

23 de febrero de 2016

Cierre de este informe:

7:33 AM

Bolsas	Último (*)	Anterior	% día	% año
Dow Jones Ind.	16.621	16.392	1,4%	-4,6%
S&P 500	1.946	1.918	1,4%	-4,8%
NASDAQ 100	4.231	4.164	1,6%	-7,9%
Nikkei 225	16.052	16.111	-0,4%	-15,7%
EuroStoxx50	2.934	2.871	2,2%	-10,2%
IBEX 35	8.387	8.194	2,4%	-12,1%
DAX (ALE)	9.574	9.388	2,0%	-10,9%
CAC 40 (FRA)	4.299	4.223	1,8%	-7,3%
FTSE 100 (GB)	n.d.	6.255	n.d.	-3,3%
FTSE MIB (ITA)	17.505	16.910	3,5%	-18,3%
Australia	4.980	5.001	-0,4%	-6,0%
Shanghai A	3.017	3.063	-1,5%	-18,5%
Shanghai B	365	368	-0,9%	-14,5%
Singapur	2.674	2.661	0,5%	-7,2%
Corea	1.914	1.916	-0,1%	-2,4%
Hong Kong	19.456	19.464	0,0%	-11,2%
India	23.565	23.789	-0,9%	-9,8%
Brasil	43.235	41.543	4,1%	-0,3%
México	43.547	43.375	0,4%	1,3%

\* Pueden no quedar recogidos los cierres de los índices asiáticos.

Mayores subidas y bajadas			
	% diario		% diario
Ibex 35	6,3%	GAMESA	-2,8%
BEVA	6,0%	ARCELORMITTA	-2,8%
INTL CONS AI	5,8%	MAPFRE SA	-1,7%
BANCO POPULA	5,8%	MAPFRE SA	-1,7%
EuroStoxx 50	2,2%		
INTESA SANPA	14,5%	E.ON SE	-4,0%
UNICREDIT SP	11,9%	ASML HOLDING	-2,9%
DEUTSCHE BAN	10,2%	TOTAL SA	-0,8%
Dow Jones	1,4%		
NIKE INC -CL	3,1%	WALT DISNEY	-3,8%
VISA INC -CLA	2,7%	IBM	-3,1%
UNITEDHEALTH	1,4%	CATERPILLAR	-2,8%

Futuros			
	Último	Var. Pts.	% día
*Var. desde cierre nocturno.			
1er.Vcto. mini S&P	1.929,50	-4,00	-0,21%
1er Vcto. EuroStoxx50	2.931	-1,0	-0,03%
1er Vcto. DAX	9.571,50	11,00	0,00%
1er Vcto. Bund	165,51	0,08	0,05%

Bonos				
	22-feb	19-feb	+/- día	+/- año
Alemania 2 años	-0,54%	-0,53%	-0,3pb	-19,00
Alemania 10 añc	0,18%	0,20%	-2,6pb	-45,30
EEUU 2 años	0,75%	0,74%	0,8pb	-29,8
EEUU 10 años	1,75%	1,74%	0,7pb	-51,76
Japón 2 años	-0,207%	-0,195%	-1,2pb	-19,80
Japón 10 años	-0,005%	0,01%	-1,8pb	-27,00

Diferenciales renta fija en puntos básicos

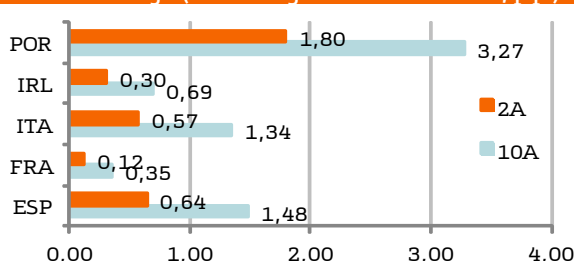
Divisas				
	22-feb	19-feb	%Var.día	% año
Euro-Dólar	1,1030	1,1130	-0,9%	+1,5%
Euro-Libra	0,7795	0,7729	+0,9%	+5,8%
Euro-Yen	124,52	125,31	-0,6%	-4,7%
Dólar-Yen	112,31	112,92	-0,5%	-6,6%

+/- día: en pb; %año: Var. desde cierre de año anterior

Materias primas				
	22-feb	19-feb	% día	% año
CRBs	163,20	160,18	1,9%	-7,7%
Brent (\$/b)	34,05	32,52	4,7%	-4,8%
West Texas(\$/b)	31,48	29,64	6,2%	-15,0%
Oro (\$/onza)*	1208,63	1226,30	-1,4%	13,9%

\* Para el oro \$/onza troy; cotización Mdo. de Londres

Primas de riesgo (bonos 10 y 2 años vs Alemania, p.p.)



