

**Sector: Seguros**

Los riesgos para la cartera de inversión persisten

**Datos Básicos (mercado)**

Capitalización (M €): 9,671 M€  
 Último: 3,14 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 3,1 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 2,09€ / 3,35€  
 Cód. Reuters / Bloomberg: MAP MC/MAP SM

**Principales Múltiplos Sector**

	PER	Rent. Dividendo	ROE
MAPFRE	11,5x	4,9%	9,2%
AEGON	7,8x	5,7%	5,7%
AXA	10,2x	4,9%	8,6%
ASSIC. GENERALI	10,3x	5,4%	9,0%
ALLIANZ	11,6x	4,4%	10,4%

Ratios esperados 2017

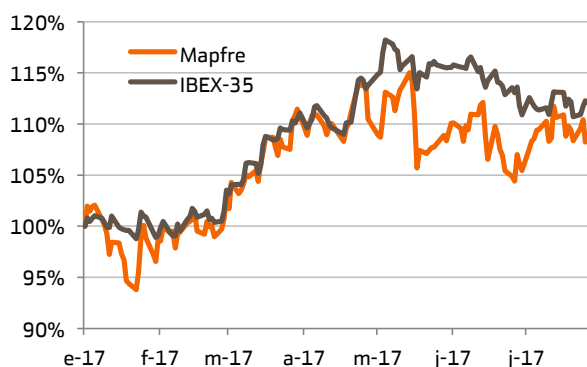
**Resultados 2016**

Datos en M €	1S16	1S17	Var%
Primas emitidas aceptadas	12.080	13.073	8,2%
No Vida	9.511	10.256	7,8%
Vida	2.569	2.817	9,7%
Rdo Téc. No Vida	175	203	16,0%
Rdo Técnico Vida	-313	-296	n.a
Rdo Financ No Vida	455	374	-17,9%
Rdo Financiero Vida	690	723	4,7%
BAI	905	935	3,3%
BNA	380	415	9,1%
Activos Totales	69.089	68.127	-1,4%
Ahorro Gestionado	58.282	59.323	1,8%
Fondos Propios	8.946	8.860	-1,0%

**Datos Básicos (compañía)**

	1S16	1S17	Var%
Ratio Combinado No Vida	97,5%	97,1%	-0,4%
Ratio de Gastos No Vida	27,6%	27,4%	-0,2%
Ratio Siniestralidad No Vida	69,9%	69,7%	-0,2%
ROE	8,8%	9,1%	0,3%

**Evolución Mapfre vs. IBEX-35**



Fuentes: Análisis Bankinter y Bloomberg

## Mapfre

Precio Objetivo: 2,77 €  
 Recomendación: Vender

*La primera mitad del año consolida la buena evolución de la actividad aseguradora en España y en EE.UU. Brasil confirma su cambio de tendencia y Latam en general endereza su rumbo. Con ello, la parte técnica de la cuenta de resultados muestra crecimientos sólidos, que nos llevan a mejorar nuestras estimaciones para las primas en los próximos ejercicios. Sin embargo, nos preocupa la nueva caída del resultado financiero de No Vida (-18%), peor de lo que estimábamos, y nos lleva a estresar nuestra valoración en la parte no técnica. Además, la mejora en el ROE y el ratio combinado es muy ligera y deja a ambos parámetros lejos de los objetivos fijados para 2018. Ante ello, mantenemos recomendación en Vender y ajustamos nuestro Precio Objetivo hasta 2,77€ (desde 2,82€ anterior).*

La primera mitad del año confirma que la actividad aseguradora mejora....

Resultados que muestran crecimientos sólidos en las principales partidas de la cuenta de resultados. Además, el BNA logra batir estimaciones: 415M€ vs. 391M€ estimado. En primas, crecen tanto las de Vida (+9,7%) como las de No Vida (+7,8%). Por geografías se confirma el cambio de tendencia en Brasil (primas emitidas y aceptadas +13,4%), España consolida su crecimiento (+4,8%) y EE.UU. logra un avance ligero (+2,4%). Latam ex Brasil crece con fuerza (Latam Norte +70,3% y Latam Sur +2,9%). Sin embargo, este comportamiento deriva de la contratación de una póliza de seguros en México con PEMEX por 499M€. Sin este efecto, en Latam Norte las primas caerían -4%. La única área en negativo es EMEA (-4,8%)

... pero los riesgos para el resultado financiero, del que deriva el beneficio de Mapfre, empeoran:

- El riesgo de caída en el resultado financiero derivado de la cartera de bonos sigue presente. De hecho, se pone de relevancia en el retroceso del resultado financiero de No Vida (segmento principal de Mapfre) un trimestre más. El descenso es importante y gana intensidad frente al 1T17: -18% (vs. -12% en el 1T17), hasta 374M€ en el acumulado hasta junio. Tras este mal desempeño se encuentran la caída de los tipos de reinversión en Brasil y una evolución negativa del dólar. Además, el riesgo de la cartera de bonos sigue presente y penalizará especialmente a la cuenta de resultados en 2018. Será entonces cuando el BCE podría plantearse un cambio en su política monetaria. De hecho, el aumento de tipos en Europa ha penalizado las inversiones financieras disponibles para la venta y esto, a su vez, a los fondos propios de la Compañía. A cierre de junio caían -1,0% hasta 8.860M€, castigados también por la debilidad del dólar, el real brasileño y la lira turca.

