

Sector: *Seguros*

**Perspectivas mejoran para 2021. Mantiene dividendo a cuenta.**

Recomendación: **Comprar**  
 Precio Objetivo: **1,97 €**  
 Potencial: **+23,0%**

## MAPFRE

Analista: Eduardo Cabero

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.943 M€  
 Último: 1,61 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 3.079,6 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 1,23€/acc./2,62€/acc.  
 Cód. Bloomberg / Reuters: MAP.SM / MAP.MC  
 Revalorización año (YTD): -32%

### Accionariado

Fundación Mapfre 68%  
 Free Float 32%

### Principales ratios

	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e
PER	11,9x	10,1x	7,6x	7,4x	7,2x
P/V	0,8x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x
Rentabilidad div	6,2%	9,0%	6,9%	8,5%	8,7%

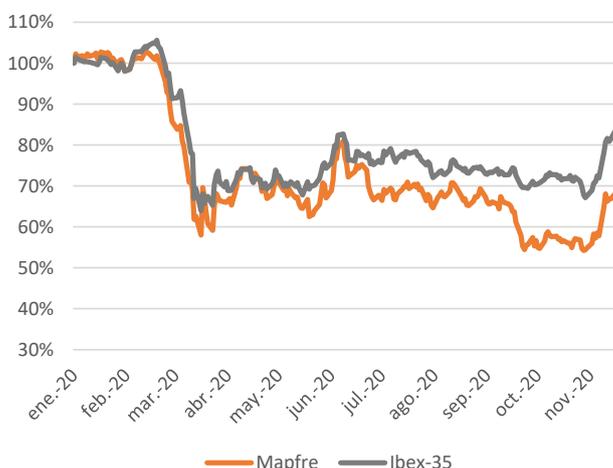
Para el ratio a 2019 se utiliza la cotización a 31 de Dic. (2,36€)

### Principales cifras

	9M20	Var.%	3T20r	1S20r
<b>Primas emitidas acep.</b>	<b>15.550</b>	-12%	-11%	-12%
No Vida	12.439	-8%	-5%	-10%
Vida	3.111	-24%	-29%	-21%
<b>Rdo Téc. No Vida</b>	<b>454</b>	22%	157%	-24%
<b>Rdo. No Vida</b>	<b>740</b>	-7%	31%	-22%
<b>Rdo. Vida</b>	<b>296</b>	-28%	-54%	-11%
BAI	861	-13%	32%	-28%
<b>BNA</b>	<b>450</b>	-3%	103%	-28%

Activos bajo gestión	61.388
Ratio Solvencia	183,8%
Ratio Combinado No Vida	95,2%
Ratio Siniestralidad No Vic	66,3%
Ratio de Gastos No Vida	28,9%
ROE	6,9%

### Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Mantenemos la recomendación de Comprar con un precio objetivo revisado a la baja hasta 1,97€(+23%) desde 2,04€ en base a: Mejora de perspectivas para 2021 (i) reactivación de la actividad comercial (ii) creemos probable una recuperación de los países emergentes, cuyas divisas se han depreciado con fuerza este año, una apreciación de dichas divisas catalizaría los ingresos, (iii) el resultado financiero se irá normalizando a medida que los mercados se recuperen, (iv) el ratio de solvencia no preocupa (183,8% 1S20) y valoramos positivamente el mantenimiento del reparto de dividendos (Div. Yield ≈9%). Pendiente el desenlace del acuerdo con Bankia: estimamos unas plusvalías entre 500/800M€, que representan un año de beneficios de la Compañía. Descartado un reparto de dividendo extraordinario.

### Entorno permanece debilitado, perspectivas mejoran

El sector seguros sufre un fuerte descenso en la producción de primas debido a la ralentización de la actividad económica aunque, el flujo de noticias sobre la vacuna mejora las perspectivas en el medio plazo. La fuerte competitividad presionará a la baja los precios en el ramo de automóvil y el entorno de bajo tipos de interés deja sin atractivo tanto para los clientes como para las compañías el ramo de vida-ahorro. Una mejora de las perspectivas, supone a medio plazo una reactivación de la actividad comercial y una recuperación de los países emergentes y en consecuencia, sus divisas.

### Exposición a divisas emergentes penaliza el resultado.

Entre los mercados con mayor producción de primas se encuentra Brasil cuya moneda ha sufrido una fuerte depreciación en los últimos 12 meses, acumulando una caída del tipo de cambio medio de -25%. Además, esta depreciación también se ha visto en otros países en los que Mapfre está presente como: Turquía (Lira -17%), México (Peso -11%) y Argentina (-30%).

