

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.650,10	9,42
EUROSTOXX 50	2.515,24	5,61
FTSE 100	4.242,54	8,05
DAX 30	4.808,69	-0,31
CAC 40	3.402,57	9,23
DOW JONES	8.990,96	-0,82
S&P	930,09	-1,11
NASDAQ	1.657,21	0,47
NIKKEI	9.029,76	9,96

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.575,50	8,94
BRENT	68,03	9,37
BUND ALEM	116,96	-0,22
TREASURY 10A	113,80	-0,55

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3169	1,2785
USD/JPY	98,49	96,86

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,64	0,62
USA	0,54	0,54

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	1,44	1,37	1,26
5-10	0,77	0,67	0,64
10-30	0,42	0,39	0,52

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	2,99	3,00	0,46	0,72
5 ^A	3,66	3,70	0,51	0,32
10 ^A	4,42	4,37	0,64	-0,08
30 ^A	4,85	4,76	0,54	-0,75

INDICE FONDOS INVERSIÓN

SEPTIEMBRE	2008
-2,08	-4,83%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
D08	3,76	3,75
M09	3,21	3,19
J09	2,96	2,96
S09	2,91	2,91

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PLAZO	SPREAD
HBOS	Aaa / AAA	3,875	2 a	+20
BARCLAYS	Aaa / AAA	4,25	3 a	+25
NED. GASUNIE	Aa2 / AA-	6,0	5 a	+195
VILLE DE PARIS	Aaa / AAA	4,75	13 a	+40
RZB	Aa2 / A+	5,875	1 a	+81

PERSPECTIVAS DE MERCADO

SESIÓN ANTERIOR

La anticipación de que la Fed pudiera recortar los tipos de referencia, movimiento que se confirmó con los mercados ya cerrados, llevó a que las bolsas europeas se dieran un respiro y subieran con fuerza. En nuestro mercado los blue chips fueron los que más tiraron del índice, con SAN (+14,3%), BBVA (+14,0%), REP (+11,7%) y TEF (+10,8%). CIN (+10%) publicó sus cifras del trimestre. FCC (+5,1%) estuvo entre los más rezagados a pesar de la presentación que hizo a los inversores de su actividad de servicios medioambientales. BKT (-0,5%) fue el único valor que cerró en pérdidas.

En el resto de Europa, los valores alemanes fueron los que más se animaron. Así, Allianz (+26,3%), Siemens (+24,1%), Daimler (+21,5%), E.On (+19,9%) y BASF (+19,3%) coparon los puestos más altos. Volvió a destacar la automovilística VW que se desmarcó claramente del conjunto del mercado y se desplomó un -45,3% tras haberse disparado las sesiones anteriores como resultado del cierre de posiciones cortas.

La dinámica de subida de TIREES con la que empezó la jornada continuó a lo largo de la misma, apoyada en un resultado algo más positivo de lo que se esperaba en los pedidos de bienes duraderos en EE.UU.. Así, la curva experimentó una ampliación de su pendiente por mayor tensionamiento de los tramos largos

En ratings destacó cómo S&P puso la calificación de Whirlpool en revisión negativa (BBB). Además, Moody's hizo lo propio con Deutsche Post y Telenor (A3 y A2 respectivamente) y situó el panorama de Aegon en negativo (A2).

PREVISIONES PARA EL DIA

El dato de más relevante de hoy será la primera estimación del PIB estadounidense del tercer trimestre del año del cual se espera que recoja la debilidad de la economía en ese periodo con una contracción de la actividad. En Europa lo más relevante será la confianza económica de octubre y los precios al consumo preliminares españoles de ese mismo mes. De igual forma, en Alemania se publicará la tasa de paro de septiembre.

El recorte de tipos de la Fed y los rumores que apuntan a un nuevo plan de rescate de 600.000 millones de dólares, en esta ocasión destinado al pago de hipotecas, ayuda a que la apertura en la deuda pública sea bajista en precio. Pese a que nuestra expectativa de PIB estadounidense pueda aportar cierta presión a la baja para las TIREES, no esperamos que esta dinámica de las primeras horas de negociación cambie demasiado. Destacamos cómo la Fed amplía de facilidad de swap de divisas por la cual ofrecerá un total de 120.000 millones de dólares a cuatro bancos centrales más (Brasil, Corea del Sur, Singapur y México) repartidos a partes iguales. Así, se confirma una medida más de inyección de dólares al mercado.

