

Sector: *Seguros***Negocio diversificado, solvencia cómoda y rentabilidad por dividendo atractiva.****MAPFRE**

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **2,10 €**
 Potencial: **+12,9%**
 Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €): 5.713 M€
 Cierre a 02.08.2023 1,86 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 3.080 M acc.
 Min / Max (52 sem): 1,54€/acc./2,06€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: MAP.SM / MAP.MC
 Revalorización año (YTD): 2%

Accionariado

Fundación Mapfre 70%
 Free Float 29%
 Autocartera 1%

Principales ratios

	2021r	2022r	2023e	2024e	2025e
PER	7,3x	9,3x	7,8x	7,6x	7,2x
P/V	0,7x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x
Rentabilidad div.*	7,5%	7,5%	7,8%	7,8%	7,8%

*Rentab. por dividendo bajo criterio de caja

Principales cifras

	2T 23	Var.%	2T 21
Primas emitidas acep.	6.564	10%	14%
No Vida	5.320	12%	16%
Vida	1.244	1%	4%
Rdo. Téc. No Vida	169	231%	25%
Rdo. No Vida	350	81%	45%
Rdo. Vida	163	-9%	113%
BAI	453	16%	13%
BNA	189	3%	-1%

Solvencia	198,1%	-3,1 p.p.
Ratio Combinado No Vida	95,8%	-2,8 p.p.
Ratio Siniestralidad No Vida	68,8%	-3,0 p.p.
Ratio de Gastos No Vida	26,9%	-0,1 p.p.

Ratio de Solvencia corresponde a 3M 2023

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

Las primas avanzan a buen ritmo y la presión en márgenes afloja. Mantenemos la recomendación en Comprar y subimos el Precio Objetivo hasta 2,10€/acc. (potencial +13%) desde 2,05€/acc. Esta recomendación se apoya en los siguientes argumentos: (i) la **diversificación** del negocio (ramos y geografías) le aporta recurrencia en resultados, (ii) estimamos una mejora progresiva de **márgenes** (ratio combinado) acompañada por una mejora del **resultado financiero**, (iii) el nivel de **Solvencia** es cómodo, lo que le permite ofrecer una (iv) **rentabilidad por dividendo atractivo** (>7,5% 2024e), la cual consideramos sostenible en el tiempo.

Las primas crecen a buen ritmo y la presión en márgenes afloja.

Las primas crecen un +10% en 2T 2023 ante la buena evolución del ramo **No Vida** (+12%). En este segmento, lo más destacado es la caída de la siniestralidad. Se reduce hasta 68,8% (vs 71,8% en 2T 2022), lo que supone cerrar el semestre en 97,1% (-1,3 p.p. vs 1S 2022). El incremento de primas junto a la mejora de márgenes y del resultado financiero conduce a un fuerte incremento del resultado del negocio No Vida (349,6M€; +81%). Si nos centramos en el segmento de **Vida**, las primas permanecen prácticamente planas frente al 2T 2022 (+1%), tras haber crecido un 60% en el 1T 2023. En esta ocasión, el resultado cede un -9% hasta 162,6M€.

El **BNA** del 2T 2023 se sitúa en 189,4M€ (+3%) con la fuerte contribución de geografías como Brasil (66M€; +103% a/a) y ramos como Mapfre RE (87,5M€+155%) frente al retroceso de otras geografías como España (55,4M€; -32%) y Norteamérica (-8,3M€).

:: **Márgenes:** De confirmarse esta tendencia es la mejor noticia posible para la compañía. En lo que va de año hemos tenido mucha dispersión entre el ratio combinado del 1T (98,5%) y del 2T (95,8%), en el cual podríamos ya haber visto lo peor. Si bien, nuestras estimaciones asumen la no consecución del objetivo de ratio combinado para el periodo 2023/2024 que la compañía publicó en febrero (96,5% BKTe vs 96% MAPE).

:: **Arbitraje:** Mapfre ha ganado el **arbitraje** sobre la resolución del acuerdo de bancaseguros con Bankia, lo que le supondrá un beneficio adicional neto de 47M€. Este beneficio será reconocido en el 3T 2023.

