Sector: Seguros

Los resultados mejoran pero los riesgos persisten

Mapfre

Precio Objetivo: 2,6 €
Recomendación: Vender

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	8,963 M€
Último:	2,91 €/acc.
Nº Acciones (M.):	3,1 M acc.
Min / Max (52 sem):	1,71€ / 3,15€
Cód. Reuters / Bloomberg:	MAP MC/MAP SM

Principales Múltiplos Sector

	PER	Rent. Dividendo	ROE
MAPFRE	11,0x	4,8%	9,2%
AEGON	11,7x	4,9%	2,8%
AXA	10,1x	4,9%	8,3%
ASSIC. GENERALI	10,5x	5,3%	8,8%
ALLIANZ	10,6x	4,6%	10,1%

Ratios esperados 2016

Resultados 2016

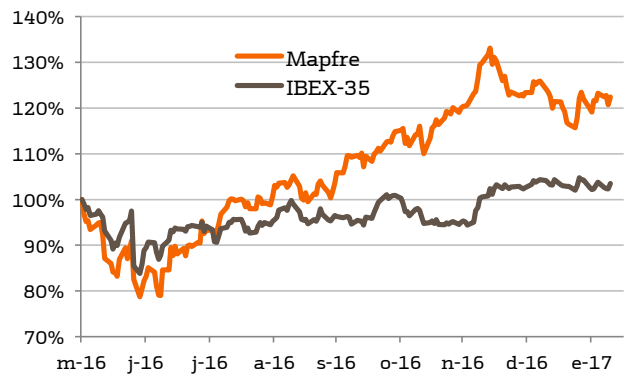
Datos en M €	2015	2016	Estimado*	Var%
Primas emitidas aceptadas	22.312	22.813		*2,2%*
No Vida	17.441	17.700		*1,5%*
Vida	4.871	5.113		*5,0%*
Rdo Téc. No Vida	187	371		*97,9%*
Rdo Técnico Vida	-591	-641		*n.a*
Rdo Financ No Vida	732	861		*17,7%*
Rdo Financiero Vida	1.290	1.388		*7,6%*
BAI	1.476	1.805	1.488	*22,3%*
BNA	709	776	752	*9,4%*
Activos Totales	63.489	67.882		*6,9%*
Ahorro Gestionado	54.691	58.872		*7,6%*
Fondos Propios	8.574	9.127		*6,4%*

**Estimación BKT*

Datos Básicos (compañía)

	2015	2016	Var%
Ratio Combinado No Vida	98,6%	97,4%	*-1,2%*
Ratio de Gastos No Vida	28,6%	27,4%	*-1,2%*
Ratio Siniestralidad No Vida	70,0%	70,0%	*0,0%*
ROE	8,0%	8,8%	*0,8%*

Evolución Mapfre vs. IBEX-35



Fuentes: Análisis Bankinter y Bloomberg

Los resultados sorprenden al alza pero los riesgos siguen presentes. El dividendo mejora. Sin embargo, no nos ha sorprendido. En nuestra última nota ya lo contemplábamos y nuestra valoración ya lo recogía. La rentabilidad por dividendo, 5%, es el factor que puede justificar la compra del valor sólo en el caso de los inversores con mayor aversión al riesgo. En el resto de casos, nuestra recomendación sigue siendo Vender. El precio objetivo lo afinamos ligeramente a la baja: hasta 2,6€ desde 2,7€ anterior. El responsable de esta valoración, el escenario que barajamos para la renta fija. Actualmente, el resultado financiero es el que contribuye al beneficio. El resultado técnico es negativo. Por tanto, una caída de las plusvalías de la cartera de bonos tendría un impacto significativo en el valor.

Los resultados mejoran…

Resultados positivos que muestran crecimiento en primas gracias al buen comportamiento en el 4T16 (a 9M16 caían -1,3%). Además, el desglose refleja que crece tanto el segmento Vida (+5,0%) como el No Vida (+1,5%). Por áreas regionales se confirman las tendencias vistas en trimestres anteriores. Iberia (España + Portugal) y Norteamérica siguen evolucionando positivamente mientras que Brasil modera su deterioro. Se trata de muy buenas noticias porque son las tres áreas principales de Mapfre en generación de primas.

