

Sector: Seguros

Rentabilidad por dividendo y múltiplos de valoración atractivos.**MAPFRE**

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **1,95 €**
 Potencial: **+24,6%**
 Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.813 M€
 Último: 1,56 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 3.080 M acc.
 Min / Max (52 sem): 1,53€/acc./2,01€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: MAP.SM / MAP.MC
 Revalorización año (YTD): -13%

Accionariado

Fundación Mapfre 70%
 Free Float 29%
 Autocartera 1%

Principales ratios

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

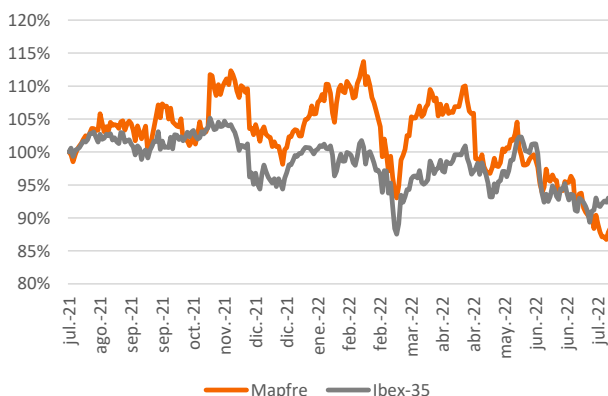
*Rentab. por dividendo bajo criterio de caja

Principales cifras	2T 22	Var.%	2T 20	1T 22
Primas emitidas acep.	5.972	4%	22%	-9%
No Vida	4.738	13%	20%	11%
Vida	1.234	4%	21%	5%

Rdo Téc. No Vida	51	-62%	-76%	-22%
Rdo. No Vida	194	-20%	-31%	10%
Rdo. Vida	178	133%	80%	27%
BAI	362	11%	35%	21%
BNA	183	-4%	27%	19%

Activos bajo gestión	53.075	-8,5 p.p.
Solvencia	205,3%	-1,0 p.p.
Ratio Combinado No Vida	98,3%	+3,2 p.p.
Ratio Siniestralidad No Vida	71,2%	+5,2 p.p.
Ratio de Gastos No Vida	27,1%	-2,0 p.p.
ROE	9,2%	+0,2 p.p.

Ratio de Solvencia corresponde a 12M 2021

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)

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

Mantenemos nuestra recomendación de **Comprar** y bajamos el **Precio objetivo hasta 1,95€/acc.** (desde 2,08€/acc.) por mayor coste del capital. La rentabilidad total estimada se sitúa en +34% (+24,6% precio + 9,3% dividendo). Los resultados retroceden, pero baten expectativas apoyados en los resultados en LatAm y una mejora del resultado financiero. Nuestra recomendación se apoya en los siguientes argumentos: (i) **solvencia** cómoda, (ii) **dividendo elevado** (rentab. ~9,3% 2022e), (iii) **múltiplos de valoración** atractivos (PER 2022e 7,2x vs 11,3x de media en los últimos 10 años y 8,9x Stoxx Insurance) y (iv) una mejora gradual de las **perspectivas en LatAm.**

Las primas crecen...pero la presión en márgenes continúa.

Las primas crecen a buen ritmo en la primera mitad del año. Si bien en el 2T aflojan, acumulan un crecimiento de +7,7% a perímetro constante. El **ratio combinado** del ramo No Vida empeora y se sitúa en 98,3% en 2T 2022, que compara con un 98,0% en 1T 2022 y vs 95,9% en 2T 2021. El incremento es sobre todo acusado en el segmento de **automóviles** por una normalización del uso de los vehículos/comportamiento de los conductores y un incremento del coste medio del siniestro (inflación). Este patrón también se repite en el ramo de **Salud** (+ visitas y + coste). En consecuencia, el **ratio combinado** se mantiene considerablemente por encima del objetivo marcado por la Compañía en su plan estratégico (promedio 2022-2024 94%/95%). Si bien, nuestra valoración en ningún momento ha contemplado la consecución de dichos niveles. Situamos el promedio en 96,8% (+40pb desde nuestro último informe) y consideramos probable una revisión al alza del ratio objetivo por parte de la compañía. Este impacto se refleja en el **BNA que se sitúa en 183,1M€** (-4%; vs 170M€ esperado por el consenso), amortiguado por los resultados en LatAm y una mejora de los ingresos financieros.

Iberia sigue acusando la siniestralidad.

Las primas crecen a un ritmo sólido +1,9% (ex-bankia) en el 1S 2022 aunque retroceden en 2T 2022. Los márgenes se deterioran con un aumento de la siniestralidad de +480pb debido a los ramos anteriormente mencionados (Autos & Salud). Como referencia, el ratio combinado se sitúa significativamente por encima de los niveles pre-pandemia: 99,4% 1T 2022 vs 95,1% 1T 2019 y 95,2% 1T 2018. La presión en márgenes y el impacto de la salida de Bankia conduce a un menor BNA: 81,4M€ (-17%).

Los resultados en LatAm tienden a mejorar.

Tal y como comentamos en la última nota, 2022 debería ser el punto de inflexión en LatAm. En ingresos ya se comienza a reflejar por estabilización/apreciación de sus divisas con las primas creciendo a doble dígito. En márgenes, destaca la mejora del ratio combinado No Vida en Brasil (85,0% vs 104,6% en 1T 2022) a pesar de la presión en motor, lo que supone una mejora en el resultado técnico de No Vida (+38%). Además, el resultado de Vida se incrementa considerablemente a lo largo de estas geografías por menor siniestralidad (Cv-19) y mayores ingresos financieros. Por tanto, el BNA se incrementa en el 1S 2022 +22% en Brasil, +65% en LatAm Sur y +11% en LatAm Norte. En conjunto representan el 33% del BNA en el 1S 2022.

Nuestra recomendación se apoya en los siguientes argumentos:

El (i) **nivel de solvencia es cómodo** (~205%) dentro de un rango objetivo 175%/225%, (ii) la **rentabilidad por dividendo es elevada** (~9,3 2022e vs 6,5% Stoxx Insurance), (iii) **los múltiplos de valoración son atractivos** (PER 2022e 7,2x vs 11,3x de media en los últimos 10 años y 8,9x Stoxx Insurance) y (iv) **el cambio de tendencia a mejor en LatAm.**

Nota Compañía

jueves, 28 de julio de 2022 18:01

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2018r	2019r	2020r	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21/26
Primas emitidas y aceptadas	17.061	17.559	16.110	17.267	17.738	18.068	18.339	18.614	18.893	1,8%
Primas imputadas netas	13.890	13.764	12.795	13.002	13.303	14.039	14.249	14.463	14.680	2,5%
Resultado Técnico No Vida	334	326	669	331	272	512	576	614	652	14,5%
Resultado Negocio No Vida	739	920	873	1.072	748	944	1.011	1.051	1.093	0,4%
Primas emitidas y aceptadas	5.476	5.485	4.372	4.887	5.060	5.184	5.288	5.393	5.501	2,4%
Primas imputadas netas	5.322	5.409	3.907	4.463	4.620	4.733	4.828	4.925	5.023	2,4%
Resultado Negocio Vida	681	614	463	412	583	615	643	672	702	11,2%
BAI	1.331	1.279	1.118	1.355	1.200	1.425	1.518	1.585	1.655	4,1%
Resultado neto atribuido	529	609	527	765	665	758	808	843	880	2,8%
Ratio combinado	97,6%	97,6%	94,8%	97,5%	98,0%	96,4%	96,0%	95,8%	95,6%	
ROE	6,4%	7,2%	6,1%	9,0%	8,1%	9,4%	9,6%	9,6%	9,6%	

Síntesis de valoración: Método WEV

V.Contable/acc. 2022e	2,56
Coste del Capital	11,9%
Crecimiento (g)	1,0%
ROE largo plazo	9,3%
P/BV	0,76x
PRECIO OBJETIVO	1,95

Sensibilidad al Coste de Capital y al Crecimiento

	Crecimiento (g)				
	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
8,9%	2,67	2,68	2,69	2,70	2,71
9,9%	2,40	2,39	2,39	2,38	2,36
10,9%	2,18	2,16	2,14	2,12	2,10
Coste del capital	2,00	1,97	1,95	1,92	1,89
12,9%	1,84	1,82	1,78	1,75	1,71
13,9%	1,71	1,68	1,65	1,61	1,57
14,9%	1,60	1,56	1,53	1,49	1,45

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.)
28/07/2022	Comprar	1,95
09/05/2022	Comprar	2,08
11/02/2022	Comprar	2,27
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 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 - Analista	Eduardo Cabero - Seguros

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