### Claves del día:

✓ IFO alemán, Conf. Consumidor y datos vvda EEUU.

### Ayer: "Buen arranque de semana."

Las bolsas ignoraron por completo las malas noticias de ayer y registraron notables avances. Efectivamente, los inversores pasaron por alto el riesgo que supone el **Brexit** así como la advertencia que hizo **Moody's** al rating de **España**. Tampoco tuvieron en cuenta un **PMI compuesto** en la UEM que se debilitó por segundo mes consecutivo y perdió todo lo ganado en 2015 (eso sí pesó sobre el euro que se depreció frente al dólar arrastrando el cruce desde 1,112 a 1,102). Fue una sesión en la que reinaron los activos de riesgo sin ninguna justificación aparente: Eurostoxx +2%, prima de riesgo española -3 p.b. a 147 p.b., petróleo +5%, etc. Por el contrario, el oro se abarató (-1,5%) y la volatilidad se redujo (V2X -5% a 30).

Hora	País	Indicador	Periodo	Tasa	Est.	Ant.
10:00h	ALE	IFO clima empresarial	Feb	Ind.	106,8	107,3
15:00h	ESP	Emisión de 3.500/4.500M€ en letras a 3 y 9 meses				
15:00h	EEUU	Var.P. vvda.S&P/C-S	Dic	a/a	5,80%	5,83%
16:00h	EEUU	Conf. Consumidor	Feb	Ind.	97,3	98,1
16:00h	EEUU	Ventas vvda 2ª mano	Ene	M	5,34	5,46

### Próximos días, referencias más relevantes:

X;16:00h	EEUU	Ventas vvda nueva	Ene	000	520	544
J;9:00h	ESP	PIB a/a (final)	4T	a/a	3,5%	3,4%
J;10:30h	GB	PIB a/a	4T	a/a	1,9%	2,1%
J;14:30h	EEUU	Ped. Bs. Duraderos	Jan P	m/m	2,5%	-5,0%
V;11:00h	UEM	Indicadores de confianza				
V;14:00h	ALE	IPC	Feb P	a/a	0,5%	-0,8%
V;14:30h	EEUU	PIB (t/t an.)2ª estimac.	4T		0,4%	0,7%
V;16:00h	EEUU	Deflactor PCE	Ene	a/a	1,0%	0,6%
V;16:00h	EEUU	Conf. U. Michigan, final	Feb	Ind.	91,0	90,7

### Hoy: "Alemania protagonista"

El arranque de hoy será negativo ya que la sesión asiática se ha teñido de rojo (el  **yuan** se ha depreciado) y el petróleo está retrocediendo. En Europa, **Alemania** será la protagonista: a primera hora ha publicado las **cifras finales del PIB 4T** que arrojan un desglose en el que la demanda doméstica evoluciona razonablemente bien pero no así el sector exterior.

Después se publicará el **indicador IFO** que, como el **PMI** de ayer, va a retroceder y puede perder todo lo ganado en 2015.

En EEUU, los **datos inmobiliarios** y la **confianza del consumidor** también tienen mal aspecto, por lo que los ánimos deberían enfriarse durante la sesión de hoy.

Por último, habla el vicepresidente de la Fed, Fisher, por lo que habrá que seguir sus comentarios acerca de las previsiones de inflación y de las condiciones financieras.

Con todo esto, y teniendo en cuenta que las subidas de ayer no tenían mucha razón de ser, podríamos ver un **repliegue de posiciones** durante la jornada de hoy.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio Pilar Aranda  
Ana de Castro Jesus Amador Rafael Alonso

Belén San José Ramón Carrasco  
Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cqj/broker+asesoramiento> 28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho del su ratón.

