



ICADE BUSINESS SCHOOL

ANÁLISIS DE MAPFRE S.A. Y BÚSQUEDA DE SINERGIAS CON EL SECTOR BANCARIO

Autor: Miguel Corral Rojo

Director: Luis Garvía Vega

Madrid
Julio 2017



VALORACIÓN DE MAPFRE Y BÚSQUEDA DE SINERGIAS CON EL SECTOR BANCARIO

Miguel
Corral
Rojo

Contenido

Resumen.....	2
Abstract	3
1. Introducción.....	4
1.1. Acerca de MAPFRE S.A.	4
1.2. Metodología.....	5
1.3. Acerca de las aseguradoras.....	6
1.1.1. Modelo de negocio de las aseguradoras	7
2. Marco conceptual y análisis de coyuntura.	8
2.1. Situación macroeconómica.....	8
2.2. El papel de Solvencia II.....	8
2.3. El papel de EIOPA.....	9
2.4. Tipos de interés.....	10
2.5. Riesgo de divisa.....	11
3. Análisis interno	12
3.1. Análisis DAFO	12
3.2. Fuerzas de Porter	13
3.3. Definición y objetivos de la Responsabilidad Social para MAPFRE	14
3.4. Áreas Regionales y Unidades de Negocio	14
3.5. Seguro No Vida	16
3.6. Seguro Vida.....	19
3.7. Posicionamiento en el Mercado	21
4. Análisis financiero.....	24
4.1. Resumen Cuenta de Resultados	24
4.1.1. Cuenta de Resultados No Vida	27
4.1.2. Cuenta de Resultados Vida.....	28
4.2. Evolución del Balance resumido	29
4.3. Evolución del Patrimonio Neto	31
4.4. Estructura de Deuda	32
5. Valoración actual de Mapfre S.A.	40
5.1. Ratios financieros.....	40
5.2. Elección de un método específico y valoración	42
6. Conclusiones y opiniones.....	46
6.1. Acerca de las posibles sinergias con el sector bancario:.....	48
ANEXOS	50
Ratios financieros.....	50
El descuento de flujos libre aplicado a las compañías aseguradoras.....	50
Bibliografía.....	60

Índice de Gráficos

Gráfico 1. Arquitectura supervisora europea	9
Gráfico 2. Volumen de primas por áreas de negocio (millones de euros).....	15
Gráfico 3. Beneficio bruto por área de regional (millones de euros).....	16
Gráfico 4. Evolución del negocio No Vida.	19
Gráfico 5. Evolución del negocio No Vida.	21
Gráfico 6. Posición global relativa de MAPFRE Brasil.....	22
Gráfico 7. Gastos Vs Siniestralidad.....	23
Gráfico 8. Asset Allocation de sus inversiones.....	30
Gráfico 9. Estructura de la Deuda.	32
Gráfico 10. Recomendación al accionista	47

Índice de Tablas

Tabla 1. Volumen de primas por área regional (millones de euros).....	15
Tabla 2. Resultado del seguro No Vida (millones de euros).....	16
Tabla 3. Resultado del seguro Vida (millones de euros).	19
Tabla 4. Crecimiento por áreas de negocio.....	22
Tabla 5. Crecimiento en primas de MAPFRE Brasil.	22
Tabla 6. Cuenta de Resultados resumida (millones de euros).	24
Tabla 7. Cifras globales por área de negocio.....	25
Tabla 8. Cuenta de Resultados No Vida 2015 (millones de euros).	27
Tabla 9. Cuenta de Resultados Vida 2015 (millones de euros).	28
Tabla 10. Balance consolidado resumido (millones de euros).....	29
Tabla 11. Balance consolidado resumido (millones de euros).....	31
Tabla 12. Patrimonio Neto con desglose de deuda (millones de euros).	39
Tabla 13. Ratios y comparables del sector.....	41
Tabla 14. Variables para el cálculo de la valoración.	43
Tabla 15. Variables para el cálculo de la valoración.	44
Tabla 16. Ratios de valoración.	45

Resumen

El sector asegurador es uno de los sectores más sólidos y consolidados a nivel europeo. En el contexto económico y social en el que vivimos, la gran mayoría de las personas poseen un seguro, ya sea porque les obliga la ley o porque deseen protegerse de manera voluntaria ante cualquier riesgo que pueda afectar al patrimonio o a la vida de una persona. Es gracias a esta tradición y a la confianza hacia el sector asegurador por lo que ha sido siempre un sector muy estable y es una de las razones por las que nos dispondremos a hacer un profundo estudio de la aseguradora MAPFRE S.A.

En este trabajo vamos a elaborar un análisis de carácter cualitativo y cuantitativo del Grupo MAPFRE S.A., en adelante "MAPFRE", la entidad o la compañía, considerando su posicionamiento de mercado, sector en el que se encuentra y su trayectoria en los últimos años.

El objetivo final del trabajo y motivación no es solo llegar a una conclusión consolidada y justificada sobre cómo debe posicionarse un inversor sobre las acciones de MAPFRE, es decir, si debe comprar, mantener o vender, sino también conocer en qué situación se encuentra la compañía actualmente, tanto a nivel interno como a nivel externo.

Al mismo tiempo, al tratarse de un Trabajo Final de Máster, se pretende plasmar todos los conocimientos y habilidades adquiridas en él, así como la intención de profundizar en el conocimiento acerca de las aseguradoras y su modelo de negocio.

Palabras clave: Mapfre, valoración, compañías aseguradoras, seguros.

Abstract

The insurance sector is one of the most solid and consolidated sectors at the European level. In the economic and social context in which we live, the vast majority of people have insurance, either because they are required by law or because they want to protect themselves voluntarily in the face of all the risks that affect the patrimony or the life of a person. It is thanks to this tradition and confidence towards the insurance sector that it has always been a very stable sector and it is one of the reasons why we will be willing to do a thorough study of the insurer MAPFRE S.A.

In this work, we will prepare a qualitative and quantitative analysis of the MAPFRE S.A. Group, hereinafter "MAPFRE", considering its market position, sector in which it is and its trajectory in recent years.

The final objective of the work and motivation is not only to arrive at a consolidated and justified conclusion on how to position itself as an investor in MAPFRE's actions, whether to buy, maintain the seller, but also to know in which situation the company is located currently as an internal level as an external level.

At the same time, being a Final Master's Work, it is intended to capture all the knowledge and skills acquired in it, as well as the intention to deepen the knowledge about the insurers and their business model.

Key Words: Mapfre, valuation, insurance companies, insurance.

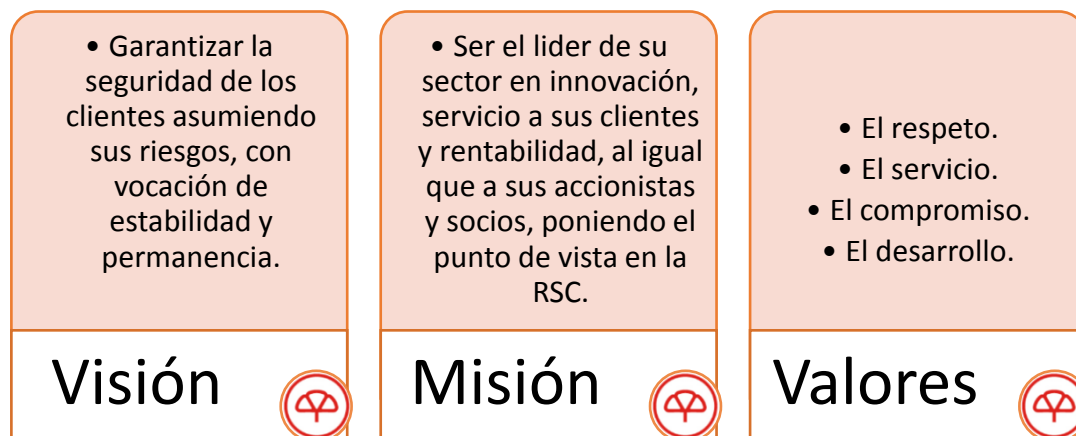
1. Introducción

El sector asegurador puede considerarse uno de los más populares en nuestra sociedad, entendiéndose como “populares” el hecho de que la gran mayoría de la población tiene una póliza de seguro contratada, del mismo modo que compran ropa para su día a día o van al supermercado. Gracias a este hecho y a su modelo de negocio, las aseguradoras siempre se han destacado por su fortaleza y estabilidad frente a grandes amenazas del mercado y ante grandes crisis económicas. Una persona contrata una póliza de seguros para proteger lo que es suyo y lo que más valora, su patrimonio y su bienestar, como aquel que se compra un coche nuevo y desea que pase lo que pase vaya a estar bien, o aquel que contrata una póliza de seguro de vida para, en caso de fallecimiento, no dejar desprotegida a su familia. Por esta razón, y aun en tiempos de crisis, las personas no recortan gastos en sus seguros contratados con la misma facilidad que recortan dejando de viajar o teniendo menos ocio. Ciertamente es que en tiempos difíciles las aseguradoras se han puesto el mono de trabajo para ajustarse a las necesidades de los clientes y para reducir los precios, lo cual, ha provocado una guerra abierta entre la competencia del sector asegurador.

La realización de este trabajo que vamos a llevar a cabo pasa por la reflexión de esta situación que acabamos de mencionar, con el simple objetivo de saber en qué estado se encuentra la compañía aseguradora y reaseguradora MAPFRE S.A.

1.1. Acerca de MAPFRE S.A.

La Mutua o Mutualidad de la Agrupación de Propietarios de Fincas Rústicas de España (MAPFRE), en adelante “MAPFRE”, o “la compañía”, o la “entidad” es una compañía aseguradora que se encuentra en 45 países a lo largo de los cinco continentes. Tal y como indica en el texto refundido de los estatutos en la web corporativa, el objeto social constituye “la adquisición, venta y tenencia de participaciones en entidades aseguradoras, financieras y sociedades mercantiles en general; el seguimiento y supervisión de las actividades y resultados de sus sociedades filiales o participadas; la prestación a dichas entidades de todo tipo de servicios que considere oportunos para su mejor organización, promoción y desarrollo; la concesión de préstamos, avales, garantías y, en general, la realización de las operaciones que considere convenientes el Consejo de Administración para la prestación de apoyos financieros a sus sociedades filiales y participadas; y cualquiera otra actividad de lícito comercio que sea accesoria, complementaria o relacionada con las anteriores.”

