

Sector: Seguros

**Pese a los riesgos, la valoración sigue reflejando un potencial atractivo (+40%)**

## Mapfre

Precio Objetivo: 2,6 €  
Recomendación: Comprar

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 5,544 M€  
Último: 1,80 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 3,1 M acc.  
Min / Max (52 sem): 1,62€ / 3,62€  
Cód. Reuters / Bloomberg: MAP MC/MAP SM

### Principales Múltiplos Sector

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

Ratios esperados 2016

### Resultados 2015

Datos en M €	2015	2014	Var%
Primas emitidas aceptadas	22.312	21.816	2,3%
No Vida	17.441	16.370	6,5%
Vida	4.871	5.445	-10,6%

Resultado Técnico No Vida	187	560	-66,6%
Resultado Técnico Vida	-591	-732	na
Resultado Financiero No Vida	732	757	-3,3%
Resultado Financiero Vida	1.218	1.291	-5,6%
BAI	1.476	1.746	-15,4%
BNA	709	845	-16,1%

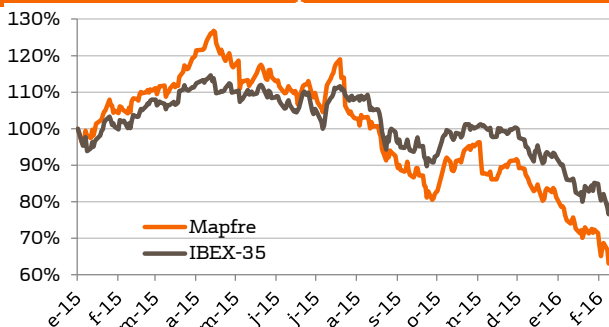
Activos Totales	63.489	65.415	-2,9%
Ahorro Gestionado	37.917	40.818	-7,1%
Fondos Propios	8.574	9.153	-6,3%

### Datos Básicos (compañía)

	2015	2014	Var%
Ratio de Gastos No Vida	28,60%	27,80%	0,80%
Ratio Siniestralidad No Vida	70,00%	67,90%	2,10%
ROE	8,0%	9,70%	-1,70%

% Revalorización	YTD	1 m	3 m	6 m
Mapfre	-21,9%	-11,9%	-27,9%	-36,9%
EuroStoxx Insurance	-15,8%	-7,3%	-15,3%	-13,2%
Ibex -35	-11,5%	-4,0%	-17,7%	-22,5%

### Evolución Mapfre vs. IBEX-35



Fuentes: Análisis Bankinter y Bloomberg

**Los resultados de 2015 muestran las sombras de siempre: Latam sigue pesando, especialmente Brasil, España no despega y preocupa el deterioro del ratio combinado del negocio de No Vida. Además, nos preocupa el importante peso de Latam en la cartera de inversión de la compañía: un 11,4% del total. Por ello, cuantificamos el riesgo a que una depreciación de las divisas de la región, cada vez más probable, acabe pesando sobre las plusvalías y, en consecuencia, sobre la valoración. De este modo, asumimos un impacto negativo de alrededor del 50%/55%, lo que se traduce en una rebaja de nuestro precio objetivo hasta 2,6€ desde 3,8€ anterior. Pese a ello el potencial de revalorización de la compañía sigue siendo elevado (+40%) y, por ello, mantenemos nuestra recomendación en Comprar.**

### Nuestra opinión y recomendación:

Existen diferentes frentes de riesgo que pesan sobre la compañía. Entre ellos, la exposición a Latam, especialmente a Brasil (20% del total de primas), el debilitamiento de la actividad en España (30% del total de primas) y el deterioro del ratio combinado. Además, el peso de Latam en la cartera de inversión no es nada despreciable: +11,4%. Todo ello provoca que el *timing* para la compañía no sea el mejor, lo que a su vez explica su bajo peso en nuestras Carteras Modelo de Acciones (sólo un 2% en la de 20 valores). Con todo ello, hemos ajustado nuestro precio objetivo hasta 2,6€ desde 3,8€ anterior. Esto implica un potencial de revalorización superior al 40% desde los niveles actuales de cotización y justifica que mantengamos nuestra recomendación de Comprar sobre el valor.

### Potencial (+40%), a pesar de todo, y rentabilidad por dividendo > 7%

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 de la cartera de inversión y (iii) un último método basado en múltiplos comparables. A continuación, ajustamos nuestro precio objetivo ante el riesgo cada vez mayor de que la compañía vea reducidas sus plusvalías ante una potencial depreciación de las divisas de la región. Conviene recordar la recién anunciada rebaja de *rating* de Brasil por parte de S&P (hasta BB desde BB-) al pronosticar una contracción de su economía del -3% o el propio reconocimiento por parte de Mapfre de que la depreciación del bolívar venezolano pesará sobre su cuenta de resultados.

Por todo ello, contemplamos en nuestra valoración un impacto negativo en las plusvalías de la cartera expuesta a Latam del 50%/55%. No incluimos en este cómputo las plusvalías de la cartera a vencimiento sino las de la cartera disponible para la venta y la de negociación, por lo que nuestro enfoque es aún más prudente. Con estas consideraciones, nuestro precio objetivo cae hasta el entorno de los 2,6€. Incluimos a continuación una tabla de sensibilidad con diferentes escenarios para la valoración según diferentes niveles de ajuste de las plusvalías de la cartera. En ese análisis puede comprobarse que incluso asumiendo una pérdida del 70% la valoración seguiría presentando un potencial del +27%.