## 1.- Entorno Económico

**SECTOR PETROLERO:** La AIE publicó ayer el Medium-Term Oil Market Report (MTOMR). Estiman que: i) para 2016 la oferta de petróleo alcance los 96,7Mbrr/d y la demanda los 95,6Mbrr/d, lo que llevará a una sobreoferta de 1,1Mbrr/d. A partir de entonces, la organización afirma que "finalmente" se producirá un equilibrio entre la oferta y demanda. ii) Para 2017 estima que la oferta de crudo se situará en los 97Mbrr/d mientras que la demanda alcanzará los 96,9Mbrr/d, por lo que la sobreoferta disminuirá hasta los 0,10Mbrr/d. iii) Entre el período de 2015 y 2021, la AIE apuesta por que se añadirán una media de 4,1Mbrr/d al mercado (vs +11Mbrr/d en el periodo entre 2009 y 2015). Por su parte, la demanda crecerá 1,2Mbrr/d/año superando los 100Mbrr/d a final de la década; iv) Iniciamos una nueva era de bajos precios, aunque reconoce que las condiciones actuales no sugieren que los precios se puedan recuperar rápidamente en el futuro inmediato, a no ser que se produzca "un suceso geopolítico" de importancia; v) Respecto al capex del sector, estiman una caída del -16% (vs -24% en 2015). Es la primera vez desde 1985 en la que tiene lugar dos años consecutivos de caídas de capex. **OPINIÓN:** Nada nuevo en el informe confirmando que hasta 2017 el sector no se equilibrará. A su vez, como era esperable, el capex se seguirá reduciendo lo que penalizará a las compañías auxiliares del petróleo.

**UEM.-** El PMI compuesto preliminar retrocede de 53,6 a 52,7 en febrero vs 53,3 estimado. Esta caída se explica tanto por el PMI de Servicios (de 53,6 pasa a 53,0 vs 53,4e) como por el PMI Manufacturero (pasa de 52,3 a 51,0 vs 52,0 e.) y supone retroceder a niveles de enero'15:

**ALEMANIA.-** (i) El dato final del PIB 4T queda en +1,3% a/a (ajustado estacionalmente) tal y como se había adelantado vs +1,7% en el 3T. En el desglose se observa una caída de las exportaciones -0,6% t/t vs -0,3% e y +0,3% ant. mientras que las partidas de la demanda interna evolucionan razonablemente bien: inversión +1,5% vs +0,1% e y ant., gasto público +1,0% vs +1,2% e y +0,5% ant., el consumo privado se ralentiza en línea con las estimaciones +0,3% vs +0,6% ant. (ii) Colocó 1.243M€ en letras a 12M con tipo medio -0,5003%.

**FRANCIA.-** Emitió 6.500M€ en letras a 3, 6 y 12M con tipos -0,387%, -0,391% y -0,399%, respectivamente.

**CHINA.-** El yuan se ha depreciado y cotiza en 6,5285 después de que el PBOC subiera su *fixing* +0,17%, la mayor variación de los últimos seis meses. Además, el tipo de cambio offshore vuelve a cotizar por encima, por lo que la tendencia de depreciación de la divisa china se acentúa.

**G20.-** EEUU va a proponer mayor flexibilidad fiscal en la próxima reunión del G20, tal y como adelantó ayer Jack Lew, Secretario del Tesoro.

Leer más en nuestra web:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=ASES&subs=IMAS>

## 2.- Bolsa española

**IBERDROLA (Comprar; Pº objetivo: 6,9€; Cierre: 6,052€): Avance del plan estratégico 2016-2020.-** Mañana presenta el Plan Estratégico 2016-2020 pero ya se ha conocido que Avangrid, filial de Iberdrola en EE.UU., tiene previsto invertir 9.600M\$ hasta el año 2020. De esa inversión, un 69% se destinará a "crecimiento". Eso no incluye compras selectivas pero sí nuevos proyectos en redes o en renovables. El desglose del restante 31% lo conoceremos mañana. Según avanzó ayer Avangrid alcanzó un beneficio proforma de 468M\$ en 2015 (-13,01%), Ebitda 1.900M\$ (-5,0%). **OPINIÓN:** Este avance de la filial estadounidense se encuadra dentro de todo el Plan de Inversión que conoceremos mañana con la publicación de resultados. En principio, la apuesta por EEUU parece clara dado que las inversiones en el país podrían suponer la mitad del montante total previsto.

