Muy altas nuevamente las provisiones que ascienden a -1.650 Mn debido al incremento del coste del riesgo en la CEE y la ralentización en el crecimiento en las unidades de Retail y Corporate. Destaca el flojo comportamiento de la división de retail con caídas respecto del 1T.08 ya desde el margen de intermediación. En contraposición destaca la evolución del área de MIB (Market & Investment Banking) que consigue registrar un beneficio de 189 Mn € en el trimestre tras las pérdidas de -1.433 Mn € del trimestre anterior.

Valoración. Los resultados de Unicredito muestran una clara desaceleración en el crecimiento de los márgenes debido al entorno económico actual, siendo las áreas de MIB y de la división de la CEE las que han mostrado un mejor comportamiento en el trimestre, con crecimientos de doble dígito en márgenes. Las altas provisiones registradas en la unidad de la CEE no permiten que estos fuertes incrementos en márgenes se trasladen a resultados, consecuencia del peor entorno macro de estos países. En cuanto al negocio de retail y corporate muestran en el trimestre signos de desaceleración siendo las unidades core de Unicredito. Vemos como factor positivo la capacidad para controlar costes que ha demostrado la entidad aunque no pensamos que esta tendencia pueda mantenerse en el largo plazo, aunque los efectos sobre los menores resultados serán cada vez más patentes dados el entorno macroeconómico actual. No vemos problemas de capital con un Core Capital del 6,38% (sin tener en cuenta los bonos del Gobierno). Nos sigue preocupando la evolución de los países de la CEE que a pesar de haber registrado unos buenos resultados en el trimestre empiezan a reflejar el deterioro que está sufriendo alguna de sus economías donde destaca la situación de Rusia, Ucrania y República Checa que han visto crecer sus activos ponderados por riesgo. Dada la incertidumbre del sector y de la posible evolución de sus distintas áreas de negocio mantenemos nuestra recomendación de **VENDER**.