

Sector: Seguros

La debilidad en el resultado no técnico nos preocupa

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 8,082 M€
 Último: 2,62 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 3,1 M acc.
 Min / Max (52 sem): 2,5€ / 3,2€
 Cód. Reuters / Bloomberg: MAP MC/MAP SM

Principales Múltiplos Sector

	PER	Rent. Dividendo	ROE
MAPFRE	9,0x	5,8%	10,1%
AEGON	7,8x	5,1%	7,4%
AXA	8,1x	6,1%	9,4%
ASSIC. GENERALI	9,2x	6,1%	9,9%
ALLIANZ	10,2x	4,6%	11,7%

Ratios esperados 2018

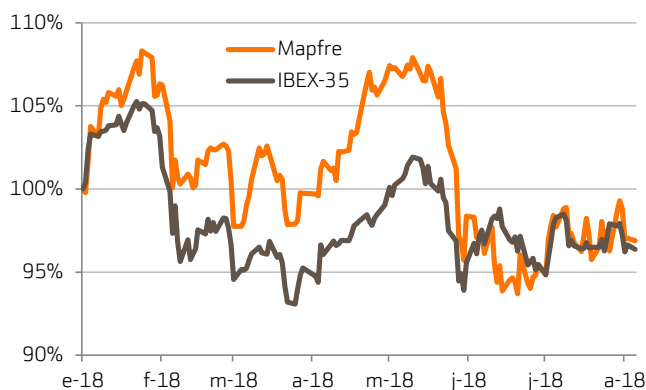
Resultados 1T18

Datos en M €	1S17	1S18	Var%
Primas emitidas aceptadas	13.073	11.970	-8,4%
No Vida	10.256	9.272	-9,6%
Vida	2.817	2.698	-4,2%
Rdo Téc. No Vida	203	180	-11,3%
Rdo Técnico Vida	-296	-88	n.a
Rdo Financ No Vida	362	299	-17,6%
Rdo Financiero Vida	723	493	-31,8%
BAI	935	816	-12,7%
BNA	415	386	-7,1%
Activos Totales	68.127	68.203	0,1%
Ahorro Gestionado	59.333	59.458	0,2%
Fondos Propios	8.860	8.457	-4,5%

Datos Básicos (compañía)

	1S17	1S18	Var%
Ratio Combinado No Vida	97,2%	97,4%	0,2%
Ratio de Gastos No Vida	27,5%	28,0%	0,5%
Ratio Siniestralidad No Vida	69,7%	69,4%	-0,3%
ROE	7,9%	7,8%	-0,1%

Evolución Mapfre vs. IBEX-35



Fuentes: Análisis Bankinter y Bloomberg

Equipo de Análisis de Bankinter:

Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Rafael Alonso Pilar Aranda Ramón Carrasco Jesús Amador Ana de Castro 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: 2,81 €
 Recomendación: Vender

El resultado técnico sigue mostrando síntomas de debilidad. La única geografía con una tendencia positiva es Iberia (España + Portugal). Sin embargo, esta evolución no basta para compensar los retrocesos en el resto de regiones. El resultado financiero continúa cayendo. El escenario de tipos bajos no se corregirá en el corto plazo y, por tanto, el resultado no técnico seguirá penalizado. Asunto preocupante puesto que el beneficio de Mapfre deriva en gran medida de esta partida. Las medidas de reestructuración emprendidas por la Compañía fomentarán una mejora de la eficiencia. Pero no lo harán a corto plazo. Este semestre la caída del ROE es prueba de ello, -0,1% hasta 7,8%. Por todo ello, mantenemos la recomendación en Vender y ajustamos el precio objetivo hasta 2,81€ desde 2,86€ anterior.

El resultado financiero sigue sufriendo y no prevemos una reversión de esta tendencia a corto plazo:

El entorno de tipos bajos penaliza al resultado financiero de la aseguradora. Como venimos advirtiendo, este escenario no se produce sólo en Europa sino que se ha trasladado a Latam. Especialmente a Brasil, donde la contención de la inflación ha permitido que la Tasa Selic baje hasta 6,50% desde 9,25% en agosto de 2017. Esto provoca una caída del resultado financiero de Vida de -31,8% y de No Vida de -17,6%. Esta situación permanecerá inalterada en próximos trimestres y provocará que esta tendencia se prolongue. Este asunto es relevante puesto que el beneficio de la aseguradora deriva en gran parte de esta partida.

El resultado técnico sigue mostrando debilidad aunque Iberia (España y Portugal) muestra una evolución sólida:

En cuanto al resultado técnico, las primas emitidas y aceptadas caen de manera significativa: -8,4%. En Vida retroceden -4,2% y en No Vida -9,6%. Por geografías destaca muy positivamente Iberia, que crece +4,6%. Sin embargo, esta evolución no logra contrarrestar la debilidad en el resto de áreas (Latam -21,3% e Internacional -6,0%). Estos retrocesos están afectados en parte por el efecto negativo de los tipos de cambio durante el semestre. Sin embargo, el problema no es sólo el fórex. Excluyendo este efecto, las primas siguen retrocediendo -2,3%. Con ello, el beneficio antes de impuestos retrocede -12,7% y el beneficio neto lo hace un -7,1%. Aunque este retroceso se matiza si excluimos extraordinarios (provisiones en el canal bancaseguros y la venta de un inmueble en Madrid). De hecho, esta partida crecería +4,9%.