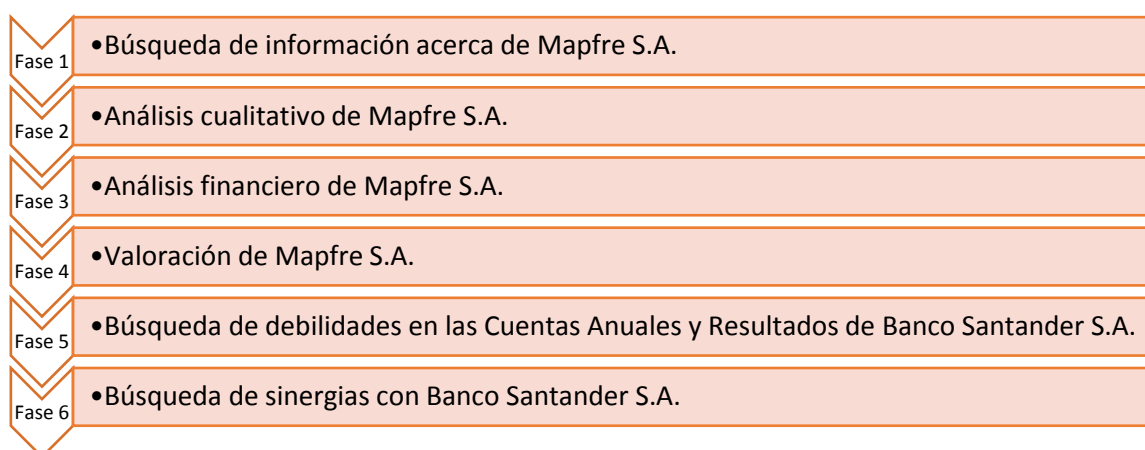


Para cualquier empresa es importante mantener una filosofía sobre la cual giren las decisiones empresariales y sirva de base para el desarrollo del rumbo de la compañía. Eso por esto que, habitualmente, todas desarrollan una visión, misión y valores.

La mayor parte de las acciones de MAPFRE pertenecen a la Fundación MAPFRE, la cual, es titular del 68,7% de su capital social. Esto significa que la compañía disfrutará de total independencia respecto a su Consejo de Accionistas y el Comité Ejecutivo en la toma de decisiones y garantizará la estabilidad institucional. El holding MAPFRE S.A. cotiza sus acciones en las Bolsas de Madrid y Barcelona y forman parte de los índices IBEX 35, Dow Jones Stoxx Insurance, MSCI Spain, FTSE All-World Developed Europe Index, FTSE- 4Good y FTSE4Good IBEX.

1.2. Metodología

Para la realización de nuestro trabajo se ha procedido de la siguiente forma:



En primer lugar, haremos una revisión global de del marco conceptual que envuelve al sector asegurador en España y Europa, incluyendo la trayectoria que se llevado la compañía y la

situación general del sector, pasando por el marco regulatorio de Solvencia II bajo el cual se rigen todas las aseguradoras a nivel internacional.

Realizamos un análisis financiero exhaustivo sobre las Cuentas Anuales de MAPFRE de los últimos años.

Los datos utilizados son aquellos presentados por la compañía hasta el Ejercicio de 2015 (incluido). A pesar de que los Resultados del Ejercicio 2016 fueron presentados oficialmente el 8 de febrero de 2017, la búsqueda de información y elaboración de este trabajo es anterior a esa fecha. No se han incluido los datos de los Resultados del Ejercicio 2016 con el fin de hacer un análisis homogéneo y no distorsionar ninguna magnitud económica y contable. Además, el marco regulatorio de Solvencia II comienza en 2016, con todas las modificaciones que conlleva, entre las más destacadas, la no formulación de una Cuenta de Resultados. No obstante, las compañías aseguradoras siguen elaborando la Cuenta de Pérdidas y Ganancias para su gestión interna y también de cara al inversor. Si se utilizaran los datos más recientes para elaborar la valoración financiera, al igual que sus ratios.

Cabe destacar, también, que además del análisis financiero hemos estudiado la estructura interna del Grupo y su macro-entorno con el fin de obtener conclusiones que no están reflejadas en los Estados Financieros de MAPFRE y aportar una visión más personalizada y con un valor añadido al estudio.

1.3. Acerca de las aseguradoras

El informe Sigma de Swiss Re (2016) indica que el número de primas respecto al Producto Interior Bruto de España representaba en el año 2014 un 5,1%, lo cual, situaba al país a la cabeza de los países más desarrollados en lo que a seguros se refiere. No obstante, a causa de los productos de vida-ahorro, existen otros países europeos con una ratio mayor, tales como Alemania, Italia, Francia y Reino Unido en orden ascendente,

España ha crecido en este sentido teniendo en cuenta la posición del sector asegurador a finales del siglo XX y, sobre todo, dada la presencia que tenían otras entidades de origen extranjero y no nacional. Durante la primera década del siglo XXI el sector asegurador ha crecido notablemente, especialmente en el primer lustro de siglo. A pesar de la crisis económica, las entidades aseguradoras españolas, en contra del sector bancario, no ha sufrido una pérdida reputacional y ha ganado mercado en el apartado de las inversiones financieras, siendo su principal negocio la venta de primas de seguros.

Gracias a esta fortaleza del sector asegurador es de esperar el crecimiento general en el mercado de las aseguradoras españolas, así como un aumento del número de estas y un incremento de competitividad en precios.

1.1.1. Modelo de negocio de las aseguradoras

El modelo de negocio tradicional de una aseguradora es muy sencillo de entender, ya que obtiene su beneficio de dos principales fuentes: las primas de seguros y las inversiones financieras. Las primas de seguros consisten principalmente en la venta de seguros a clientes a través de los cuales la entidad asume la contingencia del riesgo asegurado. Por otro lado, el apartado de inversiones financieras trata sobre los ingresos que derivan de las carteras de inversión compuestas por los fondos de la asegura con los que, generalmente, hacen frente a las obligaciones de pago por siniestralidad.

2. Marco conceptual y análisis de coyuntura.

2.1. Situación macroeconómica

Europa muestra cada vez una recuperación más sólida. No obstante, se enfrenta a las amenazas del Brexit ya que Reino Unido activó el pasado 29 de marzo el artículo 50 del Tratado de Lisboa que da pie a su salida de la Unión Europea. A esto se suma la incertidumbre de Estados Unidos por el desconocimiento del rumbo político de la nueva administración del presidente Donald Trump debido a que no cuenta con los suficientes apoyos dentro de su propio partido para llevar a cabo sus promesas electorales. Por el mismo lado, la Reserva Federal ha cumplido con su guion previsto de subir los tipos de interés en un cuarto de punto, situándoles entre el 0,75% y el 1%, justificado por los niveles de empleo y el objetivo de inflación.

Por otro lado, la economía española se ha mostrado fuerte con su crecimiento del 3,2% en el último año, recuperando los niveles de Producto Interior Bruto previos a la crisis. En materia de déficit público, cuyo objetivo fijado por Bruselas se sitúa en una reducción del 3,1% en 2017, la administración central ha reducido el déficit en un 35,1% y los fondos de la seguridad social han visto reducido su superávit en un 27,5%.

En lo que se refiere al mercado laboral, si analizamos la evolución interanual, las cifras de ocupados respecto al año pasado han mejorado notablemente, ya que, en los últimos 12 meses la cifra de ocupados se ha incrementado en 408.700 personas.

2.2. El papel de Solvencia II

EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) describe Solvencia II como “un régimen de supervisión prudencial armonizado, sólido, sólido y proporcionado que se aplicará en toda la Unión Europea.

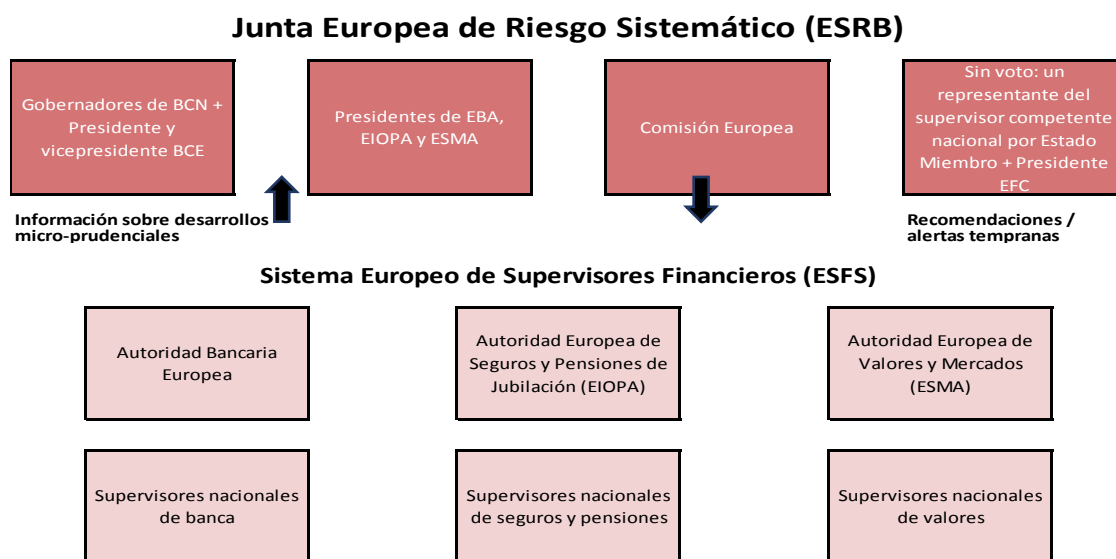
La diferencia entre Solvencia II y Solvencia I es que Solvencia II sustituirá a Solvencia I, que representa 14 Directivas de la UE y prevé la existencia de 28 regímenes nacionales de supervisión. A partir del 1 de enero de 2016, las 14 directivas de la UE se sustituirán por Solvencia II. Solvencia II es un régimen común que deben aplicar todos los 28 Estados miembros de la UE.”

