

INDICES

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.984,20	-0,18
EUROSTOXX 50	2.353,53	-0,16
FTSE 100	4.362,58	0,72
DAX 30	4.738,47	0,23
CAC 40	3.156,29	0,11
DOW JONES	8.331,32	0,56
S&P	893,07	1,04
NASDAQ	1.689,21	1,50
NIKKEI	9.269,68	1,93

FUTUROS

	ULTIMO	%VAR
IBEX 35	8.982,50	-0,08
BRENT	58,55	3,04
BUND ALEM	121,70	0,90
TREASURY 10A	121,73	-0,04

DIVISAS

	ULTIMO	ANTERIOR
EUR/USD	1,3631	1,3564
USD/JPY	95,90	95,57

DIFERENCIAL 10 AÑOS ESPAÑA

	CIERRE	ANTERIOR
ALEMANIA	0,63	0,62
USA	0,88	0,90

DIFERENCIAL CURVA

	ESPAÑA	ANTERIOR	ALEMANIA
2-10	2,46	2,43	2,06
5-10	1,22	1,20	0,92
10-30	0,59	0,55	0,85

DEUDA

	CIERRE	ANT.	DIF. ALE	D. EURIB
2 ^A	1,51	1,60	0,23	0,16
5 ^A	2,76	2,82	0,33	-0,11
10 ^A	3,97	4,02	0,63	-0,49
30 ^A	4,57	4,57	0,38	-0,66

INDICE FONDOS INVERSIÓN

MARZO	2009
0,32	-1,46%

F EURIBOR 3M

	CIERRE	ANTERIOR
M09	1,16	1,17
J09	1,11	1,11
S09	1,25	1,24
D09	1,32	1,35

Datos seleccionados a las 7:50 AM

ULTIMAS EMISIONES DE RENTA FIJA

EMISOR	RATING	CUPON	PL.	SPREAD
CEZ	A2 / A-	5,75	6 a	+290
RBS	Aa3 / A+	5,75	5 a	+315
CAIXA (CED)	Aaa	3,75	5 a	+120
POHJOLA	Aa1 / AA-	4,5	5 a	+190
LEASEPLAN	Aaa	3,25	5 a	+72
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

PERSPECTIVAS DE MERCADO
SESIÓN ANTERIOR

□ La jornada del jueves se movió en la indecisión, a pesar de un inicio bastante negativo que parecía que iba a dar continuidad a las fuertes pérdidas del día anterior. Las Bolsas contaron con pocas noticias empresariales y las referencias fueron por tanto muy escasas, lo que justifica en parte ese cierre. En nuestro mercado, los mismos valores que más cayeron el miércoles fueron los que más subieron ayer, lo que habla de la lateralidad e indefinición que se empieza a instalar en las Bolsas. SYV (+6,9%), GAM (+4,5%), que publicó resultados al cierre, FER (+2,6%) y MAP (+2,2%). TL5 (-11,1%) tuvo caídas abultadas pero debidas a que descontaba dividendo. En otras Bolsas, destacamos el tirón de los valores franceses, Saint Gobain (+5,8%), Renault (+3,8%) y BNP (+2,5%). Vivendi (-2,3%) recortó posiciones no pudiendo recoger en precio los buenos resultados publicados al cierre. Las mayores pérdidas para los valores energéticos, Total (-1,7%) y ENI (-1,4%).

□ La curva alemana de gobierno reflejó un aplanamiento por mayor compra del tramo largo, mientras que la española experimentó un proceso de ampliación de pendiente por compra del corto y venta del largo. De esta forma, el diferencial de rentabilidad entre la curva española y la alemana se incrementó después de varias semanas donde había imperado el estrechamiento. La causa fundamental de la falta de demanda del 10 años español puede ser la publicación del registro de PIB de la economía para el primer trimestre de este año con una contracción máxima en casi 40 años.

□ En materia de ratings lo más destacado fue cómo S&P recortó a Henkel de A hasta A-, Fitch hizo lo propio con KBC pasándolo de A+ hasta A y Moody's puso a Mitsubishi en revisión negativa (A2).

