

Sector: *Seguros*

Recomendación: **Comprar**  
 Precio Objetivo: **2,27 €**  
 Potencial: **+14,3%**

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

# MAPFRE

Analista: Eduardo Cabero

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 6.121 M€  
 Último: 1,99 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 3.080 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 1,51€/acc./2,0€/acc.  
 Cód. Bloomberg / Reuters: MAP.SM / MAP.MC  
 Revalorización año (YTD): 10%

### Accionariado

Fundación Mapfre 70%  
 Free Float 29%  
 Autocartera 1%

### Principales ratios

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

\*Rentab. por dividendo bajo criterio de caja

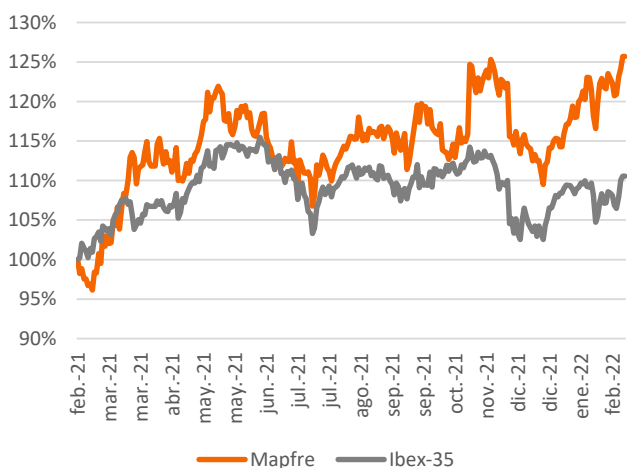
### Principales cifras

	2021	Var. %	2019	4T 21
<b>Primas emitidas acep.</b>	<b>22.155</b>	8%	-4%	12%
No Vida	17.267	7%	-2%	8%
Vida	4.887	12%	-11%	23%
<b>Rdo Téc. No Vida</b>	<b>331</b>	-51%	2%	-102%
<b>Rdo. No Vida</b>	<b>1.072</b>	23%	17%	164%
<b>Rdo. Vida</b>	<b>412</b>	-11%	-33%	-2%
BAI	1.355	21%	6%	75%
<b>BNA</b>	<b>765</b>	45%	26%	216%

Activos bajo gestión	57.994	+5,1%
Solvencia	193,8%	+0,9 p.p.
Ratio Combinado No Vida	97,5%	+2,7 p.p.
Ratio Siniestralidad No Vida	68,2%	+2,6 p.p.
Ratio de Gastos No Vida	29,3%	+0,1 p.p.
ROE	9,0%	+2,9 p.p.

Ratio de Solvencia corresponde a 9M 2021

### Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Mantenemos nuestra recomendación de **Comprar** y subimos el **Precio objetivo hasta 2,27€/acc.** (desde 2,10€/acc.). La rentabilidad total estimada se sitúa en +22% (+14,3% precio + 7,4% dividendo). Iberia aporta estabilidad, Mapfre Re impulsa los resultados y 2022 debería ser un punto de inflexión para LatAm. Nuestra recomendación pivota sobre 4 factores: **(i) solvencia** cómoda, **(ii) dividendo elevado** (rentab. ~7,4% 2022e), **(iii) múltiplos de valoración** atractivos (PER 2022e 8,2x vs 11,6x de media en los últimos 10 años y 9,7x Stoxx Insurance) y **(iv) perspectivas de beneficios** al alza.

### Los resultados batan expectativas...

Las **primas** en 2021 se incrementan +8,2% y se reduce el diferencial respecto a 2019 hasta -4% (vs -12% 9M 2021) después de un buen 4T 2021 (+12% vs 4T 2020 y +12% vs 4T 2019). El **ratio combinado** del grupo se normaliza y repunta hasta 97,5% (vs 94,8% en 2020 y 97,6% en 2019) pero no cumple el *guidance* establecido (~95%) debido al efecto de la reestructuración y al impacto del Cv-19. Por tanto, estimamos una mejora en 2022.