**FERROVIAL (Comprar; Pr. Objetivo: 24,6€; Cierre: 18,51€): El regulador de Nueva Zelanda da el visto bueno a la OPA por Broadspectrum.-** El regulador de Nueva Zelanda dio ayer el visto bueno a la OPA lanzada el pasado mes de diciembre por Ferrovial para adquirir Broadspectrum. **OPINIÓN:** Con esta noticia, se da un paso más en el proceso para adquirir Broadspectrum a 715M AUD (aprox. 490M€) condiciona a hacerse con al menos el 50,01% de la compañía. El movimiento tiene sentido: Ferrovial estaría intentando hacerse con la compañía a un precio mucho menor al ofrecido hace un año aprovechando la importante caída en bolsa que ha sufrido Broadspectrum (de alrededor de -54% desde la pasada oferta) ante la persistente caída de sus ingresos.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada    Eva del Barrio    Pilar Aranda    Ramón Carrasco    Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro    Jesús Amador    Rafael Alonso    Belén San José    Esther G. de la Torre

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento> 28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho del su ratón.

**ALMIRALL (Cierre: 16,31€; Var. Día: -2,86%): Los resultados de 2015 decepcionan.**- Principales cifras de 2015 comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos Totales 769M€ (-45,4%), Ventas netas 685M€ (-12,9%) vs. 684M€ estimado, Ebitda 205,7M€ (-70%), BNA 131,8M€ (-70,6%) y BPA 0,480€ vs. 0,518€ estimado. La inversión en I+D se situó en 66,3M€ (-34,1%). El dividendo de 2015 ascendió a 0,19€/acc que equivale a un *dividend yield* de 1,16%. **OPINIÓN:** Estas cifras comparan con el ejercicio 2014 que incluyen los resultados extraordinarios tras la venta de la división respiratoria a AstraZenca por 652M€ y otros 910M€ condicionados a hitos (aérea que requería intensa inversión en I+D y estaba poniendo en juego la viabilidad de la compañía). Sin embargo, aunque excluyamos las partidas extraordinarias del año pasado, los Ingresos Totales tan sólo habrían aumentado +0,9%, mientras que el BNA se sitúa en 82,5M€ (+89,7%). La reciente adquisición de Poli Group (por 365M€ y otros 35M€ en función de los hitos logrados) favorecerá el desarrollo del nuevo modelo de negocio focalizado en dermatología. Atendiendo al ranking, Almirall se posiciona como la 1ª dermatológica en Alemania y la 5ª en EE.UU. y en Europa. Almirall estima en 2016 un crecimiento de dígito simple alto en ingresos y en ebitda. Actualmente, mantiene un aposción de caja neta de 548M€ lo que le facilitará seguir acometiendo operaciones corporativas para potenciar su crecimiento y consolidar su posicionamiento en el sector. No obstante, en el corto plazo, el valor seguirá penalizado por unos resultados claramente débiles.

### 3.- Bolsa europea

**SECTOR BANCARIO.**- Esta semana la Autoridad Bancaria Europea (EBA) hará públicos los escenarios sobre los que va a realizar las pruebas de resistencia de los 53 principales bancos europeos. No se espera que sean más duros que los de los ejercicios anteriores, salvo para países emergentes, y los resultados no se compararán con un nivel mínimo de capital, aunque sí tendrán su repercusión sobre el reparto de dividendos. Este cambio de escenario podría perjudicar algo al Santander y a BBVA, por su exposición a los países emergentes.

