

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8,822.90	2.00
EUROSTOXX 50	2,528.04	0.51
FTSE 100	4,291.65	1.16
DAX 30	4,869.30	1.26
CAC 40	3,407.82	0.15
DOW JONES	9,180.69	2.11
S&P	954.09	2.58
NASDAQ	1,698.52	2.49
NIKKEI	8,576.98	-5.01

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8,758.00	2.13
BRENT	61.78	-9.19
BUND ALEM	117.22	0.22
TREASURY 10A	113.94	0.12

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1.2706	1,3169
USD/JPY	97.06	98,49

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0.68	0,64
USA	0.54	0,54

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	1.45	1.44	1.30
5-10	0.82	0.77	0.66
10-30	0.37	0.42	0.49

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	2.99	2.99	0.52	0.61
5 ^A	3.63	3.66	0.52	0.31
10 ^A	4.45	4.42	0.68	-0.11
30 ^A	4.81	4.85	0.56	-0.72

INDICE FONDOS INVERSIÓN

SEPTIEMBRE	2008
-2,08	-4,83%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
D08	3.67	3.68
M09	3.11	3.11
J09	2.83	2.83
S09	2.77	2.78

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PLAZO	SPREAD
IBM	A1 / A+	6,625	5a	280
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
V. DE PARIS	Aaa / AAA	4,75	13 a	+40
RZB	Aa2 / A+	5,875	1 a	+81

PERSPECTIVAS DE MERCADO

SESIÓN ANTERIOR

Las fuertes subidas del cierre anterior tuvieron su continuidad en la sesión de ayer, aunque en proporciones mucho más moderadas. La publicación de un dato de PIB en EEUU ligeramente mejor a lo esperado contribuyó a mantener los índices en positivo. De nuestro mercado destacaron TRE (+11,3%), IBR (+8,6%), GAM (+8,0%) y ANA (+6,7%). Caídas para GRF (-10,7%), que presentó sus cifras del trimestre y UNF (-1,1%) que también publicó las suyas. TL5 (+0,2%) también ofreció sus resultados.

En el resto de Europa, buen comportamiento del sector bancario con Deutsche Bank (+17,7%), que fue otra de las compañías que presentó resultados, Credit Agricole (+11,9%), ING (+10,3%), SG (+9,8%) e Intesa (+9,4%). Bayer (-6,2%) marcó el peor registro tras ver rebajada su valoración por parte de diversos bancos de inversión, seguida de Danone (-5,8%), Unilever (-5,8%) y GDF Suez (-5,3%). BASF (-2,2%) también presentó sus cifras a la vez que emitió unas guías inciertas para el resto del año.

En la sesión de ayer las curvas de duda europea y americana evolucionaron de forma divergente. En la primera de ellas, y pese al movimiento de ventas inicial, por la tarde terminaron predominando las compras debido principalmente a declaraciones de miembros del BCE a favor de nuevas bajadas. En este sentido destacó Weber, que anteriormente se caracterizaba por ser muy agresivo, por lo que su opinión resulta aún más llamativa. En EE.UU., por el contrario, las ventas de deuda gozaron de protagonismo debido a la publicación del PIB estadounidense, que no descendió tanto como se esperaba.

En ratings sólo destacó cómo Fitch situó en outlook negativo a Deutsche Postbank, mientras que S&P redujo a Bulgaria de BBB+ a BBB y colocó en outlook negativo a Telenor. Finalmente, Moody's puso en revisión negativa a las financieras de Peugeot y de Renault (A3 ambas).

PREVISIONES PARA EL DIA

Hoy seguiremos conociendo referencias de interés tanto en EE.UU. como en la zona euro. De la primera economía destacará el informe de ingresos y gastos de diciembre, con el deflactor del gasto subyacente, principal referencia de inflación para la Fed. Otro dato de a tener en consideración será la confianza del consumidor por la Universidad de Michigan de octubre, registro final. En la zona euro habrá dos índices de importancia, por un lado el estimador de precios al consumo de octubre y por otro la tasa de paro de septiembre.