PREVISIONES PARA EL DIA

□ En términos macroeconómicos hoy será el día más relevante de la semana con la publicación de referencias en la zona euro y en EE.UU.. Así, en la primera economía destacará el dato final de precios al consumo de abril y la primera estimación del PIB del primer trimestre del año. En la segunda las referencias serán los precios al consumo y producción industrial de abril, además de la confianza del consumidor por la Universidad de Michigan de mayo.

□ En materia de comparecencias de la Fed lo más relevante será una de Fisher (15:15), mientras que del BCE no se espera ninguna. De esta forma, los posibles comentarios programados de miembros de los principales Comités de política monetaria deberían tener escasa repercusión en el mercado.

□ Teniendo en cuenta el sesgo que manejamos de los datos macroeconómicos para hoy y la tendencia mostrada por los mercados en los últimos días, podríamos asistir a nuevas caídas en los niveles de rentabilidad de las curvas.

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.
					8:00	Alem	PIB (P)	-3,0% t/t	-2,1% t/t
					8:45	Fran	PIB (P)	-1,3% t/t	-1,1% t/t
					11:00	UME	Precios al consumo	0,6%	0,6%
					11:00	UME	Precios al consumo suby	1,5%	1,6%
					11:00	UME	PIB (P)	-2,1% t/t	-1,6% t/t
					14:30	EEUU	Precios al consumo	-0,7% a/a	-0,6% a/a
					14:30	EEUU	Precios al consumo suby	1,8% a/a	1,8% a/a
					15:15	EEUU	Producción industrial	-0,6%	-1,5%
					15:15	EEUU	Capacidad utilización	68,8%	68,8%
					16:00	EEUU	Conf consumidor Univ Michigan	67	65,1

DATOS MACROECONÓMICOS

EE.UU.

Los precios de producción de abril se situaron en línea con lo que se esperaba

Comentario: La tasa interanual de los precios de producción pasó en el mes de abril de un -3,5% a un -3,7% lo que supuso situarse en línea con lo que se esperaba, mientras que el dato subyacente siguió en terreno positivo aunque desacelerándose cuatro décimas hasta el 3,4%, también en línea con lo esperado. Nuevamente la partida energética (-25,6% a/a) fue la que ayudó explicar un dato tan reducido en el componente general, con las gasolinas descendiendo en un 46,3% y el gas residencial en un 18,1%. También destacó la contracción del 5,5% de los bienes de consumo.

Ayer también se publicaron las demandas semanales de desempleo con un dato peor de lo esperado, tanto en las demandas en sí (637.000 frente a 610.000), como en reclamos continuos de 6.358.000 a 6.560.000.

Zona Euro

El informe mensual del BCE mantuvo el mismo sesgo de Trichet la semana pasada

Comentario: El informe mensual del BCE mantuvo un sesgo muy similar a la comparecencia de Trichet ante los medios de comunicación del jueves la semana pasada, donde el Presidente de la autoridad monetaria dijo que los tipos al 1,0%, en las condiciones actuales, eran los apropiados y que se estaban observando ciertas señales de desaceleración en la dinámica de caída de la actividad de la economía. Los riesgos asociados a ese escenario estaban balanceados, destacando en los bajistas, nuevas convulsiones en los mercados, el proteccionismo y los desequilibrios, mientras que en el lado alcista destacaban los efectos de que las políticas adoptadas hasta la fecha pudiesen tener un impacto mayor del esperado. De igual forma, las expectativas de precios pasaban por registros muy bajos, incluso negativos en el corto plazo, si bien las perspectivas a medio continuaban ancladas en el objetivo del BCE. Así, se siguió apuntando que el principal componente que explica las inflaciones en los niveles actuales, el crudo, podría suponer un punto de apoyo para el consumo en la media que libera renta. De igual forma, se volvieron a mencionar las medidas extraordinarias que tomó el BCE en la reunión del mes de mayo y que ya hemos explicado en varias ocasiones: compra de covered bonds, el incremento del vencimiento en las operaciones de financiación de las entidades en el Banco de seis a doce meses, además de considerar al BEI (Banco Europeo de Inversiones) como banco elegible.