**BHP BILLITON (Cierre: 795GBp; Var. Día: +8,5%): Anuncia resultados 2S'15 débiles, que incluyen pérdidas y recorte de dividendo.**- Cifras principales: Ventas 15.157M\$ (-37%) y BNA -5.755M\$ vs 4.748M\$ un año atrás. Por otra parte anuncia una fuerte reducción de dividendo hasta 0,16\$/acc. desde 0,62\$/acc. en 2014. Son resultados débiles que se han visto afectados por la brusca caída en el precio de las materias primas. Los resultados incluyen un cargo después de impuestos de 858M\$ por un desastre ocurrido en Brasil en una *joint venture* que creó con Samarco. **OPINIÓN.**- estos resultados tendrán un impacto negativo a lo largo de la sesión de hoy. Se aprecia una reducción de actividad, que ha visto lastrada por la fuerte caída en el precio de las materias primas. Además recorta de dividendo lo que es bastante negativo para una compañía que tradicionalmente tenía una rentabilidad por dividendo elevada. Lo hace con el objetivo de proteger su balance y tratar de evitar una reducción de *rating* (actualmente el nivel es A con perspectiva negativa). Mantenemos recomendación de no tomar posiciones en ninguna compañía del sector.

### 4.- Bolsa americana y otras

**S&P por sectores.-**

**Los mejores:** Energía +2,2%; Consumo Discrecional +1,9%; Materiales +1,9%

**Los peores:** Consumo Básico +0,4%; Telecom +0,7%; *Utilities* +1,1%

El lunes publicaron: Allergan (3,41\$ vs. 3,34\$ estimado) y Motorola (1,58\$ vs. 1,46\$ estimado).

**Hoy publican varias compañías**, siendo las más relevantes (hora; BPA estimado por el consenso de mercado): Frontier Communications (antes de la apertura, -0,034\$e.), Home Depot (12:00h; 1,104\$) y Macy's (14:00h; 1,885\$).

**S&P 500, SALDO DE RESULTADOS 4T'15 PUBLICADOS:** Con 437 compañías publicadas, el BPA medio ajustado recoge una caída de -2,37% vs -6,7% estimado para el total del S&P 500 antes del inicio de publicación de resultados y frente a -2,32% en el 3T'15 (aunque se esperaba -6,9%).

El 69,2% ha batido estimaciones vs. 69,5% en el 3T, el 10,8% no ha ofrecido sorpresas ajustándose a las estimaciones vs. 8,6% en el 3T y el 20,0% ha decepcionado vs. 21,9% en el 3T.

Entre las **compañías que MEJOR EVOLUCIÓN** presentaron ayer destacan: las compañías del sector petróleo y gas favorecidas por el avance del crudo ayer (+6,2%), entre ellas destacaba (i) **CHESAPEAKE**

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio

Pilar Aranda

Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Jesús Amador

Rafael Alonso

Belén San José Esther G. de la Torre

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento>

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho del su ratón.

**ENERGY (2,39\$; +19,5%)**, impulsada además por especulaciones señalando a la compañía como un posible objetivo de compra por parte de algún competidor, **MARATHON OIL (7,5\$; +11,3%)**, **CONSOL ENERGY (8,7\$; +10,5%)** y **NEWFIELD EXPLORATION (24,5\$; +9,9%)**; (ii) **FREEMPORT-MCMORAN (7,93\$; +14,6%)**, los avances en el precio del cobre y la mejora de recomendación de un importante banco de inversión impulsaban al valor; (iii) **ALCOA (8,9\$; +13,2%)**, favorecida por la subida del precio del aluminio y un informe de una casa de análisis afirmando que el precio de los metales puede haber tocado ya suelo.

Entre los **valores que PEOR EVOLUCIÓN** ofrecieron ayer se encuentran: (i) **SYSCO (42,8\$; -4,9%)**, que anunciaba el acuerdo de compra de **BRAKES GROUP (no cotiza)** por 3.100M\$ con el fin de ganar presencia en Europa. Preocupa el elevado endeudamiento que tendrá que asumir la compañía (el importe de la compra incluye 2.300M\$ en deuda); (ii) **PERRIGO (124,08\$; -4,1%)**, penalizada por la rebaja de recomendación, a vender desde neutral, de un importante banco de inversión; (iii) **WHOLE FOODS MARKETS (30,7\$; -2,3%)**, la propuesta de subir el salario mínimo, que parece contar con el apoyo los candidatos demócratas a la presidencia, pesaba sobre la compañía ayer.