En materia de complacencias la más relevante de todas será una de Bernanke (19:00) que hablará sobre el mercado hipotecario. Así, la principal atracción podría ser si el presidente de la Fed hace algún tipo de mención al posible rescate sobre el sector subprime que se lleva barajando varios días en el 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

HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
11:00	UME	Estimados de IPC	3,3%	3,6%
11:00	UME	Tasa de paro	7,5%	7,5%
13:30	EEUU	Ingreso personal	0,1%	0,5%
13:30	EEUU	Gasto personal	-0,2%	0,0%
13:30	EEUU	Deflactor del gasto	4,2%	4,5%
13:30	EEUU	Deflactor del gasto suby	2,5%	2,6%
14:45	EEUU	Ind. Ger. Compras Chicago	49,0	56,7
15:00	EEUU	Conf. Consum Univ Michigan (F)	58,0	57,5

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

El PIB del tercer trimestre del año se saldó con una contracción menor de la esperada

Comentario: El registro de PIB estadounidense del tercer trimestre de este año registró una contracción del 0,3% trimestral anualizado. Así, el índice reflejó la debilidad de la economía en ese periodo, aunque el dato se situó por encima de lo esperado (-0,5%). En materia de precios, el tono fue más inflacionista de lo esperado con el deflactor del PIB pasando de un 1,1% a un 4,2% (se manejaba un 4,0%) y el del consumo subyacente de un 2,2% a un 2,9% (se especulaba con un 2,5%). En la descomposición se pudo observar una fuerte debilidad del consumo privado (-3,1%), con caídas tanto en los bienes duraderos (-14,1%) como los no duraderos (-6,4%). La partida de la inversión fija también contribuyó en este sentido con recortes tanto en la inversión residencial (-19,1%) como en la no residencial (-1,0%). En este último aspecto destacó la contribución negativa de los equipamientos y el software (-5,5%). Todo ello fue compensado en gran medida por la aportación positiva de la acumulación de inventarios (+0,56% cuando en el tercer trimestre había caído un 1,5%) y del saldo neto exterior (+1,13%). En cualquier caso, la acumulación de stocks debería presionar a la baja en mayor medida la actividad en el cuarto trimestre del año.

Ayer también se publicaron las demandas de desempleo que se saldaron con un resultado bastante en la línea de lo esperado (479.000 frente a 475.000).

Zona Euro

Nueva caída de la confianza económica de la zona euro en octubre

Comentario: La confianza económica de la zona euro del mes de octubre se saldó con una caída notable desde niveles de 87,5 hasta 80,4. De esta forma, la referencia se volvió a situar por debajo de lo esperado ya que el mercado valoraba una contracción hasta 86. La descomposición del dato volvió a ser claramente negativa con retrocesos en todos los componentes y situándose todos las partidas en terreno negativo. Así, el clima de negocio descendió desde -0,82 hasta -1,34 (se esperaba -0,91) y la confianza industrial lo hizo desde -12 hasta -18 (se manejaba -14). La confianza del consumidor no mejoró este sesgo y cayó desde -19 hasta -24 (se descontaba un -20). Por último destacar que la confianza del sector servicios pasó de 0 a -6 cuando se manejaba un registro de -2.

Otros datos importantes de ayer fueron el registro preliminar de inflación española de octubre, que se desaceleró desde un 4,6% hasta un 3,6% cuando se manejaba un registro una décima superior y la tasa de paro alemana de ese mismo mes que se desaceleró de 7,6% a 7,5%.

RESULTADOS ESPAÑA

TELECINCO



Publicación de resultados 9M08.