ANÁLISIS TÉCNICO

IBEX 35

- ✓ **Resistencia:** 10.950
- ✓ **Soporte:** 7.600

BUND (Dic 08)

- ✓ **Resistencia:** 117,80 / 118,00 / 118,30
- ✓ **Soporte:** 116,75 / 115,81 / 115,27

AGENDA MACROECONÓMICA

EMISOR	RATING	CUPON	PLAZO	SPREAD	HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
HBOS	Aaa / AAA	3,875	2 a	+20	8:45	Fran	Precios de producción	6,5% a/a	6,9% a/a
BARCLAYS	Aaa / AAA	4,25	3 a	+25	9:00	Esp	Precios al consumo armon (P)	5,9% a/a	5,9% a/a
NED. GASUNIE	Aa2 / AA-	6,0	5 a	+195	9:00	Esp	Ventas al por menor	3,8% a/a	4,6% a/a
VILLE DE PARIS	Aaa / AAA	4,75	13 a	+40	9:55	Alem	Cambio número desempleados	-10	-29
RZB	Aa2 / A+	5,875	1 a	+81	9:55	Alem	Tasa de paro	7,6%	7,6%
					11:00	UME	Confianza económica	86	87,7
					13:30	EEUU	PIB (1ª Est)	-0,7% t/t a	2,8% t/t a
					13:30	EEUU	Consumo privado	-2,4% t/t a	1,2% t/t a
					13:30	EEUU	Deflactor del PIB	4,0% t/t a	1,15 t/t a
					13:30	EEUU	Deflactor del consumo suby	2,5% t/t a	2,2% t/t a
					13:30	EEUU	Demandas de desempleo (m)	475	478

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

Los pedidos de bienes duraderos de septiembre mostraron un sesgo algo más positivo de lo esperado

Comentario: Los pedidos de bienes duraderos del mes de septiembre se saldaron con un incremento del 0,8% mensual después de una caída en el mes anterior del 5,5%. Ello supuso una sorpresa al alza para el mercado que manejaba un resultado de una caída del 1,1%. En cualquier caso, el incremento del índice se basó en gran medida en el componente de transportes ya que exceptuando dicha partida se habría reflejado una contracción del 1,1% mensual. De igual forma, la partida de defensa también ayudó al registro general ya que quitándola el resultado sería de un descenso del 0,6%.

La Fed rebajó tipos hasta el 1,0% y siguió centrándose en los riesgos para el crecimiento

Comentario: La Reserva Federal rebajó los tipos en 50 puntos básicos dejándolos en el 1,0% lo que supuso cumplir con las expectativas del mercado. En el comunicado posterior, la autoridad monetaria se centró en los riesgos a la baja para el crecimiento derivados de una fuerte debilidad en el consumo privado, el gasto en bienes de equipo, actividad industrial y exportaciones, apoyada esta última en la desaceleración global. Además, dichas perspectivas podrían profundizar aún más en este terreno en la medida que la restricción del crédito continúe. En materia de inflación el Comité se limitó a decir que las expectativas son de una moderación hasta niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Ayer también se publicaron las peticiones semanales de hipotecas, con un incremento del 16,8%, y los inventarios semanales de crudo que registraron un resultado peor de lo que se esperaba (incremento de 493.000 barriles cuando se manejaba una subida de 1.550.000).

Zona Euro

El único dato importante de ayer en la zona euro fue la referencia preliminar de inflación alemán del mes de octubre que reflejó una desaceleración más fuerte de la esperada en términos armonizados. Así, se pasó de un 3,0% a un 2,5% (una décima inferior a lo manejado por el mercado y a cinco décimas del nivel objetivo de precios para el BCE). La inflación general sí cumplió con las expectativas y se desaceleró desde un 2,9% a un 2,4%.

RESULTADOS ESPAÑA

CINTRA



Publicación de resultados 9M.08.