Horas de cierres de mercados: España y resto Eurozona 17:30h, Alemania 19h, EE,UU, 22:00h, Japón 8:00h

Metodologías de valoración aplicadas (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

Equipo de Análisis de Bankinter (Sujetos al RIC)

Ramón Forcada Eva del Barrio

Pilar Aranda

Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>

Ana de Castro Jesús Amador

Rafael Alonso

Belén San José Esther G. de la Torre

<http://www.bankinter.com/>

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento>

Avda de Bruselas, nº 12

28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho del su ratón.

Sector: Seguros

**Pese a los riesgos, la valoración sigue reflejando un potencial atractivo (+40%)**

## Mapfre

Precio Objetivo: 2,6 €

Recomendación: Comprar

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 5,544 M€  
 Último: 1,80 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 3,1 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 1,62€ / 3,62€  
 Cód. Reuters / Bloomberg: MAP MC/MAP SM

### Principales Múltiplos Sector

	PER	Rent. Dividendo	ROE
MAPFRE	7,9x	7,3%	8,8%
AEGON	7,0x	5,6%	3,3%
AXA	9,0x	5,4%	8,7%
ASSIC. GENERAL	7,9x	6,0%	9,7%
ALLIANZ	9,2x	5,4%	11,2%

Ratios esperados 2016

### Resultados 2015

Datos en M €	2015	2014	Var%
Primas emitidas aceptadas	22.312	21.816	2,3%
No Vida	17.441	16.370	6,5%
Vida	4.871	5.445	-10,6%

Resultado Técnico No Vida	187	560	-66,6%
Resultado Técnico Vida	-591	-732	na
Resultado Financiero No Vida	732	757	-3,3%
Resultado Financiero Vida	1.218	1.291	-5,6%
BAI	1.476	1.746	-15,4%
BNA	709	845	-16,1%

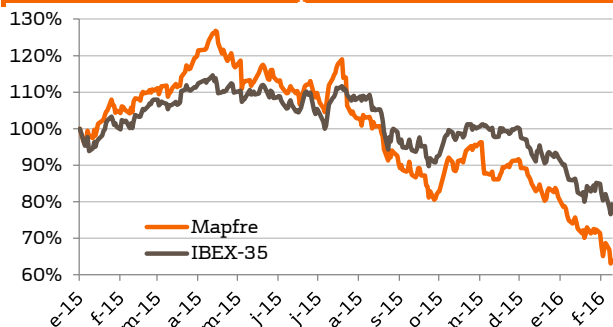
Activos Totales	63.489	65.415	-2,9%
Ahorro Gestionado	37.917	40.818	-7,1%
Fondos Propios	8.574	9.153	-6,3%

### Datos Básicos (compañía)

	2015	2014	Var%
Ratio de Gastos No Vida	28,60%	27,80%	0,80%
Ratio Siniestralidad No Vida	70,00%	67,90%	2,10%
ROE	8,0%	9,70%	-1,70%

% Revalorización	YTD	1 m	3 m	6 m
Mapfre	-21,9%	-11,9%	-27,9%	-36,9%
EuroStoxx Insurance	-15,8%	-7,3%	-15,3%	-13,2%
Ibex -35	-11,5%	-4,0%	-17,7%	-22,5%

### Evolución Mapfre vs. IBEX-35



Fuentes: Análisis Bankinter y Bloomberg

**Los resultados de 2015 muestran las sombras de siempre: Latam sigue pesando, especialmente Brasil, España no despega y preocupa el deterioro del ratio combinado del negocio de No Vida. Además, nos preocupa el importante peso de Latam en la cartera de inversión de la compañía: un 11,4% del total. Por ello, cuantificamos el riesgo a que una depreciación de las divisas de la región, cada vez más probable, acabe pesando sobre las plusvalías y, en consecuencia, sobre la valoración. De este modo, asumimos un impacto negativo de alrededor del 50%/55%, lo que se traduce en una rebaja de nuestro precio objetivo hasta 2,6€ desde 3,8€ anterior. Pese a ello el potencial de revalorización de la compañía sigue siendo elevado (+40%) y, por ello, mantenemos nuestra recomendación en Comprar.**

