

**Sector: Seguros**

**Una de cal y una de arena: los resultados muestran buenos indicios pero Latam gana peso en la cartera de inversión**

**Datos Básicos (mercado)**

Capitalización (M €): 6,838 M€  
 Último: 2,22 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 3,1 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 1,62€ / 3,02€  
 Cód. Reuters / Bloomberg: MAP MC/MAP SM

**Principales Múltiplos Sector**

	PER	Rent. Dividendo	ROE
MAPFRE	9,7x	5,6%	8,1%
AEGON	5,9x	7,1%	5,5%
AXA	7,6x	6,4%	9,0%
ASSIC. GENERAL	7,7x	6,9%	9,3%
ALLIANZ	8,7x	5,8%	10,4%

Ratios esperados 2016

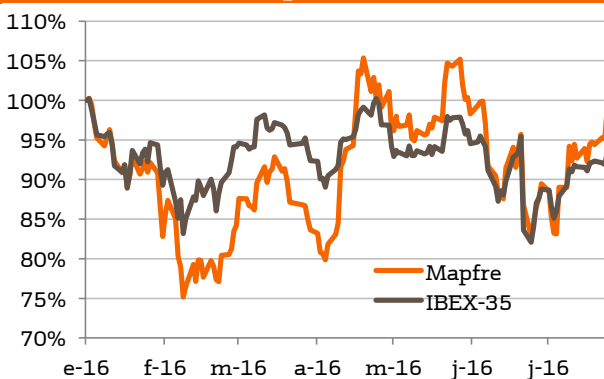
**Resultados 1T16**

Datos en M €	1S15r	1S16r	Var%
Primas emitidas aceptada:	12.175	12.080	-0,8%
No Vida	9.639	9.511	-1,3%
Vida	2.536	2.569	1,3%
Rdo Técnico No Vida	62	175	180,5%
Rdo Técnico Vida	-329	-313	n.a
Rdo Financiero No Vida	459	413	-9,9%
Resultado Financiero Vida	698	690	-1,2%
BAI	814	905	11,1%
BNA	573	598	4,3%
Activos Totales	67.757	69.089	2,0%
Ahorro Gestionado	37.718	40.267	6,8%
Fondos Propios	8.721	8.946	2,6%

**Datos Básicos (compañía)**

	1S15r	1S16r	Var%
Ratio de Gastos No Vida	28,3%	27,6%	-0,70%
Ratio Siniestralidad No Vic	70,8%	69,9%	-0,90%
ROE	8,0%	8,8%	

**Evolución Mapfre vs. IBEX-35**



Fuentes: Análisis Bankinter y Bloomberg

## Mapfre

Precio Objetivo: 2,4 €  
 Recomendación: Neutral

*Los resultados del primer semestre muestran buenos indicios y confirman la buena evolución del negocio en España y EE.UU. Todo ello acompañado por una mejora del ratio combinado, del ROE y de los fondos propios. Ante esto, revisamos al alza nuestras estimaciones para la cartera de primas en próximos trimestres. Sin embargo, el aumento de peso de Latam en la cartera de inversión anula esta mejora. Por ello, mantenemos inalterado nuestro precio objetivo en 2,4€. En nuestra opinión, el valor tiene un interesante punto de entrada cuando la cotización ronda los 1,80€. Sin embargo, a los niveles actuales, el potencial de revalorización asciende tan solo a +8,0%. Por ello, mantenemos nuestra recomendación en Neutral.*

**Resultados 1S16: principales cifras y opinión**

Las principales magnitudes están recogidas en la tabla de la izquierda. Por partidas, las primas siguen retrocediendo pero de manera ligera (-0,8%). El desglose muestra un retroceso de las primas de no vida (-1,3%) que no logra compensarse con el avance de las primas de vida (+1,3%). A partir de este punto la cuenta de resultados va mostrando tendencias más positivas: los ingresos, el ahorro gestionado, los fondos propios y el BNA avanzan de manera generalizada. El BNA atribuible a Mapfre (380,4M€, +20,5%) supera ampliamente las estimaciones (172,3M€). Esta mejora se produce gracias al importante repunte del resultado técnico de no vida. Todo esto viene acompañado por una mejora del ratio combinado de no vida, que cae -1,6% a/a hasta 97,5%, y del ROE.

Por geografías resulta sorprendente la buena evolución de Iberia (España + Portugal), principal mercado de la compañía al representar en torno a un 30% del total de primas. En concreto, las primas aumentan un +8,7%, profundizando la tendencia de mejora vista en el 1T16 (+4,3%). Lo mismo sucede en Norteamérica donde las primas aumentan un significativo +7,3%. En Brasil, segundo mercado de Mapfre que representa un 20% del total de primas, la caída de primas se modera hasta -13,0% (vs. -21,4% en el 1T16) y el peor comportamiento sigue centrado en Latam Norte y Sur (-38,6% y -25,3% respectivamente). En estas áreas las cifras siguen penalizadas por la depreciación de las divisas de la región, especialmente el bolívar venezolano y el real brasileño.

En conclusión, resultados que muestran buenos indicios y confirman algunas tendencias positivas vistas en los últimos meses (mejora en España y EE.UU.).

**¿Qué impacto tienen estas cifras en nuestra valoración?**

Revisamos a mejor nuestras estimaciones para la cartera de primas. Sin embargo, nuestro precio objetivo se mantiene en 2,4€ y nuestra recomendación en Neutral. ¿El motivo?

- El peso de Latam en la cartera de inversión aumenta hasta 12,2% (desde 11,4% anterior) y anula la mejora de provisiones que incluimos en nuestro modelo. Al final, la depreciación de las divisas de la región impactará negativamente sobre las inversiones que Mapfre mantiene en este área.