Mn €	3T.08	3T.07	% Var.	9M.08	9M.07	% Var.
Ingresos	171,9	199,0	-13,6%	734,9	771,0	-4,7%
Ebitda	38,5	70,7	-45,6%	329,4	366,2	-10,0%
<i>Mg Ebitda</i>	<i>22,4%</i>	<i>35,5%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>44,8%</i>	<i>47,5%</i>	<i>-2,7%</i>
Ebit	37,1	69,6	-46,7%	324,3	362,6	-10,6%
<i>Mg Ebit</i>	<i>21,6%</i>	<i>35,0%</i>	<i>-13,4%</i>	<i>44,1%</i>	<i>47,0%</i>	<i>-2,9%</i>
B. Neto	29,5	52,3	-43,5%	228,4	263,9	-13,4%
<i>Mg Neto</i>	<i>17,2%</i>	<i>26,3%</i>	<i>-9,1%</i>	<i>31,1%</i>	<i>34,2%</i>	<i>-3,1%</i>

Comentario. Resultados mejores de lo esperado en relación a los ingresos, algo inferiores a nivel de beneficio operativo y en línea en el resultado neto. La desviación con respecto a nuestra estimación de ingresos totales (722 Mn € E) la encontramos básicamente en los ingresos generados al margen de la publicidad (21 Mn € vs 14 Mn € E) y en una menor estimación en los descuentos aplicados a los ingresos brutos publicitarios de la finalmente publicada. Sin embargo, los márgenes fueron peores que nuestras estimaciones y ello se debe a que esperábamos una mayor caída en el consumo de derechos (-10% vs -20% E) y un crecimiento plano en el resto de costes. Aún así la variación interanual acumulada es muy positiva (+0,3%). Finalmente comentar que el beneficio neto tiene un ajuste de 14 Mn € como resultado de una mayor amortización de intangibles en Endemol (diferencia entre precio pagado y valor neto contable contabilizada en la partida de puesta en equivalencia). Sin ese efecto, el beneficio neto ajustado es de 242,4 Mn € (-8%).

Valoración. Una vez más los resultados hay que enmarcarlos en un contexto muy agresivo para la publicidad. Es evidente que la inversión está cayendo y eso tiene un reflejo en los ingresos de la cadena. A pesar de ello la evolución en Telecinco es mejor que la que se está apreciando para el conjunto del mercado, motivo por el cual no entendemos ese notable peor comportamiento relativo. Para justificar los precios actuales tendríamos que estar contemplando o bien una caída de los ingresos como mínimo del triple de la actual o bien una destrucción de márgenes igualmente exagerada, cosa que no se está viendo en ninguno de los casos. Anualizado el beneficio neto ajustado, Telecinco está cotizando a un PER 08E de 5x, es decir, con un descuento del 50% respecto a comparables, y con una yield > 7% que ya contempla una sustancial rebaja en el pay out (50% vs 100% 2008), cuando en el posterior conference call la compañía confirmó que no hay cambios en la política actual de dividendos (la yield teórica esperada sería entonces de un 14%). En nuestra opinión el argumento de “meter en el mismo saco a todo el sector” no tiene ningún sentido y Telecinco cotiza con un descuento tan importante respecto a lo que realmente vale que refuerza nuestra recomendación de **COMPRAR**.

UNIÓN FENOSA



Publicación de Resultados 9M.08.

CUENTA DE RESULTADOS			
Mn €	9M.08	9M.07	% Var.
Ventas	5.233,0	4.379,0	19,5%
Ebitda	1.675,0	1.537,5	8,9%
<i>Mg Ebitda</i>	<i>32,0%</i>	<i>35,4%</i>	
Ebit	1.230,7	1.102,7	11,6%
<i>Mg Ebit</i>	<i>23,5%</i>	<i>25,4%</i>	
Beneficio Neto	898,8	704,3	27,6%
<i>Mg Neto</i>	<i>17,2%</i>	<i>17,8%</i>	