Mn (€)	3T.08	3T.07	% Var.	9M.08	9M.07	% Var.
Cifra de negocios	291,2	284,7	2,3%	806,9	766,5	5,3%
Autopistas	255,4	246,8	3,5%	700,0	661,0	5,9%
Aparcamientos	35,8	37,9	-5,5%	106,9	105,5	1,3%
Ebitda	199,5	199,8	-0,2%	545,9	520,5	4,9%
Mg Ebitda	68,5%	70,2%	-1,7%	67,7%	67,9%	-0,3%
B. Neto	28,3	-22,3	-226,9%	-22,7	-51,4	n.s.
Mg Neto	9,7%	-7,8%	17,6%	-2,8%	-6,7%	3,9%

Comentario. Resultados totalmente dentro de lo esperado, marcados sobre todo por una importante caída en el tráfico además de por las circunstancias de sobra conocidas en los trimestres anteriores. Descontado el efecto divisa, los ingresos habrían aumentado un 8,8%. Sobre la peor evolución de la actividad de Aparcamientos en relación a trimestres anteriores, comentar que hay un efecto perímetro muy leve (+1,3 Mn €) y una reducción en la tasa de ocupación. El margen Ebitda cae pero a nuestro juicio se trata de una caída más que asumible para el contexto que afrontan las empresas concesionarias, con una mejor evolución en la cuenta de Autopistas, ya que en Aparcamientos impacta el mayor coste de puesta en explotación de nuevos contratos. El resultado neto mejora un 50% gracias fundamentalmente a la activación de bases imponibles negativas y a que en el resultado financiero contable se produce una disminución en el diferimiento de gastos por la fortaleza del euro. Por otro lado, Cintra anunció que ejecutará su ampliación de capital liberada 1x20 con fecha tope para accionistas el 5 de noviembre.

Valoración. En contra de la opinión del mercado los resultados nos parecieron razonablemente buenos teniendo en cuenta lo mal que está evolucionando el tráfico en sus autopistas y el escenario de recesión que se dibuja de cara a 2009. De hecho, sobre un margen Ebitda a nuestro juicio "positivo", cabe destacarse que el margen propio de la actividad de Autopistas aumenta en 30 pb. No nos preocupa la peor evolución relativa en Aparcamientos ya que para el 4T08 entrarán en explotación las plazas del contrato de gestión del aeropuerto de Stansted (28.363 plazas). Nosotros pensamos que los precios a los que cotiza Cintra son bajos y se deberían de aprovechar, si bien a corto plazo estamos alineados con el sentimiento negativo de mercado sobre las empresas apalancadas y concesionarias y por la sensación de que el empeoramiento del tráfico y la recesión pueden jugar en contra de estos activos. **Recomendación: MANTENER.**

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



*Nota: Mapfre Empresas Cia Seg. y Reaseg participa en un 9,09% en el capital social de InverSeguros S.V.B.

Publicación de resultados 3T.08.

	Beneficio Neto	Socios Externos	Aportación al resultado consolidado 9M08 (Mn €)	% Var 08-07	Aportación al resultado consolidado 9M07 (Mn €)
Automóviles	234	-	234	3%	227,2
Vida	122	(3)	120	128%	52,5
Generales	121	-	121	170%	44,7
Empresas	79	-	79	117%	36,4
Salud	28	-	28	268%	7,7
Agropecuaria	9	-	9	19%	7,2
Otras actividades	(21)	0,4	(18)	-4625%	0,4
Sociedades con actividad principal en España	572	(2)	572	52%	376,1
Mapfre América	75	(8)	66	13%	58,8
Mapfre Re	77	(7)	71	15%	61,3
Mapfre Internacional	13	(2)	11	79%	6,3
Asistencia	9	-	9	32%	7,1
Sociedades con actividad principal fuera de España	174	(16)	158		134
Ajustes consolidación			(14)	na	(4)
MAPFRE SA			716	41,6%	505

Comentario: Destacamos un importante crecimiento de los ingresos por primas (13.378 Mn € actuales vs 11.372 Mn € de 9M07) como consecuencia principalmente de la consolidación contable de las sociedades en las que el Grupo ha adquirido una participación (Bankinter Vida, CCM Vida y Pensiones, Unión Duero Vida y Duero Pensiones, The Commerce Group y Genel Sigorta) o que ha absorbido (MVA) además del notable incremento de ingresos financieros originados por las operaciones de reorganización del holding Caja Madrid. El beneficio atribuido al 3T08 ha sido de 715,6 Mn de €, sin extraordinarios. Entre estos extraordinarios se encuentran pérdidas por inversiones en Lehman Brothers y en las hipotecarias estadounidenses Fannie Mae y Freddie Mac por importe de 23,6 y 21,3 Mn € respectivamente, debido a la exposición a estas entidades de la aseguradora estadounidense Commerce.