- El beneficio de la compañía se produce gracias a la cartera de inversión. Este punto nos preocupa porque en el escenario actual de tipos cero la renovación de vencimientos de bonos se hará a tipos de interés inferiores a los actuales. Esto repercutirá negativamente sobre la cuenta de resultados. Eso sí, la duración media de cartera ronda los 7 años, por lo que este efecto aún tardará en producirse.

- En nuestra opinión, el valor tiene un interesante punto de entrada cuando cotiza en torno a 1,8€. Sin embargo, nuestro precio objetivo implica un potencial de revalorización del +8,0% desde los niveles actuales de cotización. Por ello, mantenemos nuestra recomendación en Neutral.

**Equipo de Análisis de Bankinter:** Esther Gutiérrez de la Torre (analista principal de este informe) <http://broker.bankinter.com/>  
 Ramón Forcada Rafael Alonso Belén San José Eva del Barrio Ramón Carrasco <http://www.bankinter.com/>  
 Jesús Amador Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento) Paseo de la Castellana, 29  
 28046 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 de su ratón.

## Método de Valoración

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, considerando el peso de Latam en la cartera de inversión (12,2%), ajustamos nuestro precio objetivo ante el evidente impacto que tendrá la depreciación de las divisas de la región en las plusvalías de la compañía. Con ello, **llegamos a una valoración media de 2,4€ por acción lo que implica un potencial de revalorización de alrededor del +8,0% desde los niveles actuales de cotización. Este potencial justifica nuestra recomendación Neutral sobre el valor.**

## Valor Estimado Cartera de Primas

Cifras en millones de €

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Primas no vida	12.978	13.229	13.188	13.601	13.873	14.359	15.005	15.755	16.700	17.786
Gtos. técnicos no vida	-12.388	-12.720	-12.628	-13.414	-13.797	-14.280	-14.922	-15.668	-16.609	-17.688
Rdo. técnico no vida	590	509	560	187	76	79	82	87	92	98
Primas vida	5.294	4.773	4.691	4.387	4.080	3.876	3.760	3.666	3.592	3.556
Gtos. técnicos vida	-5.912	-5.356	-5.423	-4.977	-4.789	-4.549	-4.413	-4.302	-4.216	-4.174
Rdo. técnico vida	-618	-583	-732	-591	-709	-673	-653	-637	-624	-618
<b>Total primas</b>	<b>18.272</b>	<b>18.002</b>	<b>17.879</b>	<b>17.988</b>	<b>17.953</b>	<b>18.234</b>	<b>18.764</b>	<b>19.421</b>	<b>20.292</b>	<b>21.342</b>
<b>Total Rdo Técnico</b>	<b>-28</b>	<b>-74</b>	<b>-172</b>	<b>-404</b>	<b>-633</b>	<b>-594</b>	<b>-571</b>	<b>-550</b>	<b>-532</b>	<b>-520</b>
Otros Gtos. explotación	-734	-622	-604	-551	-621	-631	-649	-672	-702	-738
Otros ingresos explotació	454	537	446	417	378	384	396	409	428	450
Ingresos financieros neto:	1.608	1.649	2.047	1.950	1.975	2.006	2.064	2.136	2.232	2.348
Bfo. Ordinario	1.300	1.491	1.717	1.412	1.100	1.165	1.240	1.324	1.426	1.539
Extraordinarios	60	72	93	250	253	255	258	260	263	266
BAI	1.359	1.562	1.810	1.662	1.352	1.420	1.498	1.584	1.689	1.805
Imp.soc	-397	-372	-486	-464	-379	-398	-419	-443	-473	-505
Minoritarios	-297	-399	-478	-490	-284	-301	-320	-342	-368	-398
BNA	666	790	845	709	690	722	758	798	847	902
Tasa Variación Interanual		18,7%	6,9%	-16,2%	-2,7%	4,6%	5,0%	5,3%	6,1%	6,4%

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

Valoración promedio	2,4 € por acción	Cartera Inversión Total	49.655 M€
	7.392 M€ Equity Value	Exposición a Latam	12,2% 6.082 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%	608 M€	9.750 M€	3,17 €	42,6%	14,1x	3,2x	1,1x
15%	912 M€	9.446 M€	3,07 €	38,1%	13,7x	3,1x	1,1x
20%	1.216 M€	9.142 M€	2,97 €	33,7%	13,3x	3,0x	1,0x
25%	1.521 M€	8.838 M€	2,87 €	29,3%	12,8x	2,9x	1,0x
30%	1.825 M€	8.534 M€	2,77 €	24,8%	12,4x	2,8x	1,0x
35%	2.129 M€	8.230 M€	2,67 €	20,4%	11,9x	2,7x	0,9x
40%	2.433 M€	7.925 M€	2,57 €	15,9%	11,5x	2,6x	0,9x
45%	2.737 M€	7.621 M€	2,47 €	11,5%	11,1x	2,5x	0,9x
50%	3.041 M€	7.317 M€	2,38 €	7,0%	10,6x	2,4x	0,8x
55%	3.345 M€	7.013 M€	2,28 €	2,6%	10,2x	2,3x	0,8x
60%	3.649 M€	6.709 M€	2,18 €	-1,9%	9,7x	2,2x	0,7x
65%	3.953 M€	6.405 M€	2,08 €	-6,3%	9,3x	2,1x	0,7x
70%	4.257 M€	6.101 M€	1,98 €	-10,8%	8,8x	2,0x	0,7x

Equipo de Análisis de Bankinter: Esther Gutiérrez de la Torre (analista principal de este informe)  
 Ramón Forcada Rafael Alonso Belén San José Ramón Carrasco Eva del Barrio  
 esús Amador Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Paseo de la Castellana, 29

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28046 Madrid

[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 de su ratón.