Comentario. Buenos resultados de Unión Fenosa con solidez en todos sus negocios que muestran crecimientos estables. La demanda acumulada en España a cierre de septiembre ha finalizado con un crecimiento del 2,0% y el aumento de las exportaciones ha permitido un incremento de la generación del 4,3%, (+1,6% en el régimen ordinario y +14,4% en el régimen especial). La disminución de la producción hidráulica del 25,1%, junto con el precio de las materias primas energéticas y el aumento de los precios del CO2 (precio promedio del año de 24,00 €/t frente a los 0,07 €/t de 2007), ha contribuido a un nivel alto de precios en el mercado mayorista español, con un incremento del 63,5% en relación a los nueve primeros meses de 2007. Esto junto con el buen comportamiento del negocio de Distribución (+47% en suministro a tarifa de acceso) y la producción de ciclos combinados que ha aumentado respecto al año anterior un 34,3% debido a la entrada en operación comercial de los tres grupos de la central de ciclo combinado de Sagunto en el segundo semestre de 2007 posibilitan esta fortaleza en todas las líneas.

A nivel de Ebitda destaca principalmente la aportación del negocio regulado de electricidad, que crece un 13% con respecto al del 9M.07. En el negocio de Gas aumentan los volúmenes vendidos fundamentalmente a ciclos combinados.

Valoración. Los resultados de Unión Fenosa reflejaron una importante solidez en todas sus líneas y negocios. A pesar de ello, no esperamos que tengan un impacto muy relevante en la cotización de la compañía puesto que esta está sostenida por la OPA de Gas Natural desde hace ya meses. La cotización actual, aún encuentra un potencial del 10% con respecto al precio de la oferta, que tiene un muy reducido riesgo de ejecución, dado el pleno entendimiento y acuerdo entre las partes implicadas, la financiación ya cerrada y el visto bueno regulatorio. Conforme se vaya aproximando el fin de la operación, la cotización actual pensamos que se irá ajustando a la oferta. En principio se espera que la operación podría cerrarse en 1T.09. **Recomendación: MANTENER.**

FERROVIAL



Publicación de Resultados.

Mn €	3T.08 E	3T.07	% Var
VENTAS	10.517	10.865	-3,2%
Construcción	3.783	3.783	0,0%
Aeropuertos	2.554	2.963	-13,8%
Autopistas y aparcamientos	807	766	5,3%
Servicios Medioambientales	3.469	3.404	1,9%
Ajustes	-94,8	-51	85,2%
EBITDA	2.118	2.359,5	-10,2%
Mg Ebitda	20,1%	21,7%	
Construcción	226,5	255	-11,2%
Mg Ebitda	6,5%	6,7%	
Aeropuertos	1.034	1.258	-17,8%
Mg Ebitda	38,5%	42,5%	
Autopistas y aparcamientos	546	521	4,9%
Mg Ebitda	66,4%	67,9%	
Servicios Medioambientales	323	342	-5,3%
Mg Ebitda	9,2%	10,0%	
Otros	-12	-16	-22,0%
EBIT	1.163,3	1.512,7	-23,1%
Bº Neto	42,1	808,8	-94,8%

Comentario. Resultados presentados ayer al cierre marcados por el impacto del tipo de cambio y por la menor venta de activos respecto al 3T.07. Construcción registró un comportamiento mejor de lo esperado ya que, a pesar de constatarse la desaceleración en el mercado doméstico, el fuerte nivel de crecimiento en el mercado internacional ha permitido incrementar ligeramente el margen Ebitda respecto al mismo periodo del ejercicio anterior y evitar que se registrara un crecimiento negativo en ventas. En lo que al negocio aeroportuario se refiere, la caída del 1,4% en el tráfico de pasajeros ha sido compensado por el incremento de las tarifas que se llevó a cabo el pasado mes de abril. No obstante, el mal comportamiento de la libra frente al euro (+15,6%) y el cambio de perímetro tras la venta de algunos de sus activos (aeropuerto de Belfast) ha hecho que la cifra de ventas haya caído un 13,8%. El negocio de Autopistas y Aparcamientos, mostró un comportamiento dispar si atendemos a la evolución del tráfico y a las tarifas, ya que, el impacto del descenso del número de vehículos ha sido compensado parcialmente por el incremento de las tarifas, especialmente en los activos situados en Norteamérica (Chicago Skyway e Indiana Toll Road). Por último cabe destacar el comportamiento de Servicios (+1,9%) que, tal como esperábamos, ha sido discreto a consecuencia de nuevo del impacto del tipo de cambio, sin el cual el incremento de la cifra de ventas y del Ebitda habrían sido del +9,8% y del +0,5% respectivamente. La caída del 23,1% del Ebit se debe fundamentalmente al incremento de las amortizaciones en BAA por la amortización acelerada de la T1 y la entrada en funcionamiento de la T5.

