

Sector: Seguros

El escenario para la renta fija pesa sobre nuestra valoración

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 9,979 M€
 Último: 3,24 €/acc.
 N° Acciones (M.): 3,1 M acc.
 Min / Max (52 sem): 1,75€ / 3,35€
 Cód. Reuters / Bloomberg: MAP MC/MAP SM

Principales Múltiplos Sector

	PER	Rent. Dividendo	ROE
MAPFRE	12,2x	4,6%	8,9%
AEGON	7,7x	5,6%	6,2%
AXA	10,2x	4,9%	8,4%
ASSIC. GENERALI	10,2x	5,6%	9,1%
ALLIANZ	11,1x	4,5%	10,3%

Ratios esperados 2016

Resultados 2016

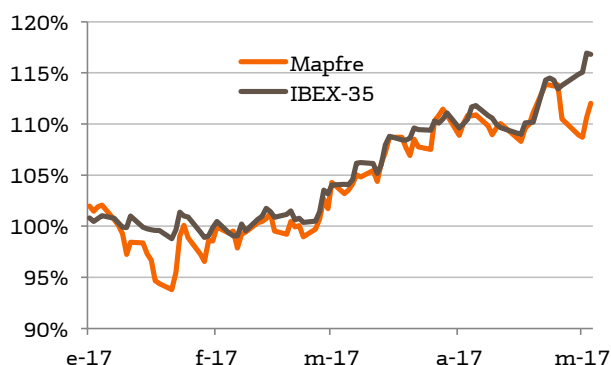
Datos en M €	1T16	1T17	Estimado*	Var%
Primas emitidas				
aceptadas	6.113	6.675		9,2%
No Vida	5.025	5.218		3,8%
Vida	1.088	1.457		33,8%
Rdo Téc. No Vida	113	90		-20,4%
Rdo Técnico Vida	-156,4	-164,1		n.a
Rdo Financ No Vida	191	168		-12,0%
Rdo Financiero Vida	327	390		19,2%
BAI	425	448		5,5%
BNA	192	206	198	7,6%
Activos Totales	65.408	69.732		6,6%
Ahorro Gestionado	55.472	60.521		9,1%
Fondos Propios	8.492	9.053		6,6%

*Estimación BKT

Datos Básicos (compañía)

	1T16	1T17	Var%
Ratio Combinado No Vida	96,8%	97,5%	0,7%
Ratio de Gastos No Vida	27,4%	26,7%	-0,7%
Ratio Siniestralidad No Vida	69,4%	70,8%	1,4%
ROE	7,8%	9,0%	1,2%

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 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

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: 2,82 €
 Recomendación: Vender

Los resultados confirman la buena marcha en España y EE.UU. Brasil cambia de tendencia y Latam en general consigue frenar su deterioro. Todo ello impulsa la cuenta de resultados en el arranque de año. Sin embargo, los riesgos persisten. El ratio combinado empeora por el aumento de la siniestralidad. Con ello se complica alcanzar el objetivo (inferior al 96%) fijado para 2018. Algo similar sucede con el ROE. Mejora ligeramente desde cierre de 2016, pero sigue lejos del 11% objetivo. La rentabilidad por dividendo (alrededor del 4,7%) podría ser un argumento para la compra del valor, pero nos parece insuficiente en este caso. Ante ello, mantenemos nuestra recomendación de Vender, aunque la mejora de primas nos lleva a elevar el precio objetivo hasta 2,82€ (desde 2,60€). En nuestra opinión, los riesgos para la renta fija siguen siendo elevados y ponen en riesgo el resultado financiero de la Compañía. La caída de esta partida dentro del segmento de No Vida este trimestre (-12%) nos parece un anticipo de esta tendencia.

Los resultados del 1T confirman las buenas tendencias:

Crecen tanto las primas de No Vida (+3,8%), línea de negocio principal de la Compañía, como las de Vida (con un impresionante +33,8%). Ahora bien, conviene recordar que el 1T16 fue especialmente negativo para este último segmento (-8,5%). El desglose por geografías confirma la fortaleza que ya vimos el año pasado en España y el cambio de tendencia en Brasil. En concreto, este trimestre las primas han crecido +9,7% y +33,9% respectivamente. Esta evolución es muy relevante puesto que éstas son las principales áreas geográficas de Mapfre, conjuntamente representan alrededor del 50% de las primas totales. En el balance destaca positivamente el crecimiento de los activos gestionados (+9,1% hasta 60.521M€) y de los fondos propios (+6,6% hasta 9.053M€). El ROE aumenta hasta 9,0% (+1,2% desde el 1T16 y +0,2% desde el 4T16).