- El ROE mejora muy ligeramente (+30 p.b. hasta 9,1%) y el ratio combinado de No Vida también (-0,4% hasta 97,1%). Aunque esto es una buena noticia, es insuficiente para asegurar el cumplimiento de los objetivos fijados para 2018 (11% de media entre 2016/2018 y por debajo de 96% respectivamente). No pensamos que la estrategia de digitalización y eficiencia emprendida por la Compañía vaya a permitir una mejora rápida de estos parámetros.

- Si bien la rentabilidad por dividendo se sitúa alrededor de 4,6%, no consideramos este factor suficiente para justificar una compra del valor.

En definitiva, resultados positivos desde la parte técnica de la cuenta de resultados pero que siguen arrojando sombras por el lado financiero. Ante ello, **mantenemos nuestra recomendación en Vender, y ajustamos nuestro Precio Objetivo hasta 2,77€ desde 2,82€.**

Equipo de Análisis de Bankinter: Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Rafael Alonso Belén San José Eva del Barrio Ramón Carrasco Jesús Amador

Ana de Castro Aránzazu Bueno Ana Achau (Asesoramiento) Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](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.

## 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. Con ello, llegamos a una valoración media de 2,77€ por acción lo que implica que el valor carece de potencial desde los niveles actuales de cotización.

## Valor Estimado Cartera de Primas

Cifras en millones de €

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Primas no vida	12.978	13.229	13.188	13.601	14.159	15.008	15.984	17.103	18.129	19.307
Gtos. técnicos no vida	-12.388	-12.720	-12.628	-13.414	-13.788	-14.495	-15.438	-16.518	-17.509	-18.648
Rdo. técnico no vida	590	509	560	187	371	513	546	584	619	660
Primas vida	5.294	4.773	4.691	4.387	4.880	5.319	5.851	6.465	6.982	7.471
Gtos. técnicos vida	-5.912	-5.356	-5.423	-4.977	-5.520	-5.982	-6.581	-7.272	-7.853	-8.403
Rdo. técnico vida	-618	-583	-732	-591	-641	-664	-730	-807	-871	-932
Total primas	18.272	18.002	17.879	17.988	19.038	20.327	21.834	23.567	25.111	26.778
Total Rdo Técnico	-28	-74	-172	-403	-270	-151	-184	-222	-252	-273
Otros ingresos/gastos	-280	-85	-158	-192	-234	-193	-208	-224	-239	-255
Ingresos financieros netos	1.608	1.649	2.047	2.071	2.310	2.158	2.099	2.266	2.414	2.575
Bfo. Ordinario	1.300	1.491	1.717	1.476	1.805	1.813	1.708	1.819	1.923	2.047
Actividades Interrump.	60	72	93	187	0	0	0	0	0	0
BAI	1.359	1.562	1.810	1.663	1.805	1.813	1.708	1.819	1.923	2.047
Imp.soc	-397	-372	-486	-464	-560	-544	-512	-546	-577	-614
Minoritarios	-297	-399	-478	-490	-470	-469	-442	-471	-498	-530
BNA	666	790	845	709	776	800	754	803	849	903
Tasa Variación Interanual		18,7%	6,9%	-16,1%	9,4%	3,2%	-5,8%	6,5%	5,7%	6,4%

## Tabla de Sensibilidad de la Cartera de Inversión

Valoración promedio	2,77 € por acción	Cartera Inversión Total	49.209 M€
	8.532 M€ Equity Value	Exposición a Renta Fija	75% 36.679 M€

Impacto en Valoración de diferentes escenarios de caída de plusvalías Latam					Ratios según Escenarios		
% Ajuste	Importe Ajuste	Equity Value	Pº Objet	Potencial	P/E	P/EBITDA	P/VC
0%	0 M€	11.479 M€	3,73 €	18,7%	14,3x	2,9x	1,0x
2%	550 M€	10.929 M€	3,55 €	13,0%	13,7x	2,8x	1,0x
3%	1.100 M€	10.379 M€	3,37 €	7,3%	13,0x	2,6x	0,9x
5%	1.834 M€	9.645 M€	3,13 €	-0,3%	12,1x	2,4x	0,9x
7%	2.384 M€	9.095 M€	2,95 €	-6,0%	11,4x	2,3x	0,8x
8%	2.934 M€	8.545 M€	2,77 €	-11,6%	10,7x	2,2x	0,8x
10%	3.485 M€	7.994 M€	2,60 €	-17,3%	10,0x	2,0x	0,7x
11%	4.035 M€	7.444 M€	2,42 €	-23,0%	9,3x	1,9x	0,7x
13%	4.585 M€	6.894 M€	2,24 €	-28,7%	8,6x	1,7x	0,6x
14%	5.135 M€	6.344 M€	2,06 €	-34,4%	7,9x	1,6x	0,6x
16%	5.685 M€	5.794 M€	1,88 €	-40,1%	7,2x	1,5x	0,5x
17%	6.235 M€	5.243 M€	1,70 €	-45,8%	6,6x	1,3x	0,5x
19%	6.786 M€	4.693 M€	1,52 €	-51,5%	5,9x	1,2x	0,4x
20%	7.336 M€	4.143 M€	1,35 €	-57,2%	5,2x	1,0x	0,4x

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

Equipo de Análisis de Bankinter: Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)  
 Ramón Forcada Rafael Alonso Belén San José Eva del Barrio Ramón Carrasco Jesús Amador  
 Ana de Castro Aránzazu Bueno Ana Achau (Asesoramiento) Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

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

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

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

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)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.