### ...marcados por extraordinarios. Solvencia en un nivel cómodo.

El **BNA** repunta con fuerza (+45% a/a y +26% vs 2019) después de que las operaciones extraordinarias arrojen un saldo de +62,6M€: plusvalía por **Bankia** (+167,1M€) vs **reestructuración** (-104,5M€). Mapfre estima que la ruptura con Bankia eleve el nivel de **solvencia** hasta 200% (vs ~194%). Un nivel cómodo que supone el punto medio de su rango objetivo (175%/225%)

### Iberia aporta estabilidad. Mapfre Re sube precios.

Las **primas crecen +8,5%** y se acercan a niveles de 2019. El **margen de No Vida** (ratio combinado) empeora significativamente, de forma puntual, por una normalización de la actividad (ej. Autos) y el plan de bajas incentivadas. Destaca la evolución de **Seguros Vida** con una importante recuperación de primas (+26% vs 2020) y un resultado de 334M€ (+13% vs 2020 y +16% vs 2019). El BNA recoge las plusvalías de Bankia y repunta hasta 541M€, lo que supone un 71% del BNA total. **Mapfre Re** impulsa los resultados debido al ajuste al alza (en precio) de las primas y a una mejora de la siniestralidad. Aporta un resultado de 152M€ vs 17M€ en 2020 y 58M€ en 2019.

### 2022 debería ser un punto de inflexión en LatAm.

El resultado del **segmento de vida** sigue lastrado por los siniestros relacionados con el **Cv-19** (Brasil+LatAm -60% vs 2020). Estos resultados deberían revertir su tendencia y **mejorar a lo largo de 2022** a medida que la tasa de vacunación se incremente y la mortalidad se reduzca. Además, una estabilización de las **divisas** tendría un efecto comparativo positivo.

### Nuestra recomendación pivota sobre 4 factores:

El **(i) nivel de solvencia es cómodo** (~194%; +6%/+8% tras el efecto de la ruptura con Bankia) dentro de un rango objetivo 175%/225%, **(ii) el dividendo se normaliza** a nivel pre-pandemia. **Lo consideramos sostenible y su rentabilidad es elevada** (~7,4% 2022e vs 5,1% Stoxx Insurance), **(iii) los múltiplos de valoración** son atractivos (PER 2022e 8,2x vs 11,6x de media en los últimos 10 años y 9,7x Stoxx Insurance) y **(iv) las perspectivas de beneficios** se mantienen al alza.

## Nota Compañía

viernes, 11 de febrero de 2022 11:26

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 aceptad	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	13.782	14.039	14.249	14.463	14.680	2,5%
Resultado Técnico No Vida	334	326	669	331	571	609	647	686	725	17,0%
<b>Resultado Negocio No Vid:</b>	<b>739</b>	<b>920</b>	<b>873</b>	<b>1.072</b>	<b>1.014</b>	<b>1.056</b>	<b>1.096</b>	<b>1.138</b>	<b>1.180</b>	<b>1,9%</b>
Primas emitidas y aceptad	5.476	5.485	4.372	4.887	4.860	4.979	5.079	5.180	5.284	1,6%
Primas imputadas netas	5.322	5.409	3.907	4.463	4.438	4.546	4.637	4.730	4.824	1,6%
<b>Resultado Negocio Vida</b>	<b>681</b>	<b>614</b>	<b>463</b>	<b>412</b>	<b>489</b>	<b>519</b>	<b>545</b>	<b>572</b>	<b>600</b>	<b>7,8%</b>
<b>BAI</b>	<b>1.331</b>	<b>1.279</b>	<b>1.118</b>	<b>1.355</b>	<b>1.372</b>	<b>1.441</b>	<b>1.506</b>	<b>1.573</b>	<b>1.642</b>	<b>3,9%</b>
<b>Resultado neto atribuido</b>	<b>529</b>	<b>609</b>	<b>527</b>	<b>765</b>	<b>744</b>	<b>781</b>	<b>816</b>	<b>853</b>	<b>890</b>	<b>3,1%</b>
Ratio combinado	97,6%	97,6%	94,8%	97,5%	95,9%	95,7%	95,5%	95,3%	95,1%	
ROE	6,4%	7,2%	6,1%	9,0%	8,6%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	

## Síntesis de valoración: Método WEV

V.Contable/acc. 2022e	2,84
Coste del Capital	10,8%
Crecimiento (g)	1,0%
ROE largo plazo	8,8%
P/BV	0,80x
<b>PRECIO OBJETIVO</b>	<b>2,27</b>

## Sensibilidad al Coste de Capital y al Crecimiento

		Crecimiento (g)				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Prima de riesgo	3,6%	3,32	3,36	3,40	3,44	3,50
	4,6%	2,91	2,91	2,91	2,92	2,93
	5,6%	2,58	2,57	2,55	2,54	2,52
	6,6%	2,32	2,30	2,27	2,24	2,21
	7,6%	2,11	2,08	2,05	2,01	1,96
	8,6%	1,94	1,90	1,86	1,82	1,77
	9,6%	1,79	1,75	1,71	1,66	1,61

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><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.)
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 <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://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/fuentes](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes)

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)

## NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles e [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
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas & Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	Susana André - Portugal, Assistant

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