… pero los riesgos no se moderan

- **El beneficio crece más de lo estimado.** Ahora bien, lo hace gracias al resultado financiero y a las ganancias realizadas (131M€), en gran parte por la venta de un edificio en Barcelona. **Por tanto, el avance se basa en extraordinarios y no en una fuente recurrente de fondos.**
- **Nos parece complicado que la Compañía pueda cumplir con algunos de sus objetivos estratégicos.** El ROE se situaba a cierre de 2016 en 8,8%, muy lejos del 11% fijado para 2018. Lo mismo sucede con el ratio combinado. En nuestra opinión, los beneficios de la estrategia de digitalización, no serán tan rápidos como para asegurar una caída del ratio combinado por debajo de 96% (desde 97,4% actual).
- **El actual escenario para la renta fija nos hace temer una caída en el valor y las plusvalías generadas por la cartera de bonos** de la Compañía (77,4% de las inversiones). Por ello, ajustamos nuestra valoración a la baja. Conviene tener en mente que **el beneficio de Mapfre se sustenta en el resultado financiero, el resultado técnico (Vida + No Vida) arroja pérdidas**.

El dividendo sigue siendo un plus, pero sólo para inversores conservadores…

El dividendo aumenta, pero nuestro modelo ya lo contemplaba. En nuestra última nota afirmamos que, con un objetivo de distribución de beneficios del 50%/65%, se mantendría en un rango de 0,13€/0,17€ hasta 2018. Esto supone una rentabilidad por dividendo de entre el 5%/7%. Por ello, insistimos en que el valor puede ser interesante para los inversores más adversos al riesgo. **En el resto de casos, consideramos más interesantes construir cartera con otros nombres. Especialmente dentro del sector financiero e industrial**.

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.

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 2,6€ 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	-14.300	-14.944	-15.691	-16.632	-17.713
Rdo. técnico no vida	590	509	560	187	371	354	370	388	412	439
Primas vida	5.294	4.773	4.691	4.387	4.880	4.733	4.686	4.733	4.804	4.900
Gtos. técnicos vida	-5.912	-5.356	-5.423	-4.977	-5.520	-5.395	-5.341	-5.394	-5.475	-5.585
Rdo. técnico vida	-618	-583	-732	-591	-641	-662	-655	-662	-672	-685
Total primas	18.272	18.002	17.879	17.988	19.038	19.387	19.999	20.812	21.848	23.052
Total Rdo Técnico	-28	-74	-172	-404	-270	-308	-285	-273	-260	-246
Otros Gtos. explotación	-734	-622	-604	-551	-238	-609	-629	-654	-687	-725
Otros ingresos explotació	454	537	446	417	3	434	448	466	489	516
Ingresos financieros neto	1.608	1.649	2.047	1.950	2.310	2.133	2.200	2.289	2.403	2.536
Bfo. Ordinario	1.300	1.491	1.717	1.412	1.805	1.649	1.734	1.828	1.946	2.080
Actividades Interrump.	60	72	93	250	0	0	0	0	0	0
BAI	1.359	1.562	1.810	1.662	1.805	1.649	1.734	1.828	1.946	2.080
Imp.soc	-397	-372	-486	-464	-560	-495	-520	-548	-584	-624
Minoritarios	-297	-399	-478	-490	-470	-427	-449	-473	-503	-538
BNA	666	790	845	709	776	728	765	807	859	918
Tasa Variación Interanual		*18,7%*	*6,9%*	*-16,2%*	*9,5%*	*-6,1%*	*5,1%*	*5,4%*	*6,5%*	*6,9%*

Tabla de Sensibilidad de la Cartera de Inversión

Valoración promedio	**2,6 €**	por acción	Cartera Inversión Total	49.557 M€	
	8.008 M€	Equity Value	Exposición a Renta Fija	77%	38.401 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**
5%	1.920 M€	9.734 M€	3,16 €	8,6%	13,4x	2,6x	1,1x
7%	2.496 M€	9.158 M€	2,97 €	2,2%	12,6x	2,4x	1,0x
8%	3.072 M€	8.582 M€	2,79 €	-4,3%	11,8x	2,3x	0,9x
10%	3.648 M€	8.006 M€	2,60 €	-10,7%	11,0x	2,1x	0,9x
11%	4.224 M€	7.430 M€	2,41 €	-17,1%	10,2x	2,0x	0,8x
13%	4.800 M€	6.854 M€	2,23 €	-23,5%	9,4x	1,8x	0,8x
14%	5.376 M€	6.278 M€	2,04 €	-30,0%	8,6x	1,7x	0,7x
16%	5.952 M€	5.702 M€	1,85 €	-36,4%	7,8x	1,5x	0,6x
17%	6.528 M€	5.126 M€	1,66 €	-42,8%	7,0x	1,4x	0,6x
19%	7.104 M€	4.550 M€	1,48 €	-49,2%	6,3x	1,2x	0,5x
20%	7.680 M€	3.974 M€	1,29 €	-55,7%	5,5x	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.