Ayer también se publicó el dato preliminar del PIB español del primer trimestre de este año con un registro en línea con lo esperado. Así, en términos trimestrales se pasó de un -1,0% a un -1,8% y en interanuales de un -0,7% a un -2,9%. Ello supondría la mayor caída de la referencia en 40 años.

RESULTADOS ESPAÑA

GAMESA



Publicación de resultados 1T.09.

Mn €	1T.09	1T.08	% Var.
Ventas	800,0	715,0	11,9%
EBITDA	105,0	86,0	22,1%
Mg	13,1%	12,0%	1,1pb
EBIT	53,0	39,0	35,9%
Mg	6,6%	5,5%	1,2pb
BN	36,0	32,0	12,5%

Comentario. Tras la firma de los acuerdos con Iberdrola Renovables el año pasado, la actividad de parques eólicos ha pasado a designarse como actividad discontinuada por lo que los resultados corresponden únicamente a la actividad de fabricación de aerogeneradores y al holding. A pesar de un menor volumen de ventas (814 MW este trimestre vs 836 MW en 1T.08) los ingresos se han beneficiado de un mejor mix de las ventas lo que ha potenciado el incremento de la facturación. Con respecto a los márgenes, la política de control de costes que viene implementando la compañía (rescisión de contratos temporales de trabajo, cierre de instalaciones, reducción de estructura general de costes) ha permitido a la compañía mejorar significativamente la rentabilidad de la actividad. El menor crecimiento del beneficio neto se ha debido a que el año pasado se vendieron 95 MW de parques eólicos mientras que en este trimestre no se ha producido ninguna venta. Eliminadas las actividades discontinuadas el beneficio neto se ha incrementado un +41%. La eliminación de cuellos de botella y la mejora en la gestión de existencias ha permitido reducir el circulante hasta el 12% de las ventas.

Valoración. Los resultados han estado en línea con lo previsto, y se han ajustado a las previsiones que la compañía ha anunciado para este año: volumen de ventas de entre 3.200 y 3.600 MW, margen operativo de entre 6% y 7% y niveles de circulante de entre el 20% de las ventas. Se empieza a notar el efecto del plan de mejora de costes implementado por la compañía. Cifras por tanto sin sorpresas pero que muestran una evolución positiva en cuanto a la evolución de la rentabilidad del grupo. Se han ajustado a las guías de la compañía. **Recomendación: EN REVISIÓN.**

RESULTADOS EUROPA

INTESA



Publicación de resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS		
Mn €	1T09	% Var a/a
Mg. Intermediación	2.687	-4,0%
Comisiones Netas	1.255	-22,9%
Mg. Ordinario	4.136	-11,1%
Gastos personales	1.399	-4,0%
Gastos generales	758	0,7%
Mg. Explotación	1.822	-19,0%
Beneficio Neto	1.075	-38,5%

Comentario. Intesa publicó ayer las cuentas correspondientes al 1T.09 donde alcanzó los 1.075 Mn €, muy por encima de las estimaciones del consenso de 480 Mn € y también por encima de lo que nosotros esperábamos (504 Mn €). El margen de intermediación cae tanto respecto al 1T.08 como respecto al 4T.08 debido principalmente al impacto que los bajos tipos de interés están teniendo en la entidad, que no ha podido compensarse a través de nuevas políticas de precios ni de coberturas sobre tipos de interés. Las comisiones siguen manteniendo una tendencia a la baja mientras que el ROF alcanza los 107 Mn € frente a las pérdidas (-376 Mn €) registradas en el trimestre anterior. Sin embargo, de no haberse acogido a las reclasificaciones de activos financieros permitidas por las IAS, esta partida habría registrado un efecto negativo de -81 Mn € debido a créditos estructurados. Los gastos disminuyen y mejoran el ratio de eficiencia respecto del 1T.08 (55,9% en 1T.09 vs 67,9% en 1T.08). Las provisiones y otros deterioros ascienden a 809 Mn €, reduciendo su crecimiento respecto del 4T.08 aunque todavía a niveles elevados. Finalmente, el beneficio neto alcanza los 1.075 Mn €, aunque eliminando los elementos de carácter no recurrente el beneficio sería de 644 Mn €, ya que en el trimestre se han contabilizado créditos fiscales por 165 Mn € además de ingresos por operaciones discontinuadas por importe de 65 Mn €.