El objetivo principal de Solvencia II consiste en la mejora de la calibración y el control de los riesgos a los que está expuesta cualquier actividad de las entidades aseguradoras, los cuales, serán explicados más adelante. Estos riesgos obligan a las entidades a adecuar su capital con

requerimientos mínimos de capital y a provisionarse ante un riesgo asumido. Solvencia II es para las aseguradoras lo que Basilea III es para las entidades bancarias.

El profesor Jorge Soley, Senior Lecturer de Dirección Financiera de IESE Business School, afirma que “es importante recordar que la supervisión de las entidades aseguradoras en Europa necesita su desarrollo legislativo a nivel España y en baso a los reglamentos y pautas de implementación y resolución procedentes de los distintos órganos de Supervisión Europea.”

Gráfico 1. Arquitectura supervisora europea



Fuente: elaboración propia - IESE: nota técnica Solvencia II

2.3. El papel de EIOPA

Para poder analizar correctamente una aseguradora y entender su funcionamiento es necesario saber cuál es el órgano institucional a nivel europeo que impone la regulación y vela por el porvenir de estas.

Al igual que para la los bancos o entidades financieras está el Banco Central Europeo, para las entidades aseguradoras existe la EIOPA, que por sus siglas en inglés es European Insurance and Occupational Pensions Authority.

EIOPA es un órgano encargado de las labores jurídicas y técnicas que se sitúan dentro del día a día de una entidad aseguradora, con el fin de aportar asesoramiento basado en las leyes a nivel Unión Europea y nivel nacional, apoyar la inestabilidad del sistema financiero. También tiene la obligación de exigir transparencia de cara al inversor y de proteger al asegurado y los beneficiarios. La EIOPA depende directamente del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión Europea.

Los objetivos principales de EIOPA son los siguientes:

- ☞ Ofrecer una mejor protección de los consumidores, con el fin de reconstruir la confianza en el sistema financiero.
- ☞ Garantizar un nivel adecuado de regulación y supervisión teniendo en cuenta los intereses, leyes y directrices de todos los Estados miembros y la coyuntura económica que lo rodea.
- ☞ Una mayor armonización y aplicación coherente de las normas aplicables a las instituciones y mercados financieros de la Unión Europea.
- ☞ Fortalecimiento de la supervisión de los grupos transfronterizos.
- ☞ Promover un plan de supervisión de la Unión Europea para evitar llegar a la fase de resolución.

El pilar de EIOPA para la estabilidad financiera son análisis de riesgo y análisis de vulnerabilidad, para lo cual, utiliza las siguientes herramientas básicas en este trabajo:

- ☞ Informe de Estabilidad Financiera.
- ☞ Pruebas de esfuerzo.
- ☞ Panel de control de riesgo.
- ☞ Cooperación con la JERS.

2.4. Tipos de interés

Actualmente, vivimos en un entorno de tipos de interés casi del 0% con el objetivo, según el Banco Central Europeo, incentivar la economía, fomentar el crédito y el consumo y esperando una subida de los precios (IPC). Este factor es uno de los mayores condicionantes que existen en materia de economía y mercados financieros y, por supuesto, afecta de manera determinante a las entidades financieras, entre las que se incluyen, con matices, las aseguradoras. Por esta razón, es importante saber qué es el tipo de interés y cuál es el riesgo de tipos de interés para una aseguradora.

El tipo de interés es el precio del dinero: es el precio a pagar por el uso de cierta cantidad de dinero durante un cierto período de tiempo. Fluctúa en función del tiempo y de múltiples variables que hacen que baje o suba. El riesgo de tipo de interés, según la DGS (Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones), “es la sensibilidad del valor de los activos, los pasivos y los instrumentos financieros frente a las variaciones en la estructura temporal de los tipos de interés o la volatilidad de los tipos de interés (Artículo 105.5 Directiva).”

La carga de capital por riesgo de tipo de interés será igual a la suma, para cada moneda, de la mayor de las siguientes cantidades:

- 👉 Exigencias de capital por el riesgo de subida de la estructura temporal de tipos de interés.
- 👉 Exigencia de capital por el riesgo de la bajada de la estructura temporal de tipos de interés.

“Los tipos de interés es una de las principales incertidumbres para los directivos de las aseguradoras españolas”, según la encuesta “Insurance Banana Skins 2017 realizada por PwC y el Centro para el Estudio de la Innovación Financiera (CSFI). Esto es debido principalmente a todas las carteras de inversión que tienen las aseguradoras. Muy frecuentemente, estas carteras están compuestas en su mayoría por renta fija, en la cual, una variación de tipos de interés variará los precios de los valores y en consecuencia su rentabilidad.

Para la industria financiera y, por lo tanto, para el sector asegurador, cualquier variación de los tipos de interés tendría un impacto notable en las cifras de negocio y en la estrategia a corto y medio plazo.

2.5. Riesgo de divisa

Como ya explicaremos más adelante, MAPFRE opera en diferentes mercados, países y continentes, por lo tanto, el desarrollo de su negocio en cada zona geográfica se realiza en la moneda oficial de cada país. Al final de Ejercicio económico, MAPFRE consolida sus cuentas y lo hace en la moneda euro, lo cual, presenta el problema del tipo de cambio, ya que, dependiendo la situación en la que se realice o a cómo esté el tipo de cambio, el holding competo puede salir beneficiado o perjudicado. Poniendo un ejemplo, si ha tenido unas excelentes cifras de negocio en Brasil pero sin embargo el Real brasileño se aprecia frente al euro, el impacto económico sobre las cuentas anuales será mayor en sentido negativo.

Para monedas con cambios frente al euro fijados, los factores a aplicar para calcular los requerimientos de capital por riesgo de divisas serán fijados por EIOPA teniendo en cuenta los siguientes criterios:

- 👉 Si la divisa participa en el Mecanismo Europeo de Tipos de Cambio (European Exchange Rate Mechanism EMR II).
- 👉 Si existe un acuerdo del Consejo que limita el cambio entre la divisa y el euro.
- 👉 Si existe un cambio fijado por la normativa del país al que corresponde la divisa.

Este apartado de riesgo de divisa está necesariamente ligado al apartado de Tipos de interés, ya que, están totalmente correlacionados, si dándose una variación en los tipos de interés del Banco Central Europeo, también se dará en la divisa euro.

3. Análisis interno

3.1. Análisis DAFO

Debilidades:

- ☞ Sus precios de primas no son los más competitivos del mercado. Son precios medio – altos.
- ☞ No hay una estrategia de marketing definida.
- ☞ Ofrece los mismos productos que cualquier otra aseguradora, es decir, no tiene un producto diferenciado.
- ☞ Tiene un alto nivel en costes, lo cual, hace que la entidad sea menos competitiva.

Fortalezas:

- ☞ Tiene una gran cadena de distribución.
- ☞ La calidad de sus servicios es conocida por los clientes.
- ☞ Es líder en el mercado.
- ☞ Su innovación a la hora de prestar servicios.
- ☞ Fue una de las primeras aseguradoras con presencia on-line.
- ☞ Cuenta con gran prestigio y confianza.
- ☞ Tiene un posicionamiento en el mercado más que consolidado.

Amenazas:

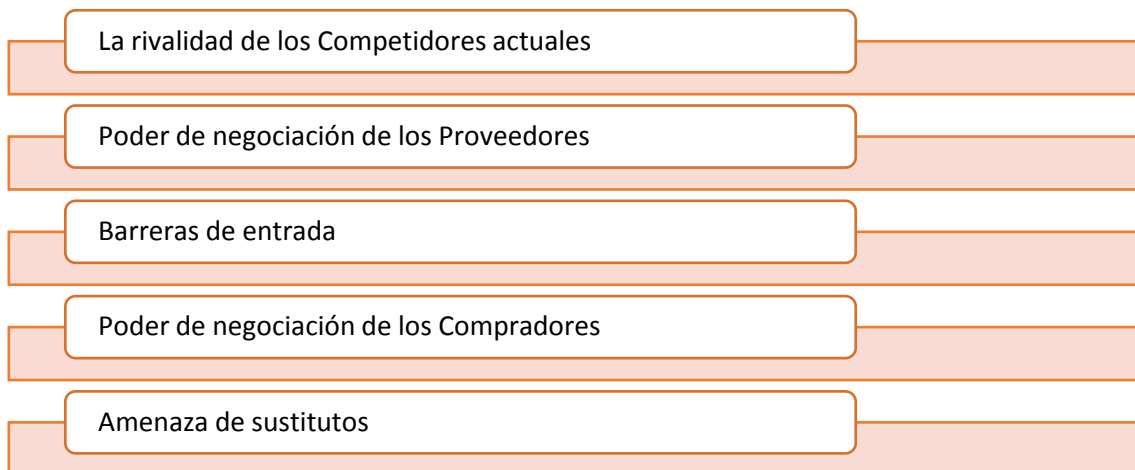
- ☞ La competencia en un sector cada vez más competitivo.
- ☞ La posibilidad de fraudes contra la aseguradora.
- ☞ No fluctuación del dólar,
- ☞ Épocas de crisis económicas y, por consiguiente, pérdida de poder adquisitivo de sus clientes y posibles cancelaciones de seguros.
- ☞ Catástrofes naturales que afecten a la compensación de seguros y a la dotación de provisiones de la entidad.
- ☞ Ciclos económicos sistemáticos.
- ☞ Política fiscal agresiva.
- ☞ Política de tipos de interés.

Oportunidades:

- ☞ Nuevas tecnologías.
- ☞ Conocimiento de la competencia.
- ☞ Solvencia económica
- ☞ Disminución de la siniestralidad, sobre todo en seguros de auto ante una concienciación vial cada vez mayor.
- ☞ Campañas de prevención de accidentes.
- ☞ Presencia en el sector financiero.
- ☞ Futura bajada de los tipos de interés.
- ☞ Futuras fusiones corporativas en búsqueda de economías de escala y facilidad de adaptación ante el marco regulatorio de Solvencia II.