### Negocio no vida se beneficia de una menor siniestralidad.

El descenso en la producción de primas se reduce en el 3T20 pero permanece en contracción frente a 2019. El fuerte descenso de la siniestralidad contrarresta la menor actividad en el ramo. El ratio combinado desciende en 9M20 hasta 95,2% desde 96,4% (9M19). Este hecho eleva el resultado técnico no vida hasta 454M€(+22%). En vida, el resultado está afectado principalmente por dos asuntos ya comentados: seguros vida-ahorro y tipo de cambio.

### Resultado financiero sufre, normalizándose en 2021.

Además, el resultado financiero, principal motor de la cuenta de resultados, sufre tanto en no vida: 326M€ (-32%) como en vida: 374M€(-70%). Estimamos que este resultado financiero se normalice en 2021 a medida que los mercados continúen recuperándose del fuerte golpe sufrido en 2020.

### Confirma dividendo a cuenta con cargo a 2020, la solvencia no preocupa.

La Compañía cerró el 1S20 con un ratio de solvencia de 183,8%, dentro de su rango objetivo, en un nivel que no preocupa al mercado. En relación a la buena posición de solvencia, **valoramos positivamente la confirmación del dividendo a cuenta con cargo a 2020**, aunque era algo que ya esperábamos. El importe será de 0,05€/acc.(4% rentabilidad), un céntimo por debajo de lo repartido en 2019. Esta confirmación del dividendo es importante para el sostenimiento de la cotización. El dividendo complementario se decidirá, como es habitual, en la Junta de Accionistas tras la publicación de resultados 2020.

### En el medio plazo, dos asuntos acaparan la atención:

(i) **Exposición a divisas emergentes**, un cambio de tendencia en estos mercados con apreciación de sus monedas impulsaría los resultados y el precio de la acción. (ii) **Acuerdo con Bankia**, supondrá una reducción de los ingresos (-2%) y unas plusvalías entre 500/800M€ según nuestras estimaciones. Las plusvalías representarían un año de beneficio de la compañía. Está descartado un reparto de dividendos extraordinarios a cargo de dichas plusvalías.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19/25
Primas emitidas y aceptadas	18.154	17.061	17.559	16.154	16.607	16.997	17.337	17.684	18.037	0,4%
Primas imputadas netas	14.255	13.890	13.764	12.726	13.215	13.526	13.797	14.072	14.354	0,7%
Resultado Técnico No Vida	268	334	326	633	288	335	383	433	485	6,9%
<b>Resultado Negocio No Vida</b>	<b>946</b>	<b>739</b>	<b>920</b>	<b>1.016</b>	<b>921</b>	<b>948</b>	<b>976</b>	<b>1.004</b>	<b>1.034</b>	<b>2,0%</b>
Primas emitidas y aceptadas	5.326	5.476	5.485	4.092	4.219	4.295	4.381	4.468	4.558	-3,0%
Primas imputadas netas	5.055	5.322	5.409	3.752	4.043	4.116	4.198	4.282	4.368	-3,5%
<b>Resultado Negocio Vida</b>	<b>720</b>	<b>681</b>	<b>614</b>	<b>349</b>	<b>658</b>	<b>669</b>	<b>683</b>	<b>697</b>	<b>712</b>	<b>2,5%</b>
<b>BAI</b>	<b>1.509</b>	<b>1.331</b>	<b>1.279</b>	<b>1.143</b>	<b>1.410</b>	<b>1.447</b>	<b>1.486</b>	<b>1.525</b>	<b>1.566</b>	<b>3,4%</b>
<b>Resultado neto atribuido</b>	<b>701</b>	<b>529</b>	<b>609</b>	<b>591</b>	<b>643</b>	<b>660</b>	<b>678</b>	<b>696</b>	<b>714</b>	<b>2,7%</b>
Ratio combinado	98,1%	97,6%	-97,6%	-95,0%	-97,8%	-97,5%	-97,2%	-96,9%	-96,6%	
ROE	7,9%	6,4%	7,2%	6,9%	7,7%	7,7%	7,8%	8,0%	8,1%	

## Warranty Equity Method

Patrimonio 2021e	2,75
Coste del Capital	10,5%
Crecimiento (g)	1,0%
ROE largo plazo	7,8%
P/BV	0,72x
<b>PRECIO OBJETIVO</b>	<b>1,97</b>

## 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%	2,96	2,97	2,99	3,01	3,03
	4,3%	2,58	2,57	2,55	2,54	2,52
	5,3%	2,28	2,26	2,23	2,19	2,16
	6,3%	2,05	2,01	1,97	1,93	1,88
	7,3%	1,86	1,82	1,77	1,73	1,67
	8,3%	1,70	1,66	1,61	1,56	1,50
	9,3%	1,57	1,52	1,47	1,42	1,37

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>

Avda. de Bruselas, 14

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

28108 Alcobendas, Madrid

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/anali>
- 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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### 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
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Susana André - Portugal, Assistant
Rafael Diogo - Portugal	

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