Valoración. Al igual que hemos visto en otras entidades financieras europeas, las cuentas de Intesa reflejan el impacto de la crisis financiera sobre la entidad, como muestran las fuertes provisiones y la ralentización en el crecimiento de sus márgenes que observamos también en Italia donde la entidad desarrolla su negocio core. Intesa ha comunicado que centrará sus esfuerzos en mantener los márgenes de intermediación en un entorno de tipos de interés a la baja a través de la gestión de precios y la realización de coberturas, al igual que seguir trabajando en la reducción de costes y en la reducción del riesgo en balance. Consideramos que la entidad se enfrenta a un complicado 2009, con un negocio en Italia que ralentiza su crecimiento y una unidad de Banca Internacional cuyo resultado se empieza a ver bastante dañado debido al incremento de las provisiones por el deterioro del entorno económico en la CEE. Mantenemos nuestra recomendación de **VENDER**.

RWE



Publicación de Resultados 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS			
	1T.09	1T.08	% Var.
Ventas	14.516	13.395	8,4%
Ebitda	3.090	2.855	8,2%
Mg. Ebitda	21,3%	21,3%	
RWE Power	1.189	1.166	2,0%
RWE Dea	167	247	-32,4%
RWE Supply & Trading	362	82	341,5%
RWE Energy	1.105	1.057	4,5%
RWE nPower	236	322	-26,7%
Otros/Consolidación	8	-19	-142,1%
Ebit	2.624	2.499	5,0%
Mg Ebit	18,1%	18,7%	
Beneficio Neto	1.745	809	115,7%
Mg Neto	12,0%	6,0%	

Comentario. Las ventas del grupo alemán se situaron por encima de las expectativas, impulsadas por un buen comportamiento del negocio de distribución en la división de Power, especialmente en Hungría, así como en el incremento de ventas en Innogy, que agrupa los activos renovables y se ha beneficiado de la nueva capacidad instalada que tiene en funcionamiento. Mal el negocio de DEA, que se ha visto perjudicado por la gran diferencia del precio de petróleo y gas con respecto a 1T.08, lo que ha lastrado fuertemente el negocio de upstream. Sorpresa positiva en RWE Energy que esperábamos que mostrase un comportamiento mucho más discreto y ha logrado reflejar un incremento razonable superior al +16% en su cifra de negocio, gracias al efecto de los contratos pass-through de los costes de aprovisionamiento durante el primer trimestre. El negocio de nPower se vio afectado por las medidas de ahorro energético británico y por la divisa que continúa perjudicando también este año. A nivel de beneficio Neto, el importante incremento que se refleja en este periodo se debe a la ausencia de extraordinarios frente al año pasado (provisiones por American Water).

Valoración. Sensación más agria que dulce en estos resultados de 1T.09. La compañía ha reflejado fortaleza operativa en este periodo gracias a un buen desarrollo de su negocio eléctrico y un comportamiento mejor del esperado en el negocio de Energy, que pensábamos que se vería afectado negativamente por las cargas regulatorias y finalmente esto no ha presionado los márgenes de este negocio. Bien en el negocio de Power, con un buen impacto de los precios, sin embargo, para periodos posteriores, RWE bajará los precios de la electricidad para los hogares alemanes, en algunos casos el descenso es de hasta un 15%. Será la tercera bajada de los precios desde enero de 2009 y supone una reducción total de un 30% con respecto al precio inicial. En ambos negocios la compañía se ha beneficiado de un buen comportamiento de los precios en los contratos bilaterales a plazo, sin embargo, dado el actual entorno económico, la compañía no confía en que estos resultados puedan ser sostenibles, prueba de ello es la reducción en sus guías, donde la compañía espera estabilidad en todas sus líneas de la cuenta de resultados en comparativa con las cifras del año pasado, basándose en un entorno económico negativo en Alemania, Polonia, República Checa y Reino Unido. Los aspectos corporativos como Essent y American Water seguirán siendo foco de atención. La filial de aguas debe salir definitivamente este año. El incremento en el Capex (+205%) era algo que se venía reclamando por parte de los accionistas, que quieren dar mayor uso a la capacidad financiera de la compañía. Nosotros esperábamos unos malos resultados pero con un horizonte de mejora en el resto del año, en cambio nos hemos encontrado con unos buenos resultados operativos, con unas perspectivas pesimistas para el resto del año. Este cambio radical de perspectiva, junto con el escaso potencial por valoración que arroja nuestro precio objetivo, nos lleva a reducir su recomendación de COMPRAR a **MANTENER**.