3.2. Fuerzas de Porter

El objetivo de las cinco fuerzas de Porter es encontrar las claves para optimizar los recursos de la empresa y así superar a la competencia



Estas cinco fuerzas ayudan a saber cuál debe ser el enfoque direccional del Plan Estratégico de la compañía, sabiendo que una de las mayores amenazas que tiene es la competencia actual de compañías aseguradoras y reaseguradoras situadas en su mismo mercado, teniendo en cuenta el nivel de poder de negociación que tiene con sus proveedores, contando con que tanto la amenazas de sustitutos y como las barreras de entrada son bajas y que la guerra de precios característica del sector asegurador puede provocar una amenaza reputacional y una pérdida de calidad de cara a sus clientes.

Las cinco fuerzas de Porter están diseñadas para dar apoyo al desarrollo de negocio en base a estas directrices con el fin de sacar un buen rendimiento al funcionamiento de la empresa.

También es muy importante tener en cuenta el liderazgo de los costes y, sobre todo en el caso de MAPFRE, la diferenciación, factor por el cual se ha convertido en una de las mayores competidoras en el sector asegurador a nivel europeo.

3.3. Definición y objetivos de la Responsabilidad Social para MAPFRE

Ya que la Responsabilidad Social Corporativa aparece dentro de la Misión de MAPFRE, conviene explicar brevemente cuál es su objetivo acerca de ella, al igual que su consideración.

Hoy en día, las empresas invierten más dinero en dar una buena imagen al exterior debido a que saben la imagen que tenga un consumidor sobre una empresa afectará directamente a las ventas y a las cifras de negocio de una entidad. Por esta razón, cada vez se cuida más la Responsabilidad Social Corporativa.

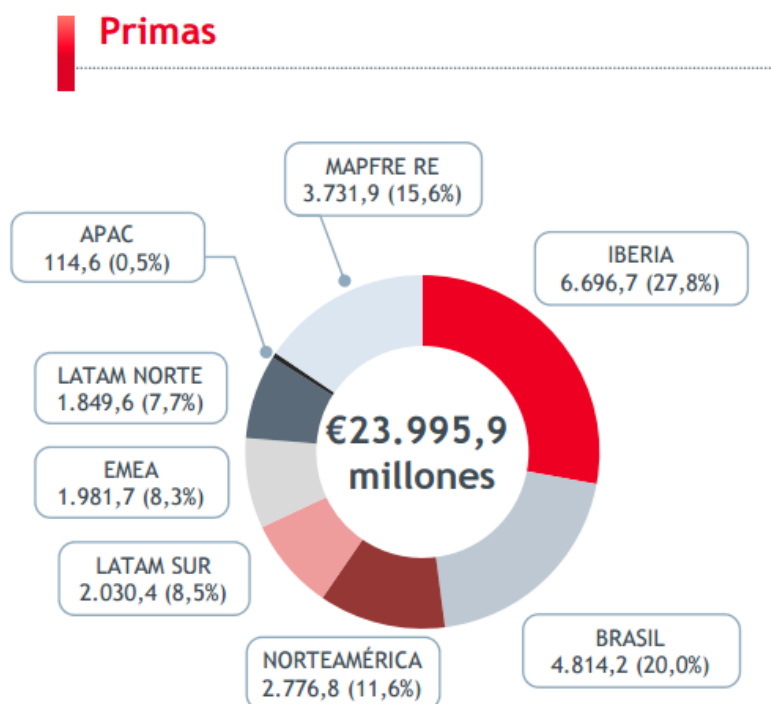
MAPFRE define su responsabilidad social como “un compromiso voluntario y estratégico que implica procurar la consecución de sus objetivos empresariales, cumpliendo rigurosamente con sus obligaciones contractuales y legales, aplicando criterios de equidad y estabilidad en las relaciones con sus grupos de interés (stakeholders), contribuyendo así a la satisfacción de las necesidades presentes y futuras de la sociedad”.

Los objetivos RSC de MAPFRE son promover la Responsabilidad Social Corporativa en MAPFRE, tiene que ser percibido como una forma de: alcanzar el interés social a través de sus objetivos estratégicos, gestionar la empresa en base a sus valores definidos, establecer relaciones recíprocas con grupos de interés, gestionar los riesgos para con el cliente y transmitir el valor social de la empresa.

3.4. Áreas Regionales y Unidades de Negocio

Una de las claves del éxito de MAPFRE en su consolidación como una de las mayores aseguradoras a nivel europeo es su diversificación en diferentes mercados y países. A continuación, el siguiente gráfico muestra de manera muy visual sus áreas en las que se sitúa y lo que aporta cada una a la Cuenta de Resultados en volumen de negocio:

Gráfico 2. Volumen de primas por áreas de negocio (millones de euros).



Fuente: Mapfre

A continuación, entraremos más en detalle en los resultados finales según cada área regional y unidad de negocio. Gracias a este desglose, podremos detectar los puntos fuertes y débiles de la compañía y entender su política de diversificación y expansión.

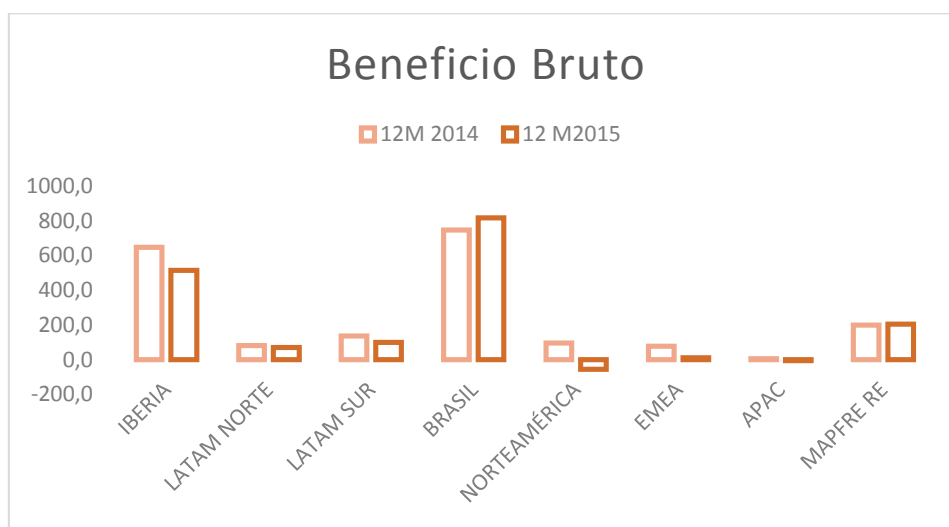
Tabla 1. Volumen de primas por área regional (millones de euros).

	2014	2015
IBERIA	648,7	515,4
LATAM NORTE	82,2	69,7
LATAM SUR	136,0	99,1
BRASIL	748,1	818,6
NORTEAMÉRICA	95,3	-54,5
EMEA	77,4	10,6
APAC	6,5	-6,3
MAPFRE RE	200,3	205,1

Fuente: elaboración propia

Tanto en el gráfico anterior como en el siguiente, las cifras que se muestran son el beneficio bruto obtenido en los dos últimos Ejercicios en millones de euros.

Gráfico 3. Beneficio bruto por área de regional (millones de euros).



Fuente: elaboración propia

Gracias a este gráfico, además de poder ver de manera muy visual la evolución en todas y cada una de sus áreas regionales y unidades de negocio, podemos que ver que el negocio de MAPFRE se centra en dos puntos clave: IBERIA (España y Portugal) y Brasil.

3.5. Seguro No Vida

A continuación, procederemos a desarrollar la evolución del resultado del Seguro de No Vida de MAPFRE sobre su información financiera consolidada. Se muestran las cifras acumuladas durante los Ejercicios de 2014 y 2015:

Tabla 2. Resultado del seguro No Vida (millones de euros).

	2014	2015
Primas emitidas y aceptadas	16.371,1	17.441,3
Resultado Técnico	560,0	187,2
Ingresos financieros netos y otros no técnicos	756,6	731,8
Resultado negocio No Vida	1.316,6	919,0
Siniestralidad	68,0%	70,0%
Ratio de gastos	27,8%	28,6%
Ratio combinado	95,8%	98,6%

Fuente: Elaboración propia

Para explicar estos resultados tendremos que poner el foco de atención en las primas, la siniestralidad, los gastos y los ingresos financieros netos y otros no técnicos. Además, a la hora de explicar las claves del rendimiento de las compañías, se especificará por qué y de dónde proviene cada magnitud económica:

Primas:

En 2015 se produjo un incremento de 1.1071 millones de euros, un 6,5%. Podemos destacar sus principales consecuencias en el sector del automóvil, así como también en el segmento del transporte y su industria, como directamente en el mercado de las aseguradoras.

El sector del automóvil, hogar y asistencia incremento considerablemente en los Estados Unidos, revolucionando el negocio en Norteamérica, produciendo un aumento de 665 millones de euros. De la evolución de este sector también se beneficiaron países como el Reino Unido, en donde empresas como EMEA aumentaron 625 millones, gracias a la consolidación de DIRECT LINE dando incrementos de 374 millones de euros.

En el mercado de la industria y el transporte destacamos compañías como Latam norte con un incremento de 535 millones de euros, producido principalmente en la suscripción de la póliza de PEMEX en México durante el segundo trimestre. Su aportación fue de 387 millones de euros. Esta misma tendencia se expandió a otros países de Centroamérica, como, por ejemplo, pero en el sector del automóvil, en Chile y Colombia en el mercado de los Riesgos Industriales o Argentina.

De la misma forma que destacamos los datos de Latam norte, es de mencionar la caída de Latam sur en 692 millones de euros, como consecuencia de un fuerte deterioro en el bolívar venezolano. Los movimientos del mercado de divisas no son todos negativos, el crecimiento de la moneda local en Turquía aportó un incremento de 179 millones de euros.

Es digno de mención el incremento de compañías como MAPFRE RE o Iberia, cuyos negocios se consolidaron a pesar de unas difíciles condiciones de mercado, aportando un incremento de 310 y 186 millones de euros respectivamente. Su labor se extendió no sólo al mercado de automóvil, sino también en los segmentos de Salud, Hogar y Decesos.

Estas últimas empresas mencionadas, así como las norteamericanas como Global risk se beneficiaron de la apreciación del dólar.

Comparando los datos del tercer trimestre con los del cuarto en 2015, analizaremos un descenso del 11,6% del volumen de negocio, lo que arroja una disminución de 480 millones de euros.

El mencionado anteriormente en Latam sur es una de las causas principales debido al deterioro de la moneda, a pesar de que en países como Chile el sector de Riesgos Industriales estaba al alza, al igual que en Colombia y Perú.

Otras causas fueron la disminución del volumen en Brasil, causando una baja en sus seguros agrarios de 202 millones de euros, o en compañías como MAPFRE RE cuya estacionalidad en su negocio afecta con grandes caídas en comparación con los datos del trimestre anterior de 153 millones de euros.

Siniestralidad:

Sufre un aumento de dos puntos básicos según su ratio de siniestralidad. Esto ocurre dado que las compañías Norteamericanas registran un gran aumento de la siniestralidad debido a grandes nevadas. También a causa de grandes empresas en la zona Iberia se produjo un aumento de las provisiones técnicas, de las cuales hablaremos más adelante. El mismo incremento de siniestralidad sucedió en Apac procediendo de la rama de autos.

Por otro lado, en otras zonas como Emea o Latam norte los datos del ejercicio económico se han visto perjudicados a causa de la rama de negocio de asistencia sanitaria. Del mismo modo, pero en la rama del negocio de autos, Francia y Turquía tuvieron que aumentar su severidad en lo que a este efecto se refiere.

En países Brasil, apreciamos una consideración en la ratio de siniestralidad en deterioro a causa de un alto siniestro industrial en Global risks, del mismo modo que un aumento de los siniestros en la rama sanitaria de asistencia.

Teniendo en cuenta todos estos sucesos como los más destacables en cuanto a siniestralidad, podemos concluir en un aumento de 1,9 puntos sobre la ratio.

Gastos:

En primer lugar, cabe destacar un aumento de 0,8 puntos porcentuales en la ratio de gastos. Las razones de este dato las analizamos a continuación:

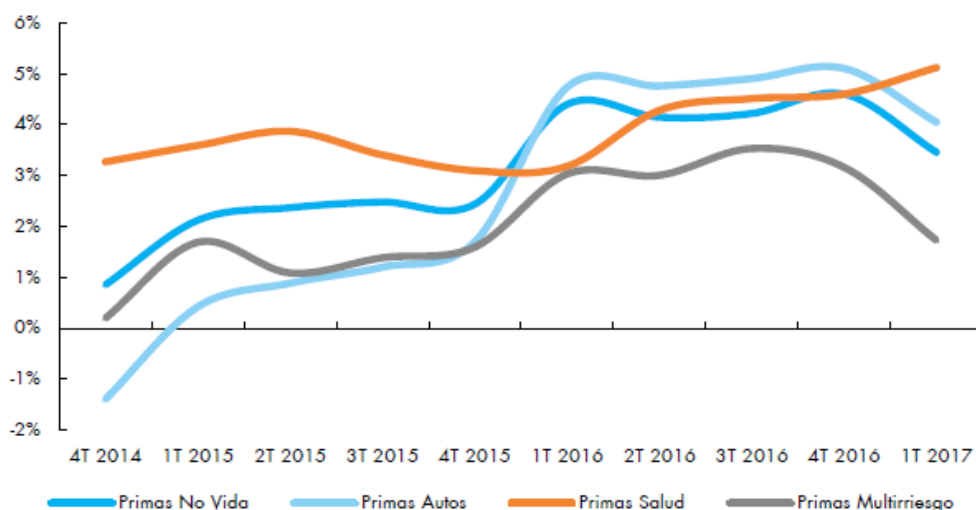
La adquisición de DIRECT LINE y su consolidación ha sido determinante en las cuentas de MAPFRE, aumentando las comisiones y lanzando nuevas propuestas de marketing para competir en la rama de negocio autos en toda la zona latinoamericana. Esto se compensó por la mejoría del segmento de salud Latam sur, procedentes de Argentina (Automóviles), Colombia (Riesgos Sencillos) y Chile (Riesgos Industriales).

Ingresos financieros netos y otros no técnicos:

Se registra un descenso de - 25 millones de euros debido al deterioro de las inversiones financieras realizadas durante el ejercicio económico, especialmente en la zona Iberia. Sin embargo, las fluctuaciones en la conversión de divisas de diferentes zonas han influido positivamente, des mismo modo que el aumento de los tipos de interés en Brasil.

El siguiente gráfico muestra la evolución del negocio No Vida en los últimos dos años, que ha sido la siguiente:

Gráfico 4. Evolución del negocio No Vida.



Fuente: ICEA

En el último trimestre de 2017 las primas del seguro directo han sido de 9.216 millones de euros, lo cual, supone una disminución del 3,5% respecto al mismo trimestre del año anterior.

3.6. Seguro Vida

A continuación, procederemos a desarrollar la evolución del resultado del Seguro de No Vida de MAPFRE sobre su información financiera consolidada. Se muestran las cifras acumuladas durante los Ejercicios de 2014 y 2015:

Tabla 3. Resultado del seguro Vida (millones de euros).

	2014	2015
Primas emitidas y aceptadas	16.371,1	17.441,3
Resultado Técnico-Financiero y otros Ingresos no técnicos netos	560,0	187,2
Resultados no realizados en inversiones de productos Unit Link	756,6	731,8
Resultado negocio Vida	1.316,6	919,0

Fuente: Elaboración propia

Siguiendo el mismo procedimiento que para el área de No Vida, tendremos que poner el foco de atención en las primas y el resultado de negocio de Vida. Además, a la hora de explicar las claves del rendimiento de las compañías, se especificará por qué y de dónde proviene cada magnitud económica:

👉 Primas:

En 2015 registramos un descenso del 10,6% del volumen de negocio. Algunas de sus consecuencias fueron las siguientes:

Sufre un aumento de 10,6 puntos porcentuales de su volumen de negocio a consecuencia de los siguientes principales hechos:

En el negocio de Vida, se produjo un descenso del 0,4% en el cuarto trimestre de 2015 comparado con la del año anterior en Brasil.

En la zona Latam sur se produjo una alta emisión y un gran crecimiento en Perú. Por otro lado, en Latam norte creación gracias a la próspera captación de Vida-Riesgo, especialmente en la zona México. Compañías como MAPFRE RE contribuyeron a estas cifras captando nuevo negocio.

Por otro lado, la compañía sufre un descenso de 355 millones de euros en la zona Iberia provocado por un nivel de tipos de interés cercanos al 0% afectando a las pólizas corporativas de banca-seguros.

Gracias al trabajo bien hecho en empresas como IBERIA, con incrementos de 96 millones de euros procedente del canal agencial y la recuperación del canal BANKIA y aumentos también en Brasil de 96 millones de euros, fruto del éxito de campañas de ventas del Banco do Brasil se da un incremento del 27,9% en el volumen de negocio +286 millones de euros.

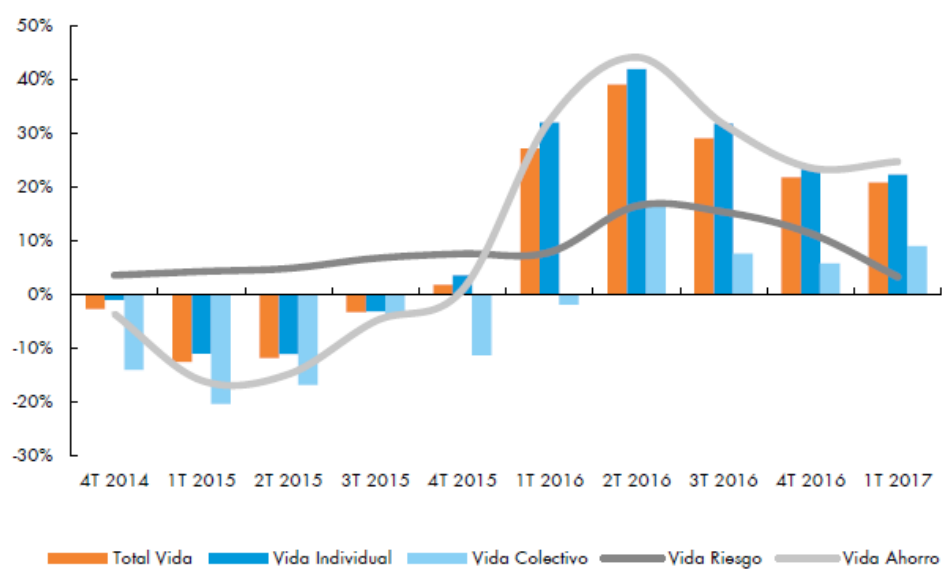
👉 Resultado del negocio de Vida:

Se registra una mejora del 5,9% gracias a un incremento de los tipos de interés en la zona de Brasil causando una mejora en el resultado técnico, justo al contrario que en la zona Iberia que, como hemos comentado anteriormente, se ha visto perjudicada por los bajos tipos de interés.

No obstante, el Latam sur sufrió un descenso consecuencia de la cancelación de contratos tipo deficitarios en Colombia.

El siguiente gráfico muestra la evolución del negocio Vida por modalidades (primas), que ha sido la siguiente:

Gráfico 5. Evolución del negocio No Vida.



Fuente: ICEA

El ramo Vida alcanzó a finales del primer trimestre de este año un volumen de primas de 9.290 millones de euros, lo cual, supone un incremento del 20,9% respecto al mismo trimestre del año anterior.

3.7. Posicionamiento en el Mercado

La buena marcha y desarrollo de MAPFRE durante el Ejercicio 2015 se debe en gran medida a la buena implementación y funcionamiento de su plan de negocio. De este modo, poniendo la vista en 2015, Mapfre ha incrementado el volumen de las primas No Vida, hecho beneficiado de las mejoras en el mercado español. Del mismo modo, gracias a la consolidación de la compra de Direct Line y la fortaleza del Dólar estadounidense se ha podido compensar el efecto de la depreciación las divisas bolivianas y el real brasileño, hecha de gran relevancia teniendo en cuenta el volumen de negocio que MAPFRE tiene en la zona LATAM. Precisamente en esta zona, las primas, en especial de Vida, han mejorado los resultados y compensado la parte de negocio de Vida en España. Además, destacar la disminución del resultado técnico en puntos de los Estados Unidos a causa de desastres meteorológicos y, en consecuencia, un aumento de las provisiones de cobertura para tales siniestros. De vital importancia para la consecución de objetivos de la compañía ha sido el aumento de resultados del negocio Vida gracias al incremento producido en Brasil y por la solidez del negocio en España, a pesar de la difícil situación que todavía se vive en el territorio español.

En este contexto, con todas las dificultades coyunturales y un marco regulatorio constantemente creciente, MAPFRE llevó a cabo unas medidas estratégicas para mantener su

crecimiento rentable, tales como la optimización de su estructura, el incremento de tarifas, la cancelación de aquellos segmentos de negocio deficitarios, el aumento de las provisiones o el alineamiento de las normas de suscripción.

Merece la pena detenerse un instante en su unidad de negocio en Brasil, ya que, abarca gran porcentaje de la Cuenta de Resultados consolidada de MAPFRE. Durante el Ejercicio 2015, MAPFRE ha crecido en todas sus áreas de negocio en cuanto a primas se refiere:

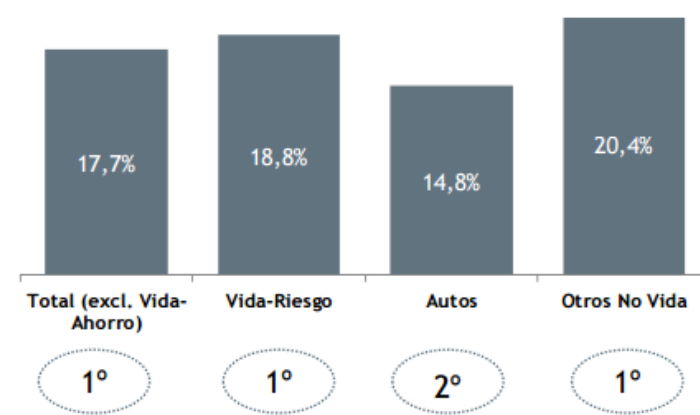
Tabla 4. Crecimiento por áreas de negocio.

VIDA	AUTOS	OTROS NO VIDA	TOTAL
0,4%	1,1%	11,0%	3,6%

Fuente: Elaboración propia

De esto modo, MAPFRE se convierte en la aseguradora con mayor cuota de mercado en Brasil según los rankings de SUSEP, abarcando los siguientes porcentajes en cada modalidad de seguro y su global ponderado:

Gráfico 6. Posición global relativa de MAPFRE Brasil.



Fuente: SUSEP

Este crecimiento en primas y en posicionamiento de mercado ha aumentado la rentabilidad de la aseguradora en el mercado brasileño:

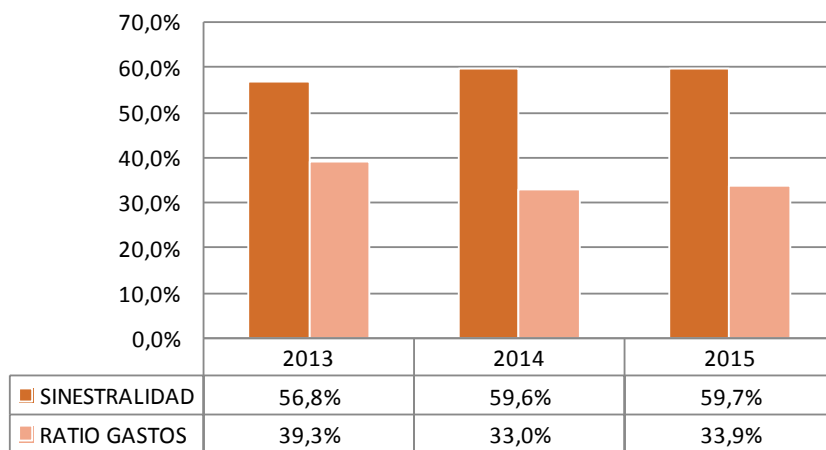
Tabla 5. Crecimiento en primas de MAPFRE Brasil.

	MAPFRE Brasil	
	Millones €	Variación
Resultado bruto	842,5	11,60%
Resultado neto	169,8	16,90%

Fuente: Elaboración propia

En el siguiente gráfico podemos observar cómo ha evolucionado la relación gastos-siniestralidad en los últimos tres Ejercicios en el mercado brasileño, manteniéndose ambos muy estables con apenas variaciones que no suelen superar el +/- 1%:

Gráfico 7. Gastos Vs Siniestralidad.



Fuente: Elaboración propia

Con todo esto, los resultados financieros de MAPFRE han ido mejorando a un ritmo constante y controlado, gracias al buen modelo de negocio y la gestión financiera de la entidad. Muestra de ello es la mejora continua de la ratio ROE (Return on Equity), que, en los años 2013, 2014 y 2015 ha sido del 12,2%, 12,6% y 15,5% respectivamente. Esto nos indica que la entidad ha obtenido un buen nivel de beneficios (Net profit) y que ha gestionado de manera positiva su financiación, haciéndolo en mayor medida con deuda externa en lugar de con Equity.

También es necesario en que posición global se encuentra MAPFRE respecto a sus competidores, ya que, este factor puede afectar en la decisión de un inversor a la hora de decidir la compra de valores de la compañía.

MAPFRE se encuentra entre los diez grupos aseguradores más grandes de Europa por volumen de primas. No obstante, únicamente abarca el 4,86% de las primas sobre el sumatorio total de las diez compañías dentro del ranking, abarcando la mayor un 17, 65% y siendo la media de primas por aseguradora cercana al 10%. Estos nos indica que MAPFRE, siendo una aseguradora global con gran volumen de primas, tiene grandes competidores dentro del territorio europeo, todos ellos con valores cotizados en bolsa, así como con valores de renta fija emitidas por deuda, lo cual, hace que dirigir a un inversor hacia los valores cotizados de MAPFRE sea a priori más complicado.

4. Análisis financiero

4.1. Resumen Cuenta de Resultados

La siguiente tabla ilustra las principales magnitudes contables de la Cuenta de Resultados de los Ejercicios 2014 y 2015, además de su incremento / disminución porcentual entre ambos.

Tabla 6. Cuenta de Resultados resumida (millones de euros).

	2014	2015	Variación
Resultado por reexpresión de estados financieros	-73,5	-8,0	-89,12%
Resultado antes de impuestos minoritarios	1745,5	1476,1	-15,43%
Impuesto sobre beneficios	-486,3	-463,6	-4,67%
Resultado después de impuestos	1259,2	1012,5	-19,59%
Resultado después de impuestos de actividades interrumpidas	64,2	186,5	190,50%
Resultado del ejercicio	1323,4	1199,0	-9,40%
Resultado atribuible a socios externos	-478,3	-490,2	2,49%
Resultado atribuible a la Sociedad dominante	845,1	708,8	-16,13%

Fuente: Elaboración propia

Gracias a las magnitudes contables de la Cuenta de Resultados de los Ejercicios 2014 y 2015 y tras el análisis por áreas de negocio realizado somos capaces de sacar algunas conclusiones sobre el por qué se han dado estas cifras de negocio:

- ☞ Se obtiene un buen resultado técnico en el negocio de Vida en la zona Brasil.
- ☞ El descenso en las cifras del negocio No Vida es causado por la alta siniestralidad en la zona Estados Unidos causada por inclemencias meteorológicas, del mismo modo y en consecuencia que el aumento de las provisiones.
- ☞ Los resultados de Vida en la zona Iberia se han visto altamente afectados por el entorno de tipos de interés. Este factor ha afectado favorablemente en el mercado venezolano, en el cual, se ha producido un deterioro debido al tipo de cambio.
- ☞ En comparación al 2014, la entidad soporta una obligación impositiva de impuestos.

- ☞ Ha afectado notablemente las operaciones de venta del negocio asegurador de CatalunyaCaixa. Estas operaciones han supuesto un beneficio neto añadido de 155 millones de euros.
- ☞ Gracias a la buena marcha del sector banca-seguros en Brasil, MAPFRE ha sido capaz de aumentar sus alianzas externas en cuanto a socios se refiere.

Volviendo de nuevo a la división de No Vida y Vida, se puede dividir en dos la Cuenta de Resultados del Ejercicio 2015 para analizar el Resultado Técnico de cada rama y, más adelante, poder hacer una valoración diferenciada. Los dos siguientes sub apéndices se muestran a modo desglose sobre la Cuenta de Resultados consolidada del grupo, sobre la cual, se realizará el análisis. De este modo, se podrán observar las cifras del análisis al que nos acabamos de referir, ya que, no se debe mirar del mismo modo las cifras de cada área de negocio debido a que el negocio de, por ejemplo, Estados Unidos (NORTE AMÉRICA), no está sujeto a las mismas variables a las que está sujeto el negocio de Brasil.

Tabla 7. Cifras globales por área de negocio

SEGURO Y REASEGURO DE NO VIDA Y VIDA	LATAM NORTE	LATAM SUR	BRASIL	EMEA	NORTE AMÉRICA	APAC	MAPFRE RE	AJUSTES CONS.	TOTAL
Resultado del negocio de No Vida y Vida	72,5	106,2	815,6	21,9	-44,4	-3,3	205,1	-10,8	1.618,2

Fuente: Mapfre

Es necesario informar que esta tabla no tiene valía contable, ya que, es una suma de los resultados de negocio No Vida y Vida. No obstante, sí tiene valía para ayudarnos a ver que áreas de negocio tienen más peso dentro de la Cuenta de Resultado y cuales han tenido una trayectoria más favorable.

Como podemos observar, NORTE AMERICA tiene una cifra de negocio negativo a razón de, como hemos mencionado anteriormente, la alta siniestralidad a causa de inclemencias meteorológicas. La zona BRASIL es la que sin duda tiene un peso mayor a cualquier otra, gracias a las alianzas formadas y a la buena marcha del sector banca-seguros.

A continuación, se muestra el desglose de cada una de las cuentas. Los siguientes datos que se ofrecen se encuentran en millones de euros.

Las primas crecieron un 2,3% hasta los 22.000 millones de euros. Este crecimiento se ha producido sobre todo gracias al crecimiento en Estados Unidos y Turquía. Además, el sector del reaseguro ha crecido notablemente hasta un 11%

No obstante, y como hemos visto anteriormente, esta cifra se ha visto deteriorada por las conversiones de los tipos de cambio, viéndose perjudicada por del deterioro del dólar frente al euro. También ha perjudicado el aumento de la siniestralidad, afectando en resultados negativos fuertemente en Estados Unidos y mermando el beneficio neto un 16%.

4.1.1. Cuenta de Resultados No Vida

Tabla 8. Cuenta de Resultados No Vida 2015 (millones de euros).

SEGURO Y REASEGURO DE NO VIDA	LATAM NORTE	LATAM SUR	BRASIL	EMEA	NORTE AMÉRICA	APAC	MAPFRE RE	AJUSTES CONS.	TOTAL
Primas emitidas y aceptadas	1517,3	1762,3	3176,5	1755	2766	114,6	3131,3	-1684,2	17441,3
Primas imputadas netas de reaseguro cedido y retrocedido	729,8	1009,5	2364,7	1241,2	2151,5	101,8	1836,1	-5,8	13601,4
Siniestralidad neta y variación de otras provisiones técnicas	-444,3	-606,2	-1437,5	-921,6	-1729,8	-75,7	-1186,2	3,2	-9527,4
Gastos de explotación netos de reaseguro	-254,9	-372,5	-800,2	-340,8	-607,7	-29,6	-536	3,1	-3838,7
Otros ingresos y gastos técnicos	-7,2	-12,2	0,5	-11,7	12,4	-0,3	-2,4	0,1	-48,1
Resultado técnico	23,4	18,6	127,4	-32,9	-173,6	-3,8	111,5	0,5	187,2
Ingresos financieros netos y otros no técnicos	34	101,5	191,2	37,9	130	0,6	76,5	17,5	731,8
Resultado del negocio de No Vida	57,4	120,1	318,6	5	-43,6	-3,3	188	18	919

Fuente: Mapfre

4.1.2. Cuenta de Resultados Vida

Tabla 9. Cuenta de Resultados Vida 2015 (millones de euros).

SEGURO Y REASEGURO DE VIDA	LATAM NORTE	LATAM SUR	BRASIL	EMEA	NORTE AMÉRICA	APAC	MAPFRE RE	AJUSTES CONS.	TOTAL
Primas emitidas y aceptadas	332,3	268,1	1637,8	226,7	10,7	0	600,6	0	4870,5
Primas imputadas netas de reaseguro cedido y retrocedido	249,3	231	1456,6	223,7	6	0	458,1	0	4386,9
Siniestralidad neta y variación de otras provisiones técnicas	-165,7	-195,3	-631,1	-285	-2	0	-414,8	0	-3863,1
Gastos de explotación netos de reaseguro	-90,7	-108,4	-571,7	-15,4	-5,5	0	-109,3	0	-1101,3
Otros ingresos y gastos técnicos	-1,2	-1,3	-0,4	0,6	0	0	-0,3	0	-13
Resultado Técnico-Financiero y otros Ingresos no técnicos netos	15,1	-13,9	426,7	13,5	-0,8	0	17,1	0	627,5
Plusvalías/minusvalías no realizables en inversiones Unit Linked	0	0	70,3	3,5	0	0	0	-28,8	71,7
Resultado del negocio de Vida	15,1	-13,9	497	16,9	-0,8	0	17,1	-28,8	699,2

Fuente: Elaboración propia

4.2. Evolución del Balance resumido

Tabla 10. Balance consolidado resumido (millones de euros).

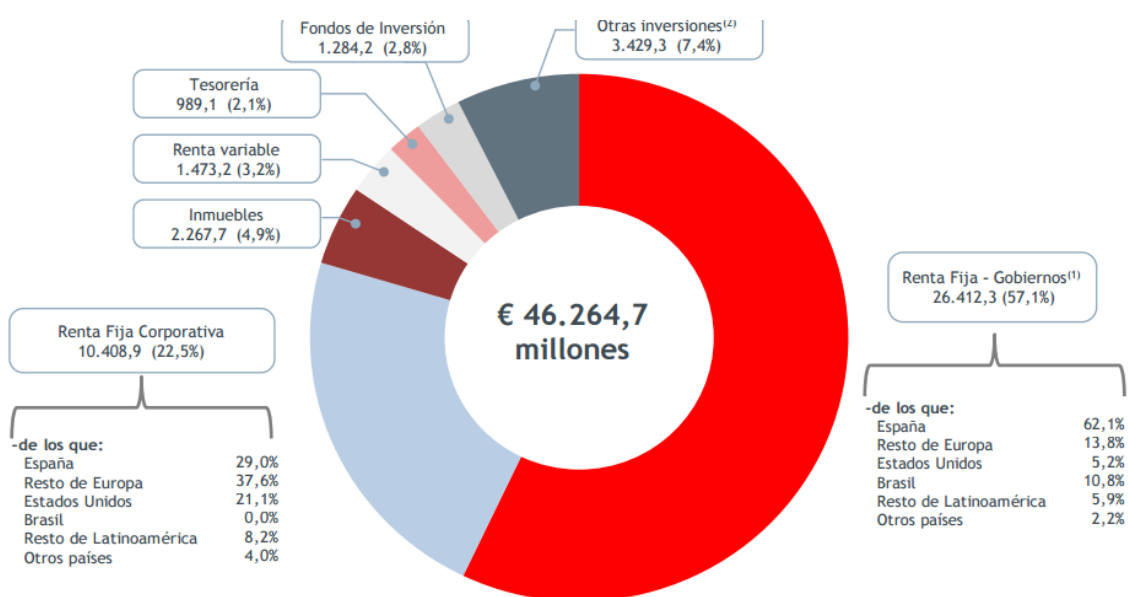
	2014	2015
Fondo de comercio	2.030,5	2.068,0
Otros activos intangibles	2.046,3	1.629,6
Otro inmovilizado material	303,8	331,1
Tesorería	1.188,6	989,1
Inversiones e inmuebles	47.484,5	45.275,6
Participación del reaseguro en las provisiones técnicas	3.367,2	3.869,5
Operaciones de seguro y reaseguro	4.973,9	5.299,8
Impuestos diferidos	206,8	255,9
Activos mantenidos para la venta	9,4	35,7
Otros activos	3.804,3	3.735,0
TOTAL ACTIVO	65.415,3	63.489,3
Patrimonio atribuido a la Sociedad dominante	9.152,7	8.573,7
Socios externos	2.316,7	1.834,6
Deuda financiera y subordinada	1.788,2	1.772,5
Provisiones técnicas	46.444,9	45.061,1
Provisiones para riesgos y gastos	688,3	697,0
Operaciones de seguro y reaseguro	1.973,7	2.309,0
Impuestos diferidos	845,7	710,5
Pasivos mantenidos para la venta	0,0	0,0
Otros pasivos	2.205,1	2.530,9
TOTAL PASIVO	65.415,3	63.489,3

Fuente: Elaboración propia

En esta ilustración podemos observar el Balance consolidado de MAPFRE durante los Ejercicios de 2014 y 2015. Las mayores variaciones que recoge en el Ejercicio de 2015 frente al anterior son producidas por factores tales como la consolidación de la compra de Direct Line en Italia y Alemania, la venta del negocio asegurador de Catalunyaacaixa, la depreciación de las principales divisas frente al euro ganando poder en el tipo de cambio y la disminución del valor de la cartera de inversiones a causa de la inestabilidad macroeconómica.

De este último, en el siguiente gráfico se puede observar el Asset Allocation de MAPFRE según su política de inversiones prudentes y ajustadas al negocio asegurador:

Gráfico 8. Asset Allocation de sus inversiones.



Fuente: Mapfre

4.3. Evolución del Patrimonio Neto

Tabla 11. Balance consolidado resumido (millones de euros).

	2014	2015		
	Patrimonio Neto Total	Patrimonio Neto Total	Patrimonio atribuido a la Sociedad dominante	Intereses minoritarios
SALDO A 31/12 DEL EJERCICIO ANTERIOR	9.893,70	11.469,40	9.152,70	2.316,70
Ingresos y gastos reconocidos directamente en Patrimonio Neto	---	---	---	---
Por inversiones disponibles para la venta	2.843,60	-610,4	-474,8	-135,6
Por diferencias de conversión	158,4	-868,6	-506	-362,5
Por aplicación de contabilidad tácita a provisiones	-2.135,60	320,5	221,5	99
Otros	4,2	-5	-4,9	-0,2
TOTAL	870,6	-1.163,00	-764,2	-399,3
Resultado del período	1.323,40	-1.198,90	708,8	490,2
Distribución del resultado del ejercicio anterior	-527,5	-557,1	-246,4	-310,8
Dividendo a cuenta del ejercicio actual	-263	-223,3	-184,8	-38,6
Otros cambios en el Patrimonio Neto	172,2	-316,2	-92,5	-223,7
SALDO AL FINAL DEL PERÍODO	11.469,40	10.408,30	8.573,70	1.834,60

Fuente: Elaboración propia

En esta ilustración podemos observar el Patrimonio Neto de MAPFRE durante los Ejercicios de 2014 y 2015. Además, en el Ejercicio de 2015 se muestran el Patrimonio Neto desglosado en “atribuido a la Sociedad dominante” y en “intereses minoritarios”.