Sin embargo los riesgos persisten:

- Si bien el ROE mejora, queda lejos del 11% objetivo para 2018. El **ratio combinado** sigue siendo elevado y también está lejos del nivel objetivo (inferior al 96%). De hecho, el repunte de la siniestralidad a lo largo de los últimos tres meses ha provocado que aumente hasta 97,5% (desde 96,8% en el 1T16 y desde 97,4% a cierre de 2016). A priori no anticipamos unos beneficios de la estrategia de digitalización tan rápidos como para asegurar una caída hasta el nivel comprometido.

- **No podemos olvidar el riesgo de valoración de la cartera de bonos** en un momento en el que el BCE podría plantearse un cambio en su política monetaria. El impacto del escenario de tipos actual puede verse en la caída del resultado financiero en No Vida este trimestre (-12%). Esto nos parece un buen anticipo de cara al futuro. Recordamos que el beneficio de la Compañía se sustenta en el resultado financiero y no en el técnico.

Consideramos que la rentabilidad por dividendo (alrededor de 4,7%) es un atractivo a considerar. Sin embargo, nos parece insuficiente en este caso.

Ante todo ello, **mantenemos nuestra recomendación en Vender**, aunque la mejora de primas nos lleva a elevar ligeramente nuestro precio objetivo hasta 2,82€ (desde 2,60€).

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 2,82€ 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	14.654	15.314	16.079	17.044	18.152
Gtos. técnicos no vida	-12.388	-12.720	-12.628	-13.414	-13.788	-14.154	-14.791	-15.530	-16.462	-17.532
Rdo. técnico no vida	590	509	560	187	371	501	523	549	582	620
Primas vida	5.294	4.773	4.691	4.387	4.880	5.465	6.012	6.492	7.012	7.503
Gtos. técnicos vida	-5.912	-5.356	-5.423	-4.977	-5.520	-6.147	-6.762	-7.303	-7.887	-8.439
Rdo. técnico vida	-618	-583	-732	-591	-641	-682	-750	-810	-875	-936
Total primas	18.272	18.002	17.879	17.988	19.038	20.119	21.325	22.572	24.056	25.655
Total Rdo Técnico	-28	-74	-172	-403	-270	-181	-227	-261	-293	-316
Otros ingresos/gastos	-280	-85	-158	-192	-234	-191	-203	-215	-229	-244
Ingresos financieros netos	1.608	1.649	2.047	2.071	2.310	2.136	2.157	2.283	2.433	2.595
Bfo. Ordinario	1.300	1.491	1.717	1.476	1.805	1.763	1.727	1.807	1.912	2.035
Actividades Interrump.	60	72	93	187	0	0	0	0	0	0
BAI	1.359	1.562	1.810	1.663	1.805	1.763	1.727	1.807	1.912	2.035
Imp.soc	-397	-372	-486	-464	-560	-529	-518	-542	-573	-610
Minoritarios	-297	-399	-478	-490	-470	-456	-447	-468	-495	-526
BNA	666	790	845	709	776	778	762	798	844	898
Tasa Variación Interanual		18,7%	6,9%	-16,1%	9,4%	0,3%	-2,0%	4,7%	5,8%	6,4%

Tabla de Sensibilidad de la Cartera de Inversión

Valoración promedio	2,82 € por acción	Cartera Inversión Total	50.636 M€
	8.686 M€ Equity Value	Exposición a Renta Fija	74% 37.460 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€	11.695 M€	3,80 €	17,2%	15,0x	3,0x	1,0x
2%	562 M€	11.133 M€	3,61 €	11,6%	14,3x	2,9x	1,0x
3%	1.124 M€	10.571 M€	3,43 €	5,9%	13,6x	2,7x	0,9x
5%	1.873 M€	9.822 M€	3,19 €	-1,6%	12,6x	2,5x	0,9x
7%	2.435 M€	9.260 M€	3,01 €	-7,2%	11,9x	2,4x	0,8x
8%	2.997 M€	8.698 M€	2,82 €	-12,8%	11,2x	2,2x	0,8x
10%	3.559 M€	8.136 M€	2,64 €	-18,5%	10,5x	2,1x	0,7x
11%	4.121 M€	7.574 M€	2,46 €	-24,1%	9,7x	1,9x	0,7x
13%	4.683 M€	7.013 M€	2,28 €	-29,7%	9,0x	1,8x	0,6x
14%	5.244 M€	6.451 M€	2,09 €	-35,4%	8,3x	1,7x	0,6x
16%	5.806 M€	5.889 M€	1,91 €	-41,0%	7,6x	1,5x	0,5x
17%	6.368 M€	5.327 M€	1,73 €	-46,6%	6,8x	1,4x	0,5x
19%	6.930 M€	4.765 M€	1,55 €	-52,3%	6,1x	1,2x	0,4x
20%	7.492 M€	4.203 M€	1,36 €	-57,9%	5,4x	1,1x	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

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