

Sector: *Seguros*

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **2,10 €**
 Potencial: **+7,5%**

Rentabilidad por dividendo y múltiplos de valoración atractivos.

MAPFRE

Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €): 6.005 M€
 Último: 1,95 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 3.080 M acc.
 Min / Max (52 sem): 1,50€/acc./1,98€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: MAP.SM / MAP.MC
 Revalorización año (YTD): 23%

Accionariado

Fundación Mapfre 70%
 Free Float 29%
 Autocartera 1%

Principales ratios

	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
PER	11,9x	9,3x	7,9x	8,8x	8,5x
P/V	0,8x	0,6x	0,7x	0,7x	0,6x
Rentabilidad div. *,	6,2%	8,5%	7,0%	7,4%	7,4%

*Rentab. por dividendo bajo criterio de caja

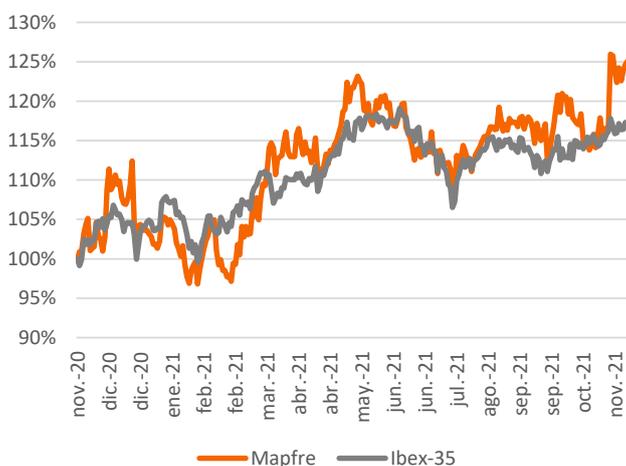
Principales cifras

	3T21	Var.%	3T19	3T18
Primas emitidas acep.	4.969	9%	-3%	-5%
No Vida	3.944	7%	2%	3%
Vida	1.025	15%	-18%	-28%
Rdo Téc. No Vida	27	-89%	-72%	75%
Rdo. No Vida	208,6	-29%	-7%	29%
Rdo. Vida	100	40%	-36%	-38%
BAI	269	-17%	10%	-20%
BNA	160	-11%	81%	12%

Activos bajo gestión	56.695	2,7%
Solvencia	194,5%	+1,6 p.p.
Ratio Combinado No Vida	96,5%	+1,3 p.p.
Ratio Siniestralidad No Vida	67,8%	+1,5 p.p.
Ratio de Gastos No Vida	28,7%	-0,2 p.p.
ROE	7,1%	+1,1 p.p.

Ratio de Solvencia corresponde a 1S 2021

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Alcanza nuestro Precio Objetivo (+23% en 2021). Mantenemos nuestra recomendación de **Comprar** y subimos el Precio objetivo hasta **2,10€/acc.** (desde 1,96€/acc.). La rentabilidad total estimada se sitúa en +14,5% (7,5% precio + 7% dividendo). Iberia sigue aportando estabilidad a los resultados mientras que las perspectivas mejoran para LatAm. Destacamos 5 factores que confirman nuestra recomendación: **(i) solvencia cómoda**, **(ii) dividendo elevado** (rentab. ~7% 2021e), **(iii) los múltiplos de valoración** son atractivos (PER 2021e 7,9x vs ~11x de media en los últimos 10 años y 10,3x Stox Insurance), **(iv) perspectivas de beneficios** al alza y **(v) la ruptura comercial con Bankia** aporta flexibilidad financiera.

Buenos resultados en términos generales

Las primas se incrementan +7% aunque permanecen alejadas del 9M 2019 (-12%). El ratio combinado repunta hasta 96,5% (vs 95,2% 9M 2020 y 95,1% 1S 2021). Es lógico ante una normalización de la actividad. Destacan los resultados de otras actividades que mejoran significativamente debido a una menor provisión para reestructuraciones y a la venta de varios activos (Rastreator, Preminen...). El BNA repunta hasta 524,4M (+16% vs 2020 y +13% vs 2019).

Buena evolución en Iberia. Aporta estabilidad a los resultados.

Las primas crecen un +7%. El margen de No Vida (**ratio combinado**) empeora, pero no nos preocupa ya que se debe a un pico de siniestralidad por normalización de la actividad (principalmente en autos) y al plan de bajas incentivadas. Esto hace que el resultado en este segmento retroceda frente a 2020. En paralelo, el segmento de **Vida** mejora considerablemente su resultado (+26% vs 2020 y +16% vs 2019). En consecuencia, el resultado atribuido se sitúa en 329,9M€ (-1% vs 2020 y -6% vs 2019) y supone un **63% del total del grupo**.