Mantenemos la recomendación en Comprar y subimos el Precio Objetivo.

Nuestras estimaciones nos conducen a un **Precio Objetivo**, ya para 2024, de **2,10€/acc. (potencial +13%)**. Nuestra recomendación (Comprar) se apoya en los siguientes argumentos: (i) la **diversificación** del negocio (ramos y geografías) le permite obtener recurrencia en resultados. En el 1S 2023 encontramos un claro ejemplo. Mientras España muestra debilidad (BNA -33%), Brasil y Mapfre RE avanzan con fuerza (+172% y +71% respectivamente); (ii) estimamos una **mejora progresiva de los márgenes** (ratio combinado), de forma que ya podríamos haber visto lo peor en este sentido, acompañada de una mejora en el **resultado financiero**; (iii) el nivel de **solvencia** es cómodo (198,1%). Se sitúa prácticamente en el medio del rango objetivo (175%/225%). Esto le otorga flexibilidad para ofrecer un (iv) **dividendo atractivo** en términos absolutos y relativos (rentabilidad por dividendo >7,5% 2024e vs 6,1% Stoxx Insurance), el cual consideramos sostenible en el tiempo.

Nota Compañía

miércoles, 2 de agosto de 2023 17:40

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2020r	2021r	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI'22/28
Primas emitidas y aceptadas	16.110	17.267	19.342	20.889	21.202	21.521	21.843	22.171	22.504	2,3%
Primas imputadas netas	12.795	13.002	14.569	14.622	15.902	16.140	16.383	16.628	16.878	2,2%
Resultado Técnico No Vida	669	331	288	457	576	617	659	702	747	16,0%
Resultado Negocio No Vida	873	1.072	823	1.039	1.165	1.218	1.273	1.329	1.386	8,3%
Primas emitidas y aceptadas	4.372	4.887	5.199	5.978	6.098	6.220	6.344	6.471	6.601	3,7%
Primas imputadas netas	3.907	4.463	4.642	5.380	5.487	5.597	5.709	5.823	5.940	3,8%
Resultado Negocio Vida	463	412	722	703	684	709	734	761	788	0,9%
BAI	1.118	1.355	1.398	1.585	1.636	1.712	1.790	1.871	1.954	5,0%
Resultado neto atribuido	527	765	642	730	754	789	825	862	900	5,0%
Ratio combinado	94,8%	97,5%	98,0%	96,9%	96,4%	96,2%	96,0%	95,8%	95,6%	
ROE	6,1%	9,0%	8,2%	9,4%	9,1%	9,1%	9,2%	9,2%	9,1%	

Síntesis de valoración: Método WEV

V.Contable/acc. 2024e	2,75
Coste del Capital	11,7%
Crecimiento (g)	1,0%
ROE largo plazo	9,1%
P/BV	0,76x
PRECIO OBJETIVO	2,10

Sensibilidad al Coste de Capital y al Crecimiento

		Crecimiento (g)				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Coste del capital	8,7%	2,90	2,90	2,91	2,93	2,94
	9,7%	2,60	2,59	2,58	2,57	2,56
	10,7%	2,35	2,33	2,31	2,29	2,26
	11,7%	2,15	2,12	2,10	2,06	2,03
	12,7%	1,98	1,95	1,92	1,88	1,84
	13,7%	1,84	1,80	1,76	1,72	1,68
	14,7%	1,71	1,67	1,64	1,59	1,55

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

Avda. de Bruselas, 14

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

28108 Alcobendas, Madrid

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
02/08/2023	Comprar	2,10
04/05/2023	Comprar	2,05
21/02/2023	Neutral	2,05
14/11/2022	Comprar	2,00
28/07/2022	Comprar	1,95
09/05/2022	Comprar	2,08
11/02/2022	Comprar	2,27

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Jorge Pradilla - Logística	Pedro Ribeiro - Analista
Carlos Pellicer - Alimentación/Distribución	Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable

Todos nuestros informes en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid