

Sector: Seguros

La persistencia de algunos factores de riesgo mantiene la vulnerabilidad de las cifras.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 7,602 M€
 Último: 2,47 €/acc.
 N° Acciones (M.): 3,1 M acc.
 Min / Max (52 sem): 2,25€ / 2,93€
 Cód. Reuters / Bloomberg: MAP MC/MAP SM

Principales Múltiplos Sector

Ratios estimados 2019 (*)	PER	ROE	Rent. Dividendo
MAPFRE	10,6x	8,8%	6,1%
AEGON	6,4x	7,6%	6,5%
AXA	7,5x	10,0%	6,4%
ASSIC. GENERALI	9,3x	10,5%	6,0%
ALLIANZ	9,4x	12,5%	5,0%

(*) Mapfre, estimaciones Análisis BK. Resto, estimaciones consenso Bloomberg.

Resultados (PyG)

Datos en M €	2017	2018	Var%	4T17	4T18	Var%
Primas emitidas aceptada	23.481	22.537	-4%	5.494	5.319	-3%
No Vida	18.155	17.061	-6%	4.061	3.975	-2%
Vida	5.326	5.476	3%	1.433	1.344	-6%
Rdo Téc. No Vida	268	334	25%	135	139	3%
Rdo Técnico Vida	-582	-199	66%	-141	-37	74%
Rdo Financ No Vida	678	405	-40%	174	-41	-124%
Rdo Financiero Vida	1.301	880	-32%	291	152	-48%
BAI	1.509	1.331	-12%	399	180	-55%
BNA	701	529	-24%	256	0,1	-100%

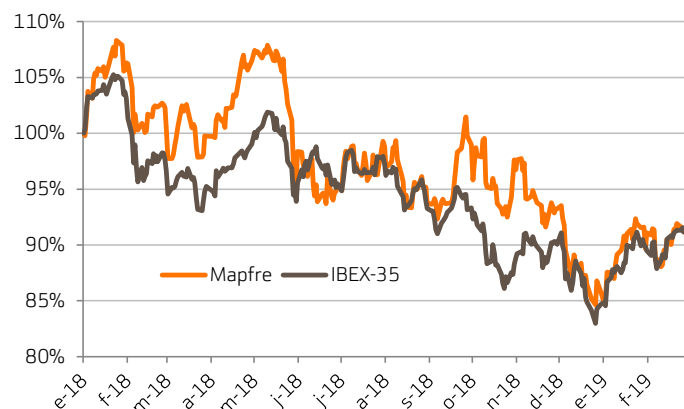
Principales magnitudes (compañía)

	2016	2017	Var%	2018	Var%
Activos Totales	67.882	67.569	-0,5%	67.290	-0,4%
Ahorro Gestionados	38.489	39.005	1%	37.748	-3,2%
Fondos Propios	9.127	8.611	-6%	7.994	-7,2%
ROE (*)	8,8%	8,1%	-0,7 p.p.	6,4%	-1,5 p.p.

(*) Calculado con promedio FFPP

	2016	2017	Var%	2018	Var%
Ratio Combinado No Vida	97,4%	98,1%	+0,7 p.p.	97,6%	-0,5 p.p.
Ratio de Gastos No Vida	27,4%	27,5%	+0,1 p.p.	27,8%	+0,4 p.p.
Ratio Siniestralidad No Vida	70,0%	70,7%	+0,7 p.p.	69,8%	-0,9 p.p.

Evolución Mapfre vs. IBEX-35



Fuentes: Análisis Bankinter y Bloomberg

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro González (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Rafael Alonso Pilar Aranda Jesús Amador Esther Gutiérrez de la Torre Coll Aránzazu Cortina

Elena Fernández Trapiella Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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.

Mapfre

Precio Objetivo:

2,78 €

Recomendación:

Vender

La persistencia de algunos factores de riesgo mantiene la vulnerabilidad tanto del resultado técnico (expectativas de crecimiento más moderadas en algunas regiones, mayor frecuencia de los eventos catastróficos, presión forex en emergentes...) como del resultado financiero (entorno de tipos bajos). Así, a pesar de la mejora de las cifras del negocio asegurador, los resultados de 2018 siguen reflejando fragilidad. Por todo ello, mantenemos nuestra recomendación en Vender y revisamos el Precio Objetivo desde 2,81€ hasta 2,78€.

Mapfre afronta un 2019 enmarcado en un contexto complicado por la persistencia de los riesgos que lastraron las cifras en 2018 provocando un descenso de los Ingresos de -5%, (hasta 26.590M€ vs. 22.349M€ estimado consenso de Bloomberg) y del beneficio neto (-25% hasta 529M€ vs. 771M€ estimado consenso de Bloomberg). Por segmentos, el resultado del Negocio de No Vida sufre un significativo descenso (-22%) hasta 738M€ y el resultado del Negocio de Vida cae -5% hasta 682M€. El ratio combinado mejora hasta 97,6% desde 98,1% en 2017 y el ROE empeora -1,5 p.p. hasta 6,4%.

Los motivos fundamentales que explican la evolución los resultados son los siguientes:

(i) Los ingresos financieros retroceden -8% al verse negativamente afectados por el entorno de tipos bajos (Europa y Brasil principalmente) y por la depreciación de algunas divisas emergentes como el real brasileño, la lira turca y el peso argentino. Por otra parte, los siniestros catastróficos (-97M€ coste neto de los tifones en Japón y las tormentas en EE.UU.) se producen con una frecuencia superior a la de los patrones históricos. Esto sumando a otros factores de riesgo (volatilidad en los mercados emergentes, ralentización del crecimiento global, incertidumbre en Europa...) muestran un nuevo patrón de crecimiento que arroja estimaciones más débiles en el medio plazo. Este deterioro parcial del negocio (operaciones de seguro directo en EE.UU., Italia e Indonesia valorado en -174M€) se ajusta vía fondo de comercio con una dotación extraordinaria que explica parte de los peores resultados a cierre de 2018.

(ii) El resultado técnico mejora tanto en el segmento de Vida como en el de No Vida. Las primas de Vida aumentan +3%, mientras que en NO Vida (principal fuente de ingresos de Mapfre) retroceden -6% en gran medida por el impacto negativo de la depreciación de la divisa y, por otra parte, el ramo de Autos (representa en torno al 50% de No Vida) se ha visto afectado por la elevada siniestralidad en Brasil.

Destaca positivamente la buena evolución del negocio típico en España que compensa parte la caída de los ingresos financieros (Brasil principalmente) pero no es suficiente para corregir el debilitamiento de Segmento de Vida en su conjunto (-5%). Por otra parte, los one-offs de 2017 (principalmente la cancelación de una provisión por 29M€) tienen un efecto negativo en la base comparativa del resultado de Vida 2018 vs. 2017. El Segmento No Vida, también penalizado por el resultado financiero (fundamentalmente por el descenso de -24% del fondo de comercio hasta 471M€), retrocede -22% a pesar de la mejora de la unidad de seguros en España, de la unidad de Mapfre Asistencia y de Global Risks.

El ratio combinado No Vida (segmento principal de la compañía, sus primas representan alrededor del 80% del total) desciende hasta 97,6% desde 98,1% en 2017. Este descenso es positivo ya que supone un aumento del margen técnico [ratio combinado se define como (Gastos+Siniestros)/Primas imputadas netas].

Por último, mencionar el compromiso de la Compañía en mantener la remuneración al accionista. Por ello, aumenta el payout puntualmente en 2018 hasta 84,4% desde 63,7%, con un dividendo de 0,145€/acc. que equivale a 6,3% dividend yield (última cotización dic.'18). Si bien, de cara a 2019 el aumento del BNA (+36% hasta 718M€ estimado BK) permitiría mantener la rentabilidad del dividendo (6,1% estimado BK) con un payout sostenible (~65%).

En definitiva, a pesar de la mejora de las cifras del negocio asegurador consideramos que los resultados de 2018 siguen mostrando fragilidad.

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

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

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)

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 y el valor de la cartera de inversión** y (iii) un último método basado en **múltiplos comparables**. A continuación, ajustamos nuestro precio objetivo ante el impacto que el actual escenario para la renta fija puede tener en las plusvalías y la valoración de la cartera de renta fija de la Compañía. Consideramos relevante mencionar **el riesgo de valoración de la cartera de bonos**. El entorno sigue siendo de tipos bajos. Sin embargo, en el corto/medio plazo podría producirse un incremento gradual de tipos de interés, principalmente en algunas economías de Latam (como Brasil) pero, también en Europa donde, además, persiste la incertidumbre político-económica (presión bajista para los bonos europeos). Ambos factores conllevarían cierto deterioro del valor de la cartera de inversión. Por ello, en nuestro escenario central antepone el criterio de prudencia, estimado un impacto negativo de aproximadamente -2.200/2.250M€ (incluye Latam y UE con un peso de 81% sobre el total de la cartera de bonos) tomando como referencia el deterioro en 2018 de -473M€ derivado, fundamentalmente, de la exposición a bonos americanos e italianos (17% de la cartera de bonos).

