

Sector: *Seguros*

Recomendación:

Comprar

Precio Objetivo:

2,30 €

Potencial:

+18%

Analista: Eduardo Cabero

**Negocio diversificado, solvencia cómoda y rentabilidad por dividendo atractiva.****MAPFRE****Datos Básicos**

Capitalización (M €): 6.005 M€  
 Cierre a 20.02.2024 1,95 €/acc.  
 N° 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): 0%

**Accionariado**

Fundación Mapfre 70%  
 Free Float 29%  
 Autocartera 1%

**Principales ratios**

	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e
PER	9,3x	8,7x	7,6x	6,9x	6,5x
P/V	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
Rentabilidad div.*	7,5%	7,4%	7,7%	7,7%	7,7%

\*Rentab. por dividendo bajo criterio de caja

**Principales cifras**

	4T 23	vs	4T 22	4T 21
Primas emitidas acep.	6.238		6%	13%
No Vida	4.667		7%	17%
Vida	1.571		2%	2%

Rdo Téc. No Vida	60	-51%	n.a.
Rdo. No Vida	278	9%	-21%
Rdo. Vida	236	27%	44%
BAI	467	22%	3%
BNA	221	44%	-8%

Solvencia	189,7%
Ratio Combinado No Vida	98,6% +1,8 p.p.
Ratio Siniestralidad No Vida	69,9% +0,9 p.p.
Ratio de Gastos No Vida	28,6% +0,9 p.p.

Solvencia a 9M 2023; Excluyendo medidas transitorias.

**Evolución histórica (rentabilidades)**

Fecha	Precio	Dividendo	Total
2023	+7,3%	+7,5%	+14,9%
2022	+0,2%	+8,1%	+8,3%
2021	+13,3%	+7,5%	+20,9%
2020	-32,5%	+8,6%	-23,9%
2019	+1,7%	+6,2%	+7,9%
2018	-13,4%	+6,3%	-7,1%
2017	-7,7%	+5,5%	-2,2%
2016	+25,4%	+4,5%	+29,9%

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

La cotización ha sobrerreaccionado a unos resultados empañados por la presión en márgenes. Nuestra tesis de inversión no cambia. Mantenemos la recomendación en **Comprar** y el **Precio Objetivo** en **2,30€/acc. (potencial +18%)**. 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 de un sólido **resultado financiero**, (iii) el nivel de **Solvencia** es cómodo, lo que le permite ofrecer una (iv) **rentabilidad por dividendo atractivo** (>7,5% 2024e) en términos absolutos y relativos, la cual consideramos sostenible en el tiempo.

**Resultados empañados por la presión en márgenes...**

Mapfre cierra 2023 con un incremento de primas de +9,7% (26.917,2M€). **En línea con nuestras expectativas**. Este crecimiento en primas está impulsado por Iberia (+15,8%) y LatAm (+9,3%). Si bien, este crecimiento en primas se vio empañado por una **presión en márgenes** superior a la estimada. El **Ratio Combinado No Vida** desciende hasta 97,2% (-0,8 p.p.), pero permanece alejado tanto del objetivo de la compañía (~96%) como de nuestras estimaciones (96,5% 2023e). Tras dos trimestres estabilizado en torno al objetivo (2T 95,8% y 3T 96,2%), el ratio combinado repuntó con fuerza en el 4T (98,6%; +1,8 p.p a/a). El ratio está afectado, principalmente, por dos variables: (i) el **negocio de Autos**. Mantiene ratios combinados superiores al 100%, lo que implica pérdidas, y es la asignatura pendiente de la Compañía. (ii) una siniestralidad por **catástrofes naturales** a lo largo de 2023 por encima de un año normal. En contraposición, destaca la buena evolución de los ingresos financieros debido al impacto positivo de los tipos de interés. Por ramos, **No Vida** cierra 2023 con un resultado de 1.096M€ (+33%) y **Vida** con un resultado de 809M€ (+12%). El Beneficio Neto se sitúa en 691,8M€ (+7,7%; vs 722M€ esperado). El crecimiento del beneficio está liderado por Brasil (+62%) y Mapfre Re (+71%) mientras que Iberia, su principal mercado, retrocede un -4%.

**...pero las perspectivas para 2024 son favorables.**

Estimamos una **mejora progresiva del Ratio Combinado** a lo largo de los próximos años. Nuestra estimación sitúa el Ratio Combinado No Vida para 2024/2026 en una media de 96,4% frente a un objetivo de la compañía para 2022/2024 de 96%. Esperamos que la compañía revise al alza el objetivo en su próximo plan estratégico (15 de marzo). De todas formas, **en este sentido ya hemos visto lo peor**. El negocio de Autos es el punto crítico y la Compañía ha puesto el foco sobre este segmento. En paralelo, el **resultado financiero** seguirá dando soporte a la cuenta de resultados.