### Nuestra opinión y recomendación:

Existen diferentes frentes de riesgo que pesan sobre la compañía. Entre ellos, la exposición a Latam, especialmente a Brasil (20% del total de primas), el debilitamiento de la actividad en España (30% del total de primas) y el deterioro del ratio combinado. Además, el peso de Latam en la cartera de inversión no es nada despreciable: +11,4%. Todo ello provoca que el *timing* para la compañía no sea el mejor, lo que a su vez explica su bajo peso en nuestras Carteras Modelo de Acciones (sólo un 2% en la de 20 valores). Con todo ello, hemos ajustado nuestro precio objetivo hasta 2,6€ desde 3,8€ anterior. Esto implica un potencial de revalorización superior al 40% desde los niveles actuales de cotización y justifica que mantengamos nuestra recomendación de Comprar sobre el valor.

### Potencial (+40%), a pesar de todo, y rentabilidad por dividendo > 7%

Mantenemos nuestros tres enfoques de valoración: (i) uno basado en el valor del negocio típico de la compañía: la cartera de primas y la evolución del resultado operativo; (ii) un segundo enfoque considerando las plusvalías de la cartera de inversión y (iii) un último método basado en múltiplos comparables. A continuación, ajustamos nuestro precio objetivo ante el riesgo cada vez mayor de que la compañía vea reducidas sus plusvalías ante una potencial depreciación de las divisas de la región. Conviene recordar la recién anunciada rebaja de *rating* de Brasil por parte de S&P (hasta BB desde BB-) al pronosticar una contracción de su economía del -3% o el propio reconocimiento por parte de Mapfre de que la depreciación del bolívar venezolano pesará sobre su cuenta de resultados.

Por todo ello, contemplamos en nuestra valoración un impacto negativo en las plusvalías de la cartera expuesta a Latam del 50%/55%. No incluimos en este cómputo las plusvalías de la cartera a vencimiento sino las de la cartera disponible para la venta y la de negociación, por lo que nuestro enfoque es aún más prudente. Con estas consideraciones, nuestro precio objetivo cae hasta el entorno de los 2,6€. Incluimos a continuación una tabla de sensibilidad con diferentes escenarios para la valoración según diferentes niveles de ajuste de las plusvalías de la cartera. En ese análisis puede comprobarse que incluso asumiendo una pérdida del 70% la valoración seguiría presentando un potencial del +27%.

Con este recorte, el potencial de revalorización de la compañía es superior al 40%, lo que justifica que mantengamos nuestra recomendación en Comprar. A este respecto conviene tener en mente dos asuntos: (i) la acción ha sufrido un importante castigo en los últimos 6 meses (-37%) lo que la ha llevado a cotizar a unos múltiplos realmente bajos (PER 16e 7,9x y P/V 0,65x), y (ii) la rentabilidad por dividendo se mantiene en niveles superiores al 7%.

**Equipo de Análisis de Bankinter:** Esther G. de la Torre (analista principal de este informe)

Pilar Aranda Rafael Alonso Belén San José Ramón Carrasco Eva del Barrio

Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

**Por favor, consulte importantes advertencias legales en:**
<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

## Resultados de 2015: resumen y opinión

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Primas emitidas y aceptadas 23.311M€ (+2,3%), ingresos 26.702M€ (+4,1%) por encima de los 22.165M€ estimados, BNA 708,8M€ (-16,1%) vs. 637,5M€ estimados y BPA 0,23€ (-16,1%) también por encima de los 0,185€ esperados. En cuanto al dividendo, queda en 0,13€ por acción (-7,1%) lo que se traduce en una rentabilidad por dividendo, tomando el cierre de ayer, superior al 7%.