Con este recorte, el potencial de revalorización de la compañía es superior al 40%, lo que justifica que mantengamos nuestra recomendación en Comprar. A este respecto conviene tener en mente dos asuntos: (i) la acción ha sufrido un importante castigo en los últimos 6 meses (-37%) lo que la ha llevado a cotizar a unos múltiplos realmente bajos (PER 16e 7,9x y P/V 0,65x), y (ii) la rentabilidad por dividendo se mantiene en niveles superiores al 7%.

Equipo de Análisis de Bankinter: Esther G. de la Torre (analista principal de este informe)

Pilar Aranda Rafael Alonso Belén San José Ramón Carrasco Eva del Barrio

Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

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

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

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

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

## Resultados de 2015: resumen y opinión

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Primas emitidas y aceptadas 23.311M€ (+2,3%), ingresos 26.702M€ (+4,1%) por encima de los 22.165M€ estimados, BNA 708,8M€ (-16,1%) vs. 637,5M€ estimados y BPA 0,23€ (-16,1%) también por encima de los 0,185€ esperados. En cuanto al dividendo, queda en 0,13€ por acción (-7,1%) lo que se traduce en una rentabilidad por dividendo, tomando el cierre de ayer, superior al 7%.

El aspecto más positivo de estas cifras es el crecimiento de primas que, por cierto, es ligeramente superior al del conjunto del sector en España: +2,3% vs. +2,06%. Además, destaca especialmente el crecimiento en el segmento de No Vida (+6,5% hasta 17.441M€) puesto que éste es el principal generador de primas de la compañía (80% del total). Sin embargo las cifras son claramente flojas y siguen presentando las mismas sombras que señalábamos en trimestres anteriores:

1. La debilidad del segmento Vida, cuyas primas caen casi un -11% (hasta 4.870M€). Además, no anticipamos que esta tendencia consiga revertirse en próximos trimestres dado el escenario de bajos tipos de interés en el que nos encontramos. En este punto conviene además destacar que la propia compañía reconoció en la *conference* con analistas que no cumplirá con su objetivo de ingresos (30.000M€ en 2016) aunque insistía que será por factores extraordinarios (efecto divisa en Venezuela y bajos tipos de interés). Nos parece relevante este anuncio: la partida de ingresos comprende un importe mayor a la de primas ya que incluye las estimaciones de renovaciones de contratos aún no perfeccionados. Sin embargo, la partida imputable a resultados es la de primas netas imputadas, es decir, la parte de los contratos realmente cerrados. Por tanto, un reconocimiento de incumplimiento de ingresos nos hace reducir nuestras estimaciones de ingresos por primas, totalmente computables en resultados, para este ejercicio.

2. Los mercados principales de la compañía siguen contrayéndose. En España las primas caían un -2,5% mientras que nos preocupa especialmente Brasil, donde lo hacían un -13,3% penalizadas por la depreciación del real. Estos dos países representan un 30% y un 20% respectivamente del total de primas de Mapfre. Al final, el crecimiento en el total de primas aceptadas y emitidas se ha producido por EE.UU. pero en gran medida esta buena evolución se debe a la apreciación del dólar en el 4T15.

3. El ratio combinado del segmento No Vida sigue deteriorándose. Aumenta casi un +3% hasta cerrar el ejercicio en 98,6%. Detrás de este deterioro se encuentra el aumento de la siniestralidad por la mala climatología en EE.UU. a principios de año.

4. La tendencia negativa en el beneficio se debe al mencionado aumento de la siniestralidad y al aumento de la carga impositiva en diversas geografías. Ahora bien, este empeoramiento pone sobre la mesa un problema no sólo de la compañía sino del sector en general: la alta rotación de clientes. Este aspecto provoca una presión sobre márgenes que impide que los aumentos de ingresos se traduzcan en aumentos de beneficio.

## Tabla de Sensibilidad según impacto de Latam en plusvalías de la Cartera de Inversión

Valoración promedio	2,6 € por acción	Cartera Inversión Total	46.265 M€
	8.008 M€ Equity Value	Exposición a Latam	11,4% 5.265 M€

Impacto en Valoración de diferentes escenarios de caída de plusvalías Latam					Ratios según Escenarios		
% Pérdida	Importe Pérdida	Equity Value	Pº Objet	Potencial	P/E	P/EBITDA	P/VC
10%	527 M€	10.214 M€	3,32 €	84,2%	14,6x	3,3x	1,2x
15%	790 M€	9.951 M€	3,23 €	79,5%	14,3x	3,2x	1,2x
20%	1.053 M€	9.688 M€	3,15 €	74,7%	13,9x	3,1x	1,1x
25%	1.316 M€	9.424 M€	3,06 €	70,0%	13,5x	3,0x	1,1x
30%	1.580 M€	9.161 M€	2,97 €	65,2%	13,1x	3,0x	1,1x
35%	1.843 M€	8.898 M€	2,89 €	60,5%	12,8x	2,9x	1,0x
40%	2.106 M€	8.634 M€	2,80 €	55,7%	12,4x	2,8x	1,0x
45%	2.369 M€	8.371 M€	2,72 €	51,0%	12,0x	2,7x	1,0x
50%	2.633 M€	8.108 M€	2,63 €	46,2%	11,6x	2,6x	0,9x
55%	2.896 M€	7.845 M€	2,55 €	41,5%	11,2x	2,5x	0,9x
60%	3.159 M€	7.581 M€	2,46 €	36,8%	10,9x	2,4x	0,9x
65%	3.422 M€	7.318 M€	2,38 €	32,0%	10,5x	2,4x	0,9x
70%	3.686 M€	7.055 M€	2,29 €	27,3%	10,1x	2,3x	0,8x

Equipo de Análisis de Bankinter: Esther G. de la Torre (analista principal de este informe)

Pilar Aranda Rafael Alonso Belén San José Ramón Carrasco Eva del Barrio

Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

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