**Mantenemos la recomendación en Comprar y subimos el precio objetivo.**

Consideramos que la cotización ha **sobrerreaccionado a la publicación de resultados** (-5,7%). Nuestra tesis de inversión no cambia. Mantenemos la recomendación en **Comprar** y el **Precio Objetivo** en **2,30€/acc. (potencial +18%)**. Esta recomendación se apoya en los siguientes argumentos: (i) la **diversificación** del negocio (ramos y geografías) le permite obtener recurrencia en resultados. Mientras España muestra debilidad (-4%), Brasil y Mapfre RE avanzan con fuerza (+62% y +71% respectivamente); (ii) estimamos una **mejora progresiva de los márgenes** (ratio combinado), de forma que ya hemos visto lo peor en este sentido, acompañada de un sólido **resultado financiero**; (iii) el nivel de **solvencia** es cómodo (189,7% sin medidas transitorias). Esto le otorga flexibilidad para ofrecer un (iv) **dividendo atractivo** en términos absolutos y relativos, el cual consideramos sostenible en el tiempo. La rentabilidad por dividendo supera el >7,5% 2024e (vs 6,0% Stoxx Insurance) tras el incremento del dividendo complementario (+5,9%) anunciado en la presentación de resultados.

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>

1

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y su difusión:

20/02/2024 17:36

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid

## Nota Compañía

martes, 20 de febrero de 2024 17:36

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2020r	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI'23/28
Primas emitidas y aceptadas	16.110	17.267	19.342	20.961	22.009	22.780	23.577	24.402	25.256	3,8%
Primas imputadas netas	12.795	13.002	14.569	15.707	17.148	17.748	18.369	19.012	19.677	4,6%
Resultado Técnico No Vida	669	331	288	433	584	675	754	800	847	14,4%
<b>Resultado Negocio No Vida</b>	<b>873</b>	<b>1.072</b>	<b>823</b>	<b>1.096</b>	<b>1.262</b>	<b>1.343</b>	<b>1.411</b>	<b>1.445</b>	<b>1.480</b>	<b>6,2%</b>
Primas emitidas y aceptadas	4.372	4.887	5.199	5.956	6.057	6.160	6.264	6.370	6.478	1,7%
Primas imputadas netas	3.907	4.463	4.642	5.951	5.724	5.821	5.920	6.020	6.122	0,6%
<b>Resultado Negocio Vida</b>	<b>463</b>	<b>412</b>	<b>722</b>	<b>809</b>	<b>820</b>	<b>829</b>	<b>863</b>	<b>899</b>	<b>936</b>	<b>2,9%</b>
<b>BAI</b>	<b>1.118</b>	<b>1.355</b>	<b>1.398</b>	<b>1.700</b>	<b>1.871</b>	<b>1.956</b>	<b>2.055</b>	<b>2.121</b>	<b>2.189</b>	<b>5,2%</b>
<b>Resultado neto atribuido</b>	<b>527</b>	<b>765</b>	<b>642</b>	<b>692</b>	<b>787</b>	<b>877</b>	<b>921</b>	<b>950</b>	<b>981</b>	<b>7,2%</b>
Ratio combinado	94,8%	97,5%	98,0%	97,2%	96,6%	96,2%	95,9%	95,8%	95,7%	
ROE	6,1%	9,0%	8,2%	9,0%	9,4%	9,8%	9,7%	9,5%	9,4%	

## Síntesis de valoración: Método WEV

V.Contable/acc. 2024e	2,82
Coste del Capital	11,5%
Crecimiento (g)	1,0%
ROE largo plazo	10%
P/BV	0,81x
<b>PRECIO OBJETIVO</b>	<b>2,30</b>

## Sensibilidad al Coste de Capital y al Crecimiento

		Crecimiento (g)				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Coste del capital	8,5%	3,17	3,19	3,22	3,25	3,28
	9,5%	2,84	2,84	2,84	2,84	2,84
	10,5%	2,57	2,56	2,54	2,53	2,51
	11,5%	2,35	2,32	2,30	2,27	2,24
	12,5%	2,16	2,13	2,10	2,07	2,03
	13,5%	2,00	1,97	1,93	1,89	1,85
	14,5%	1,86	1,83	1,79	1,75	1,71

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.)
20/02/2024	Comprar	2,30
15/11/2023	Comprar	2,30
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

\*La Compañía ha tenido acceso al informe previo a su publicación.

## 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](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](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-Tрпиella - 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