AEGON



Publicación de resultados 1T.09.

P&G principales unidades de negocio		
Mn €	1T.09	% Var a/a
Ingreso Primas	5.990	-5,1%
Ingreso Inversiones	2.250	-7,1%
Comisiones	400	-7,8%
Ingresos ordinarios	8.641	-5,8%
Ingresos reaseguro	461	37,6%
Rtdo Neto Inversiones	-7.254	-18,5%
Total Ingresos	1.850	204,8%
Beneficio Neto	-173	-213,1%

Comentario. Como era de esperar, ayer Aegon presentó pérdidas aunque en este caso, por debajo de las esperadas por el consenso, gracias principalmente a beneficios fiscales por importe de +282 Mn € y a las ganancias por las ventas de bonos y acciones debidas en parte a un reposicionamiento de la cartera de Aegon en los Países Bajos. Las pérdidas del trimestre han sido de -173 Mn € que parece dar ciertas muestras de recuperación respecto a los resultados registrados en la segunda mitad de 2008. Destacar el buen comportamiento de los ingresos por primas que se incrementan casi un 15% respecto a las contabilizadas al cierre de 4T.08, aunque menores a las registradas en el 1T.08. También destacamos los malos resultados en operaciones financieras -7.254 Mn €, debidos a la mala evolución de inversiones alternativas en América, principalmente real estate, private equity y derivados de crédito. Observamos caídas en todas las áreas de negocio y zonas geográficas destacando el mal comportamiento que la entidad sigue mostrando en América donde las caídas en resultados han sido mayores, consecuencia de la gran velocidad con la que se ha deteriorado el mercado de equity además de la gran volatilidad y de los bajos tipos de interés. La entidad sigue llevando a cabo su plan de reestructuración que busca reducir el riesgo del balance y transferir parte del riesgo mediante reaseguro. Con este objetivo, Aegon ha comunicado que en el 1T.09 ha liberado 900 Mn € de capital y espera liberar un total de 1.500 Mn € en el año. En esta misma línea de actuación, la entidad busca reducir costes en 150 Mn € en el año, de los que ya se ha reducido una tercera parte de dicho importe. En cuanto a solvencia, se encuentra en una posición bastante cómoda, con un ratio del solvencia del 170% vs 183% de 2008, con el objetivo de mantener unos ratios de capital sólidos. El Core Capital es de 7.900 Mn € de los cuales 3.000 Mn procedían del gobierno holandés que en octubre del año pasado inyectó capital a la entidad.

Valoración. Los resultados presentados siguen mostrando un fuerte deterioro aunque con síntomas de recuperación respecto a los presentados en el 4T.08. Aegon sigue inmersa en un complicado proceso de reestructuración con el fin de sanearse que consideramos será largo. Prueba de este proceso son, entre otras, la venta del negocio de seguros en Taiwán y la reducción de su negocio institucional en EEUU. Cabe destacar, que la entidad ha comentado que el deterioro en valor de sus activos se espera que sea elevado en 2009, dada la complicada situación económica actual, lo que se podría traducir en nuevas pérdidas. A pesar del respaldo por parte del gobierno holandés siguen existiendo muchas dudas sobre la evolución del negocio en los próximos trimestres por lo que mantenemos nuestra recomendación de **VENDER**.

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).



Crédit Agricole presenta resultados de 1T.09.