Valoración. Flojos resultados los presentados por la compañía, aunque ligeramente mejor de lo esperado. Sin duda, el cambio en el perímetro de consolidación por la venta de algunos activos y el impacto de la divisa, han jugado un papel fundamental. Con todo ello, valoramos positivamente que los márgenes no hayan sido excesivamente castigados, ya que nos hace confiar en la política de gestión del negocio de Ferrovial. Aunque somos positivos respecto a la división de Servicios de la compañía y sobre su favorable evolución de cara al año 2009, las incertidumbres entorno a las áreas de construcción e infraestructuras nos hace ser tremendamente prudentes. A ello debemos añadir la posible venta de algunos de los aeropuertos británicos que a buen seguro se llevará a cabo en los próximos meses y que incidirá de forma positiva en el Beneficio Neto de la Compañía. **Recomendación: MANTENER.**

RESULTADOS EUROPA

UNILEVER



Publicación de resultados 9M.08.

	3Q 07	3Q 08	% (L-f-L)*	9M 07	9M 08	% (L-f-L)*
Turnover	10.243	10.427	8,2%	30.297	30.372	6,0%
Operating profit	1.403	2.525	94%**	4.148	5.709	48%**
Pre-tax profit	1.370	2.502	97%**	4.114	5.637	46%**
Ventas Áreas	3Q 07	3Q 08	% (L-f-L)*	9M 07	9M 08	% (L-f-L)*
Europe	3.880	3.887	2,5%	11.465	11.398	2,4%
The Americas	3.357	3.353	8,2%	10.108	9.806	6,5%
Asia África	3.006	3.187	15,7%	8.724	9.168	15,1%

* Porcentajes de incremento a tipo de cambio constantes.

** Fuertes incrementos producidos por movimientos corporativos.

Comentario. Resultados ligeramente por encima de lo esperado. Con un incremento plano en la cifra de ventas en lo que va de año, descontado el efecto divisa a tasas constantes crecerían un 6%. El resultado operativo, sin embargo ha conseguido incrementarse enormemente debido a movimientos corporativos, cabe destacar la venta del negocio de lavandería en América del Norte, que fue completada a mediados de Septiembre por 1.450 Mn \$. Esta venta unida a unas resultados extraordinarias negativos acumulados en 9M.08 de 414 Mn € desvirtúan el resto de la comparación de los resultados. En cuanto a las ventas por áreas geográficas sobresale el comportamiento de las economías emergentes, LatAm (+12%) y Asia y África (+15%) en términos comparables. El leve incremento en los ingresos en Europa se ha conseguido con unos mayores precios, tras el descenso en el volumen de las ventas. En LatAm, Asia y África el aumento en los ingresos viene producido por el incremento de los dos factores, precio y volumen.

Valoración. Resultados ligeramente superiores a lo previsto. Valoramos de manera especialmente positiva la internacionalización de su negocio, ya que en momentos de debilidad del consumo privado, como es el caso de Europa y Norte América, se recogen beneficios de las economías emergentes. Aunque es preocupante el descenso en el crecimiento del volumen de las ventas en Asia y África (2T.08 +4,1% hasta 3T.08 +3,2%), lo que nos hará estar atentos a la evolución en los resultados de final de año. Por ello aunque encontramos datos que nos agradan, como la diversificación y la correcta inmersión de sus marcas en nuevos y potenciales mercados, se vislumbran ciertos descensos acorde con las caídas en los datos de consumo privado de bienes no duraderos.