Valor Estimado Cartera de Primas

Cifras en millones de €

	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Primas imputadas netas no vida	13.229	13.188	13.601	14.159	14.255	13.890	14.141	14.500	14.898	15.336	15.818
Gtos. técnicos no vida	-12.720	-12.628	-13.414	-13.788	-13.987	-13.557	-13.698	-14.046	-14.431	-14.856	-15.323
Rdo. técnico no vida	509	560	187	371	268	334	443	454	467	480	496
Primas imputadas netas vida	4.773	4.691	4.387	4.880	5.055	5.322	5.610	6.038	6.534	7.111	7.781
Gtos. técnicos vida	-5.356	-5.423	-4.977	-5.520	-5.636	-5.520	-6.249	-6.726	-7.279	-7.921	-8.668
Rdo. técnico vida	-583	-732	-591	-641	-582	-199	-639	-688	-745	-811	-887
Total primas	18.002	17.879	17.988	19.038	19.310	19.212	19.751	20.538	21.432	22.447	23.599
Total Rdo Técnico	-74	-172	-403	-270	-314	135	-196	-234	-278	-330	-391
Otros ingresos/gastos	-85	-158	-192	-234	-95	-156	-175	-182	-190	-199	-209
Ingresos financieros netos	1.649	2.047	2.071	2.310	1.918	1.351	2.003	2.083	2.173	2.276	2.393
Bfo. Ordinario	1.491	1.717	1.476	1.805	1.509	1.331	1.632	1.667	1.706	1.748	1.793
Actividades Interrump.	72	93	187	0	0	0	0	0	0	0	0
BAI	1.562	1.810	1.663	1.805	1.509	1.331	1.632	1.667	1.706	1.748	1.793
Imp.soc	-372	-486	-464	-560	-410	-453	-490	-500	-512	-524	-538
Minoritarios	-399	-478	-490	-470	-398	-349	-424	-433	-443	-454	-466
BNA	790	845	709	776	701	529	718	734	751	769	789
Tasa Variación Interanual		6,9%	-16,1%	9,4%	-9,7%	-24,5%	35,8%	2,2%	2,3%	2,5%	2,6%

Tabla de Sensibilidad de la Cartera de Inversión

Valoración promedio	2,78 € por acción	Cartera Inversión Total	49.274 M€
	8.556 M€ Equity Value	Exposición a Renta Fija	74% 36.518 M€

Impacto en Valoración de diferentes escenarios por el deterioro de la cartera de bonos en Europa y Latam.

Ratios según Escenarios

% Reducción Valor Mercado	Importe Estimado Pérdida	Equity Value	Pº Objetivo	Potencial	P/E	P/EBITDA	P/VC
0%	0 M€	10.747 M€	3,49 €	41,4%	15,0x	3,0x	1,3x
1%	365 M€	10.382 M€	3,37 €	36,6%	14,5x	2,9x	1,3x
2%	730 M€	10.017 M€	3,25 €	31,8%	13,9x	2,8x	1,3x
3%	1.096 M€	9.651 M€	3,14 €	27,0%	13,4x	2,7x	1,2x
4%	1.461 M€	9.286 M€	3,02 €	22,2%	12,9x	2,6x	1,2x
5%	1.826 M€	8.921 M€	2,90 €	17,4%	12,4x	2,5x	1,1x
6%	2.191 M€	8.556 M€	2,78 €	12,6%	11,9x	2,4x	1,1x
7%	2.556 M€	8.191 M€	2,66 €	7,8%	11,4x	2,3x	1,0x
8%	2.921 M€	7.826 M€	2,54 €	3,0%	10,9x	2,2x	1,0x
9%	3.287 M€	7.460 M€	2,42 €	-1,9%	10,4x	2,1x	0,9x
10%	3.652 M€	7.095 M€	2,30 €	-6,7%	9,9x	2,0x	0,9x
11%	4.017 M€	6.730 M€	2,19 €	-11,5%	9,4x	1,9x	0,8x
12%	4.382 M€	6.365 M€	2,07 €	-16,3%	8,9x	1,8x	0,8x

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro González (analista principal de este informe)

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

Ramón Forcada Rafael Alonso Pilar Aranda Esther Gutiérrez de la Torre Coll Aránzazu Cortina

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

Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Bueno Juan Tuesta Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

Avda. de Bruselas, 14

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108 Alcobendas (Madrid)

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.