Si nos fijamos en la evolución del negocio:

a) **Vida España.** Las primas de Vida tuvieron un comportamiento bastante negativo este trimestre con un -5,7% respecto del mismo periodo del ejercicio anterior. Este descenso en las primas, se debe fundamentalmente a la mala actuación, en cuanto a volumen de captación, del canal bancario de Caja Madrid. Este mal comportamiento ha sido parcialmente compensado por un notable desempeño del canal agencial en España, cuya emisión crece un 14,8%.

b) **No Vida España.** En autos, las primas aumentan un 3,7% gracias a la integración de MVA. Del resto de unidades destacamos Salud (+9,7%). Seguros Generales crecen un +7,3%. En cuanto al ratio combinado de la unidad de Seguros Generales, mejora al 84% gracias a la reducción del peso relativo de los productos con comisiones más elevadas. En la unidad de Empresas la evolución ha sido del +6,8%, en parte debido al crecimiento de Global Risks (negocio internacional) y del ramo de Créditos.

c) **Unidad América.** Sólido crecimiento del 20,9% en primas debido fundamentalmente a la buena evolución de las primas de Seguro Directo en Venezuela, Argentina y Puerto Rico.

d) **Mapfre Re.** Se ha visto favorecida por la inclusión de Genel Sigorta, de The Commerce Group y por el crecimiento del negocio procedente de Mapfre América. El ratio de siniestralidad se mantiene a niveles aceptables y su incremento se debe a la mayor frecuencia de siniestros medianos no catastróficos y a los siniestros provocados por el huracán Iker (22 Mn €).

e) **Mapfre Internacional.** Genel Sigorta aportó 181,9 Mn € en primas y The Commerce Group 400,5 Mn € por este mismo concepto. La incorporación de Genel Sigorta ha supuesto un importante impulso en la partida de resultados financieros, el motivo es que la compañía turca tiene un gran número de sus inversiones en euros, y el euro se ha revalorizado alrededor de un 20% respecto a la lira turca.

El Consejo de Administración ha acordado abonar un dividendo activo a cuenta de los resultados del ejercicio 2008 de 0,07 euros brutos por acción, lo que supone un crecimiento del 16,7% respecto de ejercicios anteriores. Adicionalmente, se ha acordado ofrecer a los accionistas la posibilidad de reinvertir ese próximo dividendo en acciones de la compañía a un precio de emisión de 2,21 €. Para atender esta operación, la entidad realizará una ampliación de capital de un máximo de 151 Mn €.

Valoración. Consideramos que los resultados presentados por la entidad han sido buenos, aunque es difícil establecer comparativas con trimestres anteriores debido a la inclusión en el perímetro de consolidación del grupo de Unión Duero Vida y Duero Pensiones que ha hecho que los resultados del 3T08 a nivel Grupo recojan ya la contribución del negocio de seguros de Vida y Pensiones distribuidos a través de la red de Caja Duero. De la actividad desarrollada por Mapfre en España destacamos la buena evolución en Seguros Generales y en Salud, estando el negocio de No Vida por encima del mercado. En cuanto al ratio combinado en España, también ha sido muy bueno (93,8%). Desde el punto de vista internacional el crecimiento ha sido muy fuerte. **Recomendación: COMPRAR.**

BBVA



Publicación de resultados 3T.08.

CUENTA DE RESULTADOS				
Mn €	3T.08	% Var a/a	2008	% Var a/a
Margen de Intermediación	3.132	29,9%	11.786	20,6%
Margen Ordinario	4.832	14,5%	19.394	7,0%
Margen de Explotación	2.714	16,8%	10.936	3,7%
Beneficio Neto Atribuible	1.392	0,7%	6.256	2,1%
Beneficio Neto *	1.392	4,0%	5.418	0,3%

* Incluyendo No recurrentes

BALANCE			
Mn €	3T.08	3T.07	% Var a/a
Activos totales	528.795	492.674	7,3%
Créditos a la clientela (bruto)	334.844	302.040	10,9%
Recursos de clientes en balanc	251.043	236.183	6,3%

CUENTA DE RESULTADOS POR DIVISIONES 9M.08								
Mn €	Minorista Esp & Port	% Var (a/a)	Negocios Globales	% Var (a/a)	México y EEUU	% Var (a/a)	América del Sur	% Var (a/a)
Margen de Intermediación	3.477	11,0%	601	359,7%	2.794	6,2%	1.498	25,6%
Margen Ordinario	5.282	7,3%	1.489	27,3%	4.240	5,9%	2.329	15,2%
Margen de Explotación	3.410	11,7%	1.126	20,9%	2.809	10,4%	1.271	19,5%
Beneficio Neto Atribuible	1.966	10,2%	741	14,8%	1.531	7,1%	539	9,4%

RATIOS RELEVANTES		
	3T.08	3T.07
Eficiencia (*)	37,2%	36,9%
Morosidad	1,54%	0,88%
Tasa de Cobertura	126,99%	234,05%
Ratio BIS	12,30%	13,00%
Core Capital	6,4%	5,8%
ROE (*)	25,5%	35,6%

* Con amortizaciones. Sin extraordinarios

Comentario. La evolución de los márgenes fue mejor de lo esperado por nosotros y algo por encima igualmente en relación al consenso. Destacamos fundamentalmente un fuerte margen de intermediación acumulado que se incrementa un +25,5% respecto del mismo periodo del ejercicio anterior. Adicionalmente, la importante política de contención de costes llevada a cabo por la entidad en la mayor parte de sus áreas de negocio ha permitido que, independientemente del leve incremento de las comisiones, el margen de explotación se haya visto incrementado en un +14%. Importante destacar la mayor dotación de provisiones para el saneamiento de créditos (+51,3%), que ha supuesto 1.994 Mn € vs 1.318 Mn € que se habían dotado en los 9M.07. El beneficio neto ha sido de 1.392 Mn € lo que supone un -5,4% respecto del 3T.07. A diferencia de lo ocurrido en trimestres pasados, no se han registrado extraordinarios en este tercer trimestre del ejercicio. Por áreas de negocio España y Portugal estuvieron dentro de lo esperado, destacando una buena evolución de los márgenes y una atractiva contención de costes que ha permitido mejorar los ratios de eficiencia (33,8% actual vs 36,2% del 3T.07). En el negocio exterior destacamos la contribución de México que representa un 16,3% del beneficio neto del grupo y que a pesar de la desaceleración en consumo y en tarjetas, éste se ha visto compensado por la mayor actividad en hipotecas y PYMES lo que ha permitido mantener los márgenes y seguir mejorando los ratios de eficiencia. En cuanto a EEUU, en el 3T.08 se ha llevado a cabo la integración de Texas State Bank en Compass, lo que ha permitido avanzar en la implementación de la marca BBVA Compass. La mora se incrementa a nivel de Grupo hasta 1,54% con un descenso en la cobertura de dudosos hasta 127% vs 234%.

Valoración. Consideramos que las cifras presentadas por la entidad han sido buenas, sobre todo teniendo en cuenta la situación económica actual. A pesar de esto, tampoco BBVA ha podido escapar de la tónica que estamos viviendo hasta ahora en el sector y que se caracteriza por: comisiones flojas, importante pérdida patrimonial en activos fuera de balance, incremento de mora y mayor dotación de provisiones. La diferencia fundamental respecto de la banca mediana es que el negocio de BBVA está bien diversificado lo que le ofrece gran capacidad de crecimiento futuro. Adicionalmente debemos tener en cuenta la fuerte posición de la entidad en cuanto a ratios de capital: Core Capital 6,4% vs 5,8% del 4T.07 y TIER I 7,8% vs 7,3% del 4T.07. **Recomendación: COMPRAR.**

RESULTADOS EUROPA

BAYER



Publicación de resultados 9M08.