Resulta preocupante la caída de fondos propios, -4,5% a/a, mientras los activos totales y gestionados se mantienen planos y el ROE cae -0,1% hasta 7,8%. En el lado positivo, destaca la mejora del ratio combinado, que cae -0,2% hasta 97,4%.

En definitiva, cifras débiles que siguen sufriendo de importantes debilidades. Si bien la rentabilidad por dividendo del valor es atractiva, cercana al 6,0%, no consideramos esta variable suficiente para recomendar tomar posiciones en la aseguradora. Valoramos positivamente las medidas de reestructuración de la Compañía que provocarán una mejora de la eficiencia. Sin embargo, los resultados aún tardarán en materializarse.

Por todo ello, mantenemos recomendación en Vender y ajustamos el precio objetivo hasta 2,81€ desde 2,86€ anterior.

<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. Con ello, **llegamos a una valoración media de 2,81€ 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 €

	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Primas imputadas netas no vida	13.229	13.188	13.601	14.159	14.255	15.182	16.244	17.219	18.338	19.530
Gtos. técnicos no vida	-12.720	-12.628	-13.414	-13.788	-13.987	-14.920	-15.964	-16.922	-18.022	-19.193
Rdo. técnico no vida	509	560	187	371	268	262	280	297	316	337
Primas imputadas netas vida	4.773	4.691	4.387	4.880	5.055	5.560	6.144	6.635	7.100	7.597
Gtos. técnicos vida	-5.356	-5.423	-4.977	-5.520	-5.636	-6.192	-6.842	-7.389	-7.906	-8.460
Rdo. técnico vida	-583	-732	-591	-641	-582	-632	-698	-754	-806	-863
Total primas	18.002	17.879	17.988	19.038	19.310	20.742	22.388	23.854	25.438	27.127
Total Rdo Técnico	-74	-172	-403	-270	-314	-370	-418	-457	-490	-526
Otros ingresos/gastos	-85	-158	-192	-234	-95	-82	-88	-94	-100	-107
Ingresos financieros netos	1.649	2.047	2.071	2.310	1.918	1.977	2.134	2.273	2.424	2.585
Bfo. Ordinario	1.491	1.717	1.476	1.805	1.509	1.525	1.628	1.722	1.834	1.952
Actividades Interrump.	72	93	187	0	0	0	0	0	0	0
BAI	1.562	1.810	1.663	1.805	1.509	1.525	1.628	1.722	1.834	1.952
Imp.soc	-372	-486	-464	-560	-410	-458	-488	-517	-550	-586
Minoritarios	-399	-478	-490	-470	-398	-396	-422	-447	-476	-507
BNA	790	845	709	776	701	672	717	759	808	860
Tasa Variación Interanual		6,9%	-16,1%	9,4%	-9,7%	-4,1%	6,7%	5,8%	6,5%	6,5%

Tabla de Sensibilidad de la Cartera de Inversión

Valoración promedio	2,81 € por acción	Cartera Inversión Total	50.300 M€
	8.655 M€ Equity Value	Exposición a Renta Fija	73% 36.800 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	PVC
0%	0 M€	11.590 M€	3,76 €	43,6%	17,3x	3,3x	1,4x
2%	552 M€	11.038 M€	3,58 €	36,8%	16,4x	3,2x	1,3x
3%	1.104 M€	10.486 M€	3,40 €	29,9%	15,6x	3,0x	1,2x
5%	1.840 M€	9.750 M€	3,17 €	20,8%	14,5x	2,8x	1,2x
7%	2.392 M€	9.198 M€	2,99 €	14,0%	13,7x	2,6x	1,1x
8%	2.944 M€	8.646 M€	2,81 €	7,1%	12,9x	2,5x	1,0x
10%	3.496 M€	8.094 M€	2,63 €	0,3%	12,0x	2,3x	1,0x
11%	4.048 M€	7.542 M€	2,45 €	-6,5%	11,2x	2,2x	0,9x
13%	4.600 M€	6.990 M€	2,27 €	-13,4%	10,4x	2,0x	0,8x
14%	5.152 M€	6.438 M€	2,09 €	-20,2%	9,6x	1,8x	0,8x
16%	5.704 M€	5.886 M€	1,91 €	-27,1%	8,8x	1,7x	0,7x
17%	6.256 M€	5.334 M€	1,73 €	-33,9%	7,9x	1,5x	0,6x
19%	6.808 M€	4.782 M€	1,55 €	-40,7%	7,1x	1,4x	0,6x
20%	7.360 M€	4.230 M€	1,37 €	-47,6%	6,3x	1,2x	0,5x

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 Pilar Aranda Ramón Carrasco Jesús Amador Ana de Castro Aránzazu Cortina
 Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

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

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

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.