LatAm mantiene una evolución floja. Perspectivas a mejor.

El segmento de **vida** sigue lastrado por los (i) siniestros relacionados con el CV y la (ii) depreciación de sus divisas siguen afectando a los resultados. Sin embargo, las **perspectivas mejoran** ya que las tasas de contagio y la mortalidad descienden mientras que la vacunación avanza. Por su parte, las **divisas** siguen pesando en la cuenta de resultados. Como referencia, las primas en Brasil en euros crecen +6,7% mientras que en divisa local +16%. Una estabilización de las mismas en próximos trimestres mejoraría la comparativa frente a 2020 y 2021.

Varios factores refuerzan nuestra recomendación de Comprar.

Mantiene una cómoda posición de **(i) solvencia** (~194,5%) que se sitúa en el punto medio de su rango objetivo(225%/175%). Esto le permite repartir **(ii) dividendos** de forma sostenible en el tiempo y con una rentabilidad elevada (~7,0% 2021e y ~7,4% 2022e). De hecho, anuncia un incremento del dividendo a cuenta hasta 0,0606€/acc. lo que supone un incremento de rentabilidad de +0,5% al precio actual. El dividendo a cuenta ya recupera su nivel pre-Cv19, **(iii) los múltiplos de valoración** son atractivos (PER 2021e 7,9x vs ~11x de media en los últimos 10 años y 10,3x Stox Insurance), **(iv) las perspectivas de beneficios** se mantienen al alza - lo peor ya ha pasado - (en 9M 2021 el BNA avanza +16% vs 9M 2020 y +13% vs 9M 2019), **(v) Además**, está a punto de resolverse el **acuerdo con Bankia**. Podría suponer unas plusvalías estimadas de ¿135/325M? ¿~2/5% de su capitalización?). Y, ¿en la práctica? Aumenta su flexibilidad financiera para aumentar la retribución al accionista ya que mejora su posición de capital. Por tanto, se normalizaría el nivel de dividendos pre-Cv19 (0,145€/acc.).

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'20/26
Primas emitidas y aceptad	17.061	17.559	16.110	17.237	17.847	18.337	18.796	19.266	19.747	4,2%
Primas imputadas netas	13.890	13.764	12.795	12.583	14.082	14.469	14.831	15.201	15.581	4,0%
Resultado Técnico No Vida	334	326	669	492	629	675	722	770	820	4,2%
Resultado Negocio No Vid:	739	920	873	949	1.089	1.121	1.152	1.233	1.292	8,1%
Primas emitidas y aceptad	5.476	5.485	4.372	4.298	4.467	4.589	4.704	4.822	4.942	2,5%
Primas imputadas netas	5.322	5.409	3.907	4.040	4.198	4.313	4.421	4.532	4.645	3,5%
Resultado Negocio Vida	681	614	463	391	464	492	517	522	537	3,0%
BAI	1.331	1.279	1.118	1.477	1.387	1.441	1.494	1.575	1.647	8,0%
Resultado neto atribuido	529	609	527	764	683	710	736	776	812	9,0%
Ratio combinado	97,6%	97,6%	94,8%	96,1%	95,5%	95,3%	95,1%	94,9%	94,7%	
ROE	6,4%	7,2%	6,1%	8,8%	7,6%	7,7%	7,7%	7,9%	8,0%	

Síntesis de valoración: Método WEV

V.Contable/acc. 2021e	2,88
Coste del Capital	10,5%
Crecimiento (g)	1,0%
ROE largo plazo	7,9%
P/BV	0,73x
PRECIO OBJETIVO	2,10

Sensibilidad al Coste de Capital y al Crecimiento

		Crecimiento (g)				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Prima de riesgo	3,3%	3,13	3,15	3,17	3,20	3,23
	4,3%	2,73	2,72	2,71	2,70	2,68
	5,3%	2,42	2,39	2,36	2,33	2,29
	6,3%	2,17	2,14	2,10	2,05	2,00
	7,3%	1,97	1,93	1,88	1,83	1,78
	8,3%	1,80	1,76	1,71	1,66	1,60
	9,3%	1,66	1,62	1,57	1,51	1,45

Tasa Libre de Riesgo: Media ponderada B10a (media últimos 3 años) España, Brasil, EE.UU., Italia, Alemania, Turquía.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles 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

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
12/11/2021	Comprar	2,10
27/07/2021	Comprar	1,96
07/05/2021	Comprar	1,96
18/02/2021	Comprar	1,96
16/11/2020	Comprar	1,97

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en <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://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles e [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
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas & Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	Susana André - Portugal, Assistant

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