Mn €						
	3T.08	3T.07	% Var.	9M.08	9M.07	% Var.
Ventas	7.948,0	7.793,0	2,0%	24.995,0	24.345,0	2,7%
EBITDA Ajust.	1.493,0	1.559,0	-4,2%	5.574,0	5.355,0	4,1%
Mg	18,8%	20,0%	-1,2pb	22,3%	22,0%	0,3pb
Healthcare	1.018,0	953,0	6,8%	3.062,0	2.870,0	6,7%
Cropscience	207,0	167,0	24,0%	1.421,0	1.147,0	23,9%
Materialscience	255,0	421,0	-39,4%	1.034,0	1.239,0	-16,5%
Otros	13,0	18,0	-27,8%	57,0	99,0	-42,4%
EBIT Ajustado	1.493,0	1.559,0	-4,2%	5.574,0	5.355,0	4,1%
Mg	18,8%	20,0%	-1,2pb	22,3%	22,0%	0,3pb
BN	277,0	1.175,0	-76,4%	1.613,0	4.644,0	-65,3%

Comentario. La caída de los resultados se ha producido por el fuerte deterioro que ha experimentado la división de Material Science, seriamente afectada por el aumento de las materias primas y de los costes energéticos a la vez que ha experimentado interrupciones en la producción fruto de los huracanes en EEUU. Esta merma de resultados se ha podido compensar en gran medida por el crecimiento estable que ha mostrado el negocio de Salud y por el favorable entorno que ha seguido disfrutando el negocio de Agricultura. El fuerte descenso del beneficio neto se ha debido a que en el mismo trimestre del año pasado la compañía se imputó unos 900 Mn € de extraordinarios positivos por el cambio en Alemania del régimen fiscal de sociedades.

Por áreas, el negocio de **Salud** ha mantenido una evolución estable de la actividad, apoyada en el buen comportamiento de los principales productos (Yasmin, Nexavar, Betaseron y Kogenate). Adicionalmente la compañía comenzó a comercializar su nuevo compuesto Xarelto (trombosis venosa profunda) en Europa y su socio en EEUU Johnson&Johnson ha solicitado a la FDA poder iniciar su venta en EEUU. Dentro del negocio de Salud el segmento de Consumer Health (negocio OTC) ha experimentado un excelente comportamiento en el trimestre, incrementado su EBITDA un +15% gracias al crecimiento de todos sus divisiones. El área de **Cropscience** por su lado se ha beneficiado del aumento de volúmenes y de los precios, sobre todo para productos destinados a la protección de cultivos. Geográficamente las áreas de Latinoamérica, África y Oriente Medio han sido las que mayor crecimiento han experimentado, incrementándose las ventas ajustadas por tipo de cambio casi un +30%, mientras que el resto de áreas también han experimentado crecimientos positivos. Por último, el negocio químico de **MaterialScience** ha sido el que peor comportamiento ha registrado, fuertemente afectado a nivel operativo por el aumento de los costes de las materias primas y energéticos, que han restado unos 200 Mn € al EBITDA en el trimestre. También ha sufrido el impacto de los huracanes en EEUU que provocaron el cierre temporal de algunas instalaciones, a la vez que el transporte en China se vio interrumpido por la celebración de los JJOO.

Valoración. Los resultados en general han deparado escasas sorpresas, tal vez el negocio químico ha mostrado algo más de debilidad de lo esperado, aunque como hemos comentado afectado por numerosos factores adversos. La compañía de momento mantienen un tono moderadamente optimista de cara a la evolución de los resultados futuros, confirmando las que ya presentó al cierre del primer semestre. Así, mantiene su intención de lograr un margen EBITDA en Salud de 27%, del 25% para el negocio de Cropscience (adelantaría por tanto en un año la fecha prevista para ello) mientras que para MaterialScience el entorno sí que ha podido deteriorarse con respecto al cierre del segundo trimestre aunque ya en ese momento anticipó unos resultados menores con respecto al año pasado. Los resultados en nuestra opinión han servido para resaltar la cartera equilibrada de negocios de la compañía, donde el deterioro del negocio químico se ha visto compensado por el área de Salud, a la vez que el negocio agrícola también confiere a la compañía cierta estabilidad en la medida en que su evolución no depende significativamente del ciclo económico. La generación neta de caja de la compañía a su vez se mantiene sólida, debiendo superar el 6,5% de la capitalización en el conjunto del año y limitando con ello las necesidades de refinanciación de la compañía. Reiteramos nuestra recomendación de **MANTENER**.