Recomendación: MANTENER.

BASF



Publicación de resultados 9M08.

Mn €	3T.08	3T.07	% Var.	9M08	9M07	% Var.
Ventas	15.772,0	13.963,0	13,0%	47.998,0	43.251,0	11,0%
EBITDA	2.171,0	2.355,0	-7,8%	8.159,0	7.691,0	6,1%
<i>Mg</i>	13,8%	16,9%	-3,1pb	17,0%	17,8%	-0,8pb
Chemicals	396,0	446,0	-11,2%	1.298,0	1.585,0	-18,1%
Plastics	198,0	299,0	-33,8%	848,0	953,0	-11,0%
Performance	233,0	174,0	33,9%	682,0	563,0	21,1%
Functional Solutions	117,0	153,0	-23,5%	368,0	472,0	-22,0%
Agriculture & Nutrition	31,0	-5,0	720,0%	653,0	467,0	39,8%
Oil & Gas	870,0	662,0	31,4%	2.880,0	2.222,0	29,6%
Otros	-277,0	-24,0	-1054,2%	-399,0	-411,0	2,9%
EBIT Ajustado	1.568,0	1.705,0	-8,0%	6.330,0	5.851,0	8,2%
<i>Mg</i>	9,9%	12,2%	-2,3pb	13,2%	13,5%	-0,3pb
BN	758,0	1.213,0	-37,5%	3.225,0	3.272,0	-1,4%

Comentario. Caída de los resultados fruto del impacto de la caída de la actividad en industrias como la del automóvil y la construcción, del incremento de los costes de las materias primas y de las paradas de algunas instalaciones por la incidencia de huracanes en EEUU. El crecimiento de las ventas se ha debido principalmente al aumento de los precios, ya que los volúmenes en el trimestre apenas se han incrementado un +1%. Las áreas que más han sufrido los factores negativos han sido las de **Plastics**, particularmente expuesta a las industrias mencionadas, y **Functional Solutions** que también se ha visto afectada por el deterioro del entorno del sector de construcción y ha sufrido igualmente el aumento de las materias primas y de los costes energéticos. El área de **Chemicals** también ha experimentado una contracción en sus resultados, fruto de las caídas de los márgenes de petroquímica, de la caída de la demanda y de la parada de las instalaciones en EEUU. Sin embargo, esta caída de ha visto parcialmente compensada por la buena evolución del segmento de Inorgánicos que sí ha logrado incrementar sus resultados, sobre todo en las ventas de amoníaco y urea. Por su lado, **Functional Solutions** se ha beneficiado de la buena evolución del segmento de Care Chemicals (vitaminas, detergentes, productos para la piel) y de las medidas adoptadas anteriormente para recortar la estructura de costes fijos. **Agriculture and Nutrition** ha experimentado fuertes crecimientos tanto en precio como en volumen, favoreciéndose particularmente de la buena marcha de la actividad en Latinoamérica y Asia. Por último, el negocio de **Oil & Gas** se ha beneficiado de los mayores precios del crudo y del aumento de volúmenes. Sin embargo, los resultados se han visto parcialmente lastrados por las pérdidas en el negocio de trading de gas (-35 Mn €) y por el fuerte incremento de los costes de exploración (+139% en el trimestre). En el apartado de **Otros** se han incluido los costes por coberturas contratadas sobre el precio de la nafta. La fuerte caída del beneficio neto se debe a que en 3T07 la compañía se imputó extraordinarios positivos relacionado con la modificación del impuesto de sociedades en Alemania.

Valoración. Los resultados se han situado algo por debajo de las previsiones. El negativo comportamiento de Plastics, el impacto en Oil & Gas del fuerte incremento de los costes de exploración y de las pérdidas incurridas en el negocio de Trading y el coste de las coberturas sobre la nafta han sido en nuestra opinión los principales factores condicionantes. El entorno al que se enfrenta la compañía en el corto plazo se está deteriorando rápidamente, quedando reflejado en la incapacidad del equipo gestor por ofrecer guías concretas para finales de año, tan sólo limitándose a señalar que realizarán todo lo posible por tratar de mejorar los resultados del año pasado y mantener al menos estable el abono de dividendos. Con una yield por dividendo a estos niveles de casi el 10%, un balance relativamente saneado (la actual oferta sobre Ciba por 3.800 Mn € no deteriorará en exceso la situación patrimonial de la compañía) y una elevada capacidad de generación de caja creemos que vemos motivos más que suficientes para guardar el valor en cartera. **Recomendación: MANTENER.**

DEUTSCHE BANK



Deutsche Bank publica resultados 3T.08.

CUENTA DE RESULTADOS					(Mn €)		
Mn €	3T.08	% Var a/a	4T.07	% Var a/a		30-sep-08	30-jul-08
Mg. Intermediación	3.062	43,6%	2.692	153,5%	Exposición CDO subprime	111	219
Comisiones	2.380	-21,1%	3.200	116,0%	Expos bruta US hipotecario residencial	5.455	5.971
Trading income	- 1.412	68,7%	897	39,3%	Expos neta US hipotecario residencial	1.129	1.461
Gastos de personal	1.928	13,7%	3.223	96,8%	Exposición monolines	1.790	1.309
Gastos generales	2.142	16,0%	2.104	132,7%	Commercial Real Estate	9.359	12.120
Beneficio Neto Atribuible	435	-73,2%	953	116,7%	Financiación Apalancada	13.480	24.128

Comentario. Los resultados presentados por la entidad han sido considerablemente superiores a lo esperado por el consenso, en lo que a resultado neto atribuido se refiere (952 Mn € vs -220 Mn € de pérdidas esperadas). Esta diferencia se debe fundamentalmente a la reclasificación contable de determinados activos financieros permitida por la reciente normativa publicada por el IASB a la que se ha acogido la entidad. Dicha normativa permite básicamente reclasificar activos considerados como "Cartera de negociación" a "Activos financieros disponibles para la venta" en determinadas circunstancias, lo que ha permitido contabilizar un menor importe de provisiones y por ello un mayor beneficio (que se ha visto incrementado en 825 Mn €). Tal y como observamos en el cuadro superior, la exposición a activos de riesgo es significativa aunque se va reduciendo, beneficiada en parte por la reclasificación contable comentada anteriormente. Observamos un margen de intermediación con un importante crecimiento (+41%) aunque cabe destacar una considerable desaceleración de las comisiones reflejo de la situación económica actual y unas importantes pérdidas en cartera de negociación por importe de 1.412 Mn € en el 3T08 como consecuencia de la operativa en derivados y de las posiciones mantenidas por la entidad en Volkswagen. El margen de explotación sufre por estos motivos una disminución del -15%. En cuanto a los ratios de capital cabe destacar una importante mejora en los mismos debido también a la adhesión de la entidad a la nueva normativa del IASB que hemos comentado (10,3% vs 8,6%).

Valoración. Aunque han sido resultados mejores de lo esperado no terminan de eliminar las dudas sobre el valor, debido principalmente a la reclasificación de activos que se ha producido y que ha favorecido notablemente a los resultados de la entidad. La mala situación del mercado junto con el incremento en la dotación de provisiones (236 Mn € vs 105 Mn € en el 3T07) y la evolución de la actividad de la cartera de negociación nos hacen dudar sobre la situación de la entidad en el 4T08. Mantenemos nuestra visión pesimista sobre el valor y nuestra **recomendación de VENDER.**

GENERALI



Publicación de resultados 3T.08.