El aspecto más positivo de estas cifras es el crecimiento de primas que, por cierto, es ligeramente superior al del conjunto del sector en España: +2,3% vs. +2,06%. Además, destaca especialmente el crecimiento en el segmento de No Vida (+6,5% hasta 17.441M€) puesto que éste es el principal generador de primas de la compañía (80% del total). Sin embargo las cifras son claramente flojas y siguen presentando las mismas sombras que señalábamos en trimestres anteriores:

1. La debilidad del segmento Vida, cuyas primas caen casi un -11% (hasta 4.870M€). Además, no anticipamos que esta tendencia consiga revertirse en próximos trimestres dado el escenario de bajos tipos de interés en el que nos encontramos. En este punto conviene además destacar que la propia compañía reconoció en la *conference* con analistas que no cumplirá con su objetivo de ingresos (30.000M€ en 2016) aunque insistía que será por factores extraordinarios (efecto divisa en Venezuela y bajos tipos de interés). Nos parece relevante este anuncio: la partida de ingresos comprende un importe mayor a la de primas ya que incluye las estimaciones de renovaciones de contratos aún no perfeccionados. Sin embargo, la partida imputable a resultados es la de primas netas imputadas, es decir, la parte de los contratos realmente cerrados. Por tanto, un reconocimiento de incumplimiento de ingresos nos hace reducir nuestras estimaciones de ingresos por primas, totalmente computables en resultados, para este ejercicio.

2. Los mercados principales de la compañía siguen contrayéndose. En España las primas caían un -2,5% mientras que nos preocupa especialmente Brasil, donde lo hacían un -13,3% penalizadas por la depreciación del real. Estos dos países representan un 30% y un 20% respectivamente del total de primas de Mapfre. Al final, el crecimiento en el total de primas aceptadas y emitidas se ha producido por EE.UU. pero en gran medida esta buena evolución se debe a la apreciación del dólar en el 4T15.

3. El ratio combinado del segmento No Vida sigue deteriorándose. Aumenta casi un +3% hasta cerrar el ejercicio en 98,6%. Detrás de este deterioro se encuentra el aumento de la siniestralidad por la mala climatología en EE.UU. a principios de año.

4. La tendencia negativa en el beneficio se debe al mencionado aumento de la siniestralidad y al aumento de la carga impositiva en diversas geografías. Ahora bien, este empeoramiento pone sobre la mesa un problema no sólo de la compañía sino del sector en general: la alta rotación de clientes. Este aspecto provoca una presión sobre márgenes que impide que los aumentos de ingresos se traduzcan en aumentos de beneficio.

## Tabla de Sensibilidad según impacto de Latam en plusvalías de la Cartera de Inversión

Valoración promedio	2,6 € por acción	Cartera Inversión Total	46.265 M€
	8.008 M€ Equity Value	Exposición a Latam	11,4% 5.265 M€

Impacto en Valoración de diferentes escenarios de caída de plusvalías Latam					Ratios según Escenarios		
% Pérdida	Importe Pérdida	Equity Value	Pº Objet	Potencial	P/E	P/EBITDA	P/VC
10%	527 M€	10.214 M€	3,32 €	84,2%	14,6x	3,3x	1,2x
15%	790 M€	9.951 M€	3,23 €	79,5%	14,3x	3,2x	1,2x
20%	1.053 M€	9.688 M€	3,15 €	74,7%	13,9x	3,1x	1,1x
25%	1.316 M€	9.424 M€	3,06 €	70,0%	13,5x	3,0x	1,1x
30%	1.580 M€	9.161 M€	2,97 €	65,2%	13,1x	3,0x	1,1x
35%	1.843 M€	8.898 M€	2,89 €	60,5%	12,8x	2,9x	1,0x
40%	2.106 M€	8.634 M€	2,80 €	55,7%	12,4x	2,8x	1,0x
45%	2.369 M€	8.371 M€	2,72 €	51,0%	12,0x	2,7x	1,0x
50%	2.633 M€	8.108 M€	2,63 €	46,2%	11,6x	2,6x	0,9x
55%	2.896 M€	7.845 M€	2,55 €	41,5%	11,2x	2,5x	0,9x
60%	3.159 M€	7.581 M€	2,46 €	36,8%	10,9x	2,4x	0,9x
65%	3.422 M€	7.318 M€	2,38 €	32,0%	10,5x	2,4x	0,9x
70%	3.686 M€	7.055 M€	2,29 €	27,3%	10,1x	2,3x	0,8x

Equipo de Análisis de Bankinter: Esther G. de la Torre (analista principal de este informe)

Pilar Aranda Rafael Alonso Belén San José Ramón Carrasco Eva del Barrio

Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.