CUENTA DE RESULTADOS		
Mn €	1T.09	% Var a/a
Margen Ordinario	4.061	-1,2%
Gastos de Explot.	(2.978)	-7,5%
Margen Explotación	1.083	21,4%
Provisiones	(1.085)	143,3%
Beneficio Neto	202	-77,4%

Comentario. Resultados por debajo de lo esperado por el consenso, que estimaba 350 Mn € para el 1T.09, alcanzando sólo los 202 Mn €. Destaca un margen ordinario que de 4.061 Mn € (-1,2% a/a) perjudicado por la contabilización en el 1T.08 de unos ingresos por importe de 882 Mn € provenientes de la venta de acciones de Suez. Si no tuviésemos en cuenta este efecto, el incremento en este margen habría sido del +25,8%, donde la unidad de LCL (Banca Retail en Francia) y de Servicios Financieros Especializados han sido las que más han contribuido en este crecimiento. El área de Corporate and Investment Banking aporta 1.157 Mn € a este margen vs -87 Mn de pérdidas registradas en el 1T.08. Los costes caen un -7,5% gracias a los recortes llevados a cabo mediante reducción de plantilla y nuevas regulaciones en cuenta a bonus de altos ejecutivos en el área de Corporate (-16,3%), en Gestión de Activos (-17,5%) y en Banca Retail Internacional (-2,3%). Las provisiones, aunque menores a las registradas en el 4T.08, siguen siendo muy elevadas, estando relacionadas principalmente con el área de Retail Internacional (-267 Mn € principalmente por Emporiki), Servicios Financieros Especializados (-265 Mn €) y CIB (-435 Mn €). Las aportaciones por entidades que consolidan por puesta en equivalencia alcanzan los 321 Mn € vs -27 Mn € registrados en el trimestre anterior. Destacan los resultados aportados por la Banca Regional por importe de 265 Mn € y los 21 Mn € procedentes de BKT.

Por unidades, en el negocio minorista en Francia destaca la evolución de LCL que aporta al beneficio neto 125 Mn € (-15,9% a/a como consecuencia de las mayores provisiones dotadas en el trimestre) donde el margen de explotación ha crecido un 7,4% a/a. La red **minorista internacional**, registra -21 Mn € de pérdidas debido fundamentalmente a la mala evolución de Emporiki (Grecia) donde ACA posee el 82,5% tras la ampliación de capital de 850 Mn € realizada en el trimestre para fortalecer su balance, y que ha tenido unas pérdidas de -115 Mn € en el periodo. Esta área también se ha visto perjudicada por la caída de la moneda polaca. Cariparma Friuladria, sigue siendo la buena noticia en esta área de negocio con un beneficio neto de 51 Mn €. El área de **Gestión de Activos** sigue manteniéndose floja, con una caída en beneficio neto del -41,8% (alcanzando los 242 Mn €). Por último, la unidad de **Banca de Inversión** a pesar de empezar a recuperarse en términos de margen ordinario, sigue siendo una de las unidades más perjudicadas por la crisis con unas pérdidas en el trimestre de -17 Mn €. Este resultado incluye pérdidas por depreciación de activos relacionados con hipotecas americanas de alto riesgo por importe de 570 Mn €. Credit Agricole está finalizando el proceso de reestructuración que se había planteado al cierre de 2008, a través de recorte de costes, reducción del riesgo en balance y focalización en aquellas áreas de negocio más rentables.

Valoración. Los resultados presentados no nos inspiran grandes alegrías y nos siguen haciendo esperar una situación complicada en los próximos meses. A pesar de que la entidad ha recalado que sus ratios de capital son de los más elevados entre sus competidores (Tier 1 del 8,8% y Core Tier 1 del 8,0%) y que el negocio de CIB parece empezar a dar señales de estabilización, no nos es suficiente para tener una imagen positiva sobre la entidad. Una red minorista francesa con escaso crecimiento y una red minorista internacional en la que Grecia cada vez resta más recursos, y donde Italia parece ser el único motor. Si a esto le sumamos el deterioro del entorno económico, nos hace mantenemos nuestra recomendación de **VENDER**.