CUENTA DE RESULTADOS		
Mn €	3T08	% Var a/a
Primas Brutas Vida	10.233	7,0%
Primas Brutas No Vida	4.635	4,5%
Ingresos Totales Primas	14.868	6,2%
Beneficio Operativo Vida	454	0,6%
Beneficio Operativo No Vida	524	-44,9%
Beneficio Financiero	47	-64,2%
Beneficio Neto	210	-64,2%

Comentario. Generali presentó ayer unos resultados ligeramente por debajo de los esperado por el consenso y que se situaron en 210,3 Mn € vs 586,8 Mn € registrados en el 3T.07. El beneficio operativo ha alcanzado los 3.471 Mn €, lo que supone un -15,6% respecto del ejercicio anterior, siendo el ramo de Vida el que ha influido en mayor medida a este descenso (-17,1% respecto del ejercicio anterior). Cabe destacar que la cifra de APE(1) ha seguido manteniendo unas importantes tasas de crecimiento en el segmento de vida (+15,5%) siendo los países en los que el crecimiento ha sido mayor, Alemania e Italia. A pesar de este crecimiento, el incremento de los gastos como consecuencia de la crisis financiera ha superado las tasas de crecimiento del APE provocando ese descenso en el resultado operativo. Las primas emitidas y aceptadas han crecido un +2,6% en términos acumulados, mientras que los ingresos por operaciones han disminuido un -9,9%, como consecuencia de pérdidas de valoración de la cartera por importe de -6.364 Mn € en los 9M08. Los gastos se han reducido en comparación con los 9M.07 en un -24,6%. Los beneficios acumulados en estos primeros 9 meses han sido de 1.670 Mn € (-29% respecto de los 9M.07). El ratio combinado ha mejorado ligeramente 95,1% vs 95,4% registrado en el mismo periodo del ejercicio anterior. En cuanto al tema de las inversiones, Generali ha declarado que su exposición a activos subprime es mínimo.

Valoración. Los resultados presentados por la entidad muestran una clara desaceleración provocada principalmente por la situación económica actual. A pesar de esto las importantes tasas de crecimiento del APE nos hacen pensar en una buena evolución a futuro debido al interés de la compañía en expandir el Grupo principalmente fuera de Italia. Seguimos defendiendo nuestra posición de infraponer el sector y por ello mantenemos nuestra **Recomendación: VENDER.**

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

FRANCE TELECOM



Publicación de Ventas 9M.08.

Mn €			
	9M.08	9M.07	% Var.
Cifra de Ventas	39.854	39.420	1,1%
Personal	21.985	21.653	1,5%
Home	17.081	16.840	1,4%
Enterprise	5.740	5.714	0,5%
Ebitda	14.766	14.510	1,8%
Mg. Ebitda	37,1%	36,8%	

Comentario. La operadora mostró unas cifras de ventas libres de sorpresas y sobresaltos que cumplieron con lo que se esperaba de ella en este periodo. Suave crecimiento de su actividad comercial, impulsada por el negocio móvil fundamentalmente, donde continúan incrementando cuota de clientes (+12%) y con un comportamiento especialmente positivo en la descarga de datos y conexión a Internet. En el negocio fijo, seguimos observando una evolución negativa de los servicios tradicionales de voz que se compensa con una positiva actividad de la banda ancha, lo que permite estabilidad en este segmento con respecto a trimestres anteriores. Por su parte, el negocio de Enterprise Solutions se mantiene estabilizado. Estabilidad en UK, Francia y Europa del Este. Flojos los resultados de la división de España. El Ebitda evoluciona positivamente fruto del esfuerzo en reducción de costes. Los niveles de Capex se mantienen holgadamente por debajo del objetivo de 13% Capex/ventas en un cómodo 11,6%.

Valoración. Ninguna sorpresa en la evolución de la cifra de negocio de la francesa, ni en sus respectivas divisiones. La compañía prosigue el mismo ritmo de crecimiento lento que comenzó a finales de 2007. Se mantiene sólida en Personal, y estable en Home y Enterprise. Capex contenido y Ebitda razonable. Poco más que añadir. Uno de los valores que más confianza nos inspiran del sector junto a Telefónica y Vivendi. **Recomendación: COMPRAR.**

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).