La evolución del Patrimonio Neto pasa por diferentes magnitudes contables que queremos analizar. Una de ellas es el valor de sus inversiones, las cuales, debido al deterioro de su valor a provocado una disminución en la cartera de inversiones y por lo tanto del patrimonio neto. También cabe destacar la política de dividendos del grupo, aprobada por la Junta General, en la que se basó el reparto del resultado.

Otro aspecto a analizar sería las conversiones de divisas. Como hemos explicado anteriormente en el apartado “riesgo de divisa”, MAPFRE opera en diferentes países y continentes, en cada uno de ellos con el uso de su moneda local, pero como bien sabemos, al final de cada Ejercicio económico se necesitan consolidar las cuentas sobre la moneda dominante del Holding, que es el euro. Esta situación ha llevado a una disminución del resultado final por hechos como la depreciación del dólar frente al euro.

4.4. Estructura de Deuda

En el siguiente gráfico podemos observar cómo MAPFRE tiene estructurada su deuda y cuál es la política de financiación que lleva a cabo. Un 85,5% de esta pertenece a su Patrimonio Neto, siendo el resto en financiación bancaria y deuda híbrida, con un 9,6% y un 4,9% respectivamente. Esta estructura permite a la entidad tener una reducida obligación de pago de intereses con deudores y, por consiguiente, tener una baja ratio EBITDA / intereses financieros, siendo en el Ejercicio de 2014 de 19,5 y disminuyendo hasta 17,7 en el Ejercicio de 2015.

Gráfico 9. Estructura de la Deuda.



Fuente: Mapfre

El apalancamiento, incluyendo la deuda operativa, que ha tenido la entidad en los últimos tres años se mantiene muy estable en términos porcentuales entorno al 13,1% de media.

A continuación, se adjunta una tabla detallada de su estructura de capital, con el desglose de todas sus modalidades de deuda, comparada en términos porcentuales con las magnitudes económicas de su Cuenta de Resultado:

Tabla 12. Patrimonio Neto con desglose de deuda (millones de euros).

	2014	2015
Patrimonio Neto	11.469	10.408
Deuda Total	1.788	1.773
deuda financiera	1.601	1.595
deuda operativa	188	178
EBIT	1.824	1.476
Gastos financieros	118	107
deuda financiera	99	84
deuda operativa y otros gastos	19	23
Amortizaciones y deterioros	366	314
EBITDA	2.308	1.898
EBITDA / Gastos financieros		
Incluyendo deuda operativa	19,5	17,7
Excluyendo deuda operativa y otros gastos	23,1	22,6
Apalancamiento		
Incluyendo deuda operativa	13,5%	14,6%
Excluyendo deuda operativa	12,2%	13,3%
EBITDA / Deuda Total	129,1%	107,1%

Fuente: Elaboración propia

Cabe destacar que recientemente MAPFRE ha llevado a cabo una colocación de deuda subordinada a 30 años por un importe total de 600 millones de euros, estableciendo un tipo de interés fijo de 4,375% los diez primeros años. Dicha colocación ha tenido una elevada demanda y una gran diversificación internacional entre más de 200 inversores institucionales internacionales. Esta colocación permitirá a la entidad disfrutar de una mayor flexibilidad financiera y diversificar sus fuentes de financiación. Esta emisión se considera como capital computable Tier 2 según las directrices de Solvencia II, lo cual significa que el nivel de solvencia y fortaleza financiera de MAPFRE quedan reforzados.

Actualmente, MAPFRE tiene un rating de emisión, por Standard & Poor's, de BBB-.

5. Valoración actual de Mapfre S.A.

El objetivo principal de la valoración se basa en conocer el valor total de la compañía, es decir, cuánto vale. De esta forma, y con la ayuda de herramientas financieras como conocer el precio objetivo por acción, el nivel de solvencia y volumen de primas de la compañía, su crecimiento y el uso de ratios, tanto a modo interno como por comparables con sus competidores, seremos capaces de llegar a una conclusión sobre si un inversor debe invertir o no en MAPFRE.

Según Pablo Fernández (2015), gurú en el área de Valoración de Empresas, “la valoración de una empresa es un ejercicio de sensatez que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Los métodos conceptualmente “correctos” para valorar empresas con expectativas de continuidad son los basados en el descuento de flujos de fondos. Otro método que tiene lógica y consistencia es el valor de liquidación. Lógicamente, el valor de las acciones será el mayor entre el valor de liquidación y el valor por descuento de flujos”.

5.1. Ratios financieros

Los ratios financieros son magnitudes relativas extraídas de los estados financieros de una empresa con el objetivo de dar una información financiera útil para el análisis y evaluación de la situación de una compañía.

Los ratios financieros tratan de estandarizar y simplificar la información financiera y contable de una compañía y de facilitar las decisiones por parte de la dirección de la empresa a corto plazo.

A continuación, se presentan una serie de ratios y magnitudes que, a nuestro juicio, son las que más nos van a ayudar a analizar y valorar MAPFRE. Como se puede observar, no solo se presentan ratios sobre MAPFRE, sino que también se han calculado las mismas ratios para tres compañías del mismo sector. Estas compañías se sitúan en el ranking top 10 de las aseguradoras más grandes a nivel europeo, en el cual, también se encuentra MAPFRE. Se analizan los ratios y magnitudes de estas compañías para poder hacer comparativas, ya que, algunas ratios, por definición, no nos dan demasiada información por sí solas, sino que necesitan ser comparados con compañías lo más similares posibles del mismo sector. Las compañías que más se pueden asemejar a MAPFRE en todos los aspectos posibles son AXA, Allianz y Generali. Los ratios y magnitudes calculados han sido los siguientes:

Tabla 13. Ratios y comparables del sector.

	MAPFRE	AXA	ALLIANZ	GENERALI
BPA (€)	0,23	2,44	15,88	1,56
Pay-out	57%	48%	52%	60%
ROE (5años)	7,89%	8,20%	10,59%	9,04%
ROA	1,57%	0,67%	0,82%	0,45%
ROS (Beneficio/Vol. primas)	5,37%	6,51%	9,11%	3,05%
Leverage (Assets/Equity)	7,41	12,15	12,86	20,04
Leverage (Debt/Equity)	0,37	-0,21	0,30	0,34
Per	11,44	9,91	10,99	7,05
Rentabilidad dividendo	4,92%	5,04%	4,58%	7,73%
EV/EBITDA	5,59	7,4	8,38	5,76
Volumen de primas (millones)	22.312 €	91.938 €	76.723 €	74.165 €
Variación de primas respecto al Ejercicio anterior	2,30%	6,60%	3,80%	5,30%
Margen de Solvencia	2,55%	2,46%	2,00%	1,64%
Resultado operativo (millones)	1.476 €	8.009 €	10.735 €	4.785 €
Variación resultado operativo respecto al Ejercicio anterior	-15,4%	3,9%	3,2%	6,1%
Resultado Neto Total (millones)	1.199 €	5.987 €	6.987 €	2.259 €
Variación resultado neto respecto al Ejercicio anterior	-9,4%	12,2%	5,8%	22,0%
Activo (millones)	63.000 €	887.000 €	849.000 €	501.000 €
Pasivos (millones)	53.000 €	814.000 €	783.000 €	476.000 €
Equity (millones)	10.000 €	73.000 €	66.000 €	25.000 €
Deuda neta (millones)	988,54 €	- 15.679,5 €	19.562,65 €	8.527,5 €

Fuente: elaboración propia

Gracias al cálculo de estas ratios obtenemos mucha información valiosa sobre MAPFRE y la situación financiera actual del sector asegurador. Los resultados y análisis de estas ratios se plasmarán en el apartado “Conclusiones”.

5.2. Elección de un método específico y valoración

El método de valoración elegido en un primer momento para valorar MAPFRE es el método basado en el descuento de flujos de fondos libre (free cash flows). Este método trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (free cash flows) que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Los métodos de descuento de flujos están basados en el pronóstico de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los free cash flows. En la valoración basada en los descuentos de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de dicha tasa es uno de los puntos clave de este método de valoración, ya que, condicionara notablemente el resultado final. La tasa de descuento (WACC) se realiza teniendo en cuenta el riesgo y las volatilidades históricas.

A la hora de proyectar un 'Forecast' (predicciones) se han supuesto unas tasas de crecimiento en ingresos promedios de los años anteriores del 4%. La razón por la que creemos que el nivel de ingresos va a ser similar al de años anteriores son debidos a que MAPFRE es una empresa que se encuentra en el ciclo de madurez y consolidada en el mercado. Si estuviésemos analizando una empresa de reciente creación y que está creciendo en el mercado y expandiéndose entonces si deberíamos tener en cuenta unas tasas de crecimiento más altas. Del mismo modo, también se ha tenido en cuenta la tasa de Índice de Precios al Consumo (IPC) para proyectar correctamente los flujos sin que sufran distorsión por el paso del tiempo.

En cuanto a los costes, es decir, la siniestralidad, como es lógico es difícil de prever con exactitud el número de siniestros y obligaciones de pago a los que deberá hacer frente la compañía durante los próximos ejercicios.

Otra de las variables que afecta en gran medida al cálculo final del valor de la compañía es el WACC, que es la tasa a la que se debe descontar el Free Cash Flow para obtener el mismo valor de las acciones que proporciona el descuento de los flujos para el accionista. No representa ni un coste ni una rentabilidad exigida, sino un promedio ponderado entre un coste y una rentabilidad exigida. Para calcularlo hay que tener en cuenta una serie de parámetros tales como la Beta, el coste de la deuda (K_d), el coste de los recursos propios (K_e), el activo libre de riesgo, la prima de mercado y la tasa de descuento. En la siguiente tabla se detallan los valores que representan cada uno de estos parámetros:

Tabla 14. Variables para el cálculo de la valoración.

WACC	5,32%		
g	1%		
t	30%		
Ke	4,82%		
Kd	9,56%		
Beta	0,95		
Rf	1,40%		
Rm	5%		
		2015	2014
RR.PP.		8.574.000.000	9.153.000.000
Deuda		3.142.000.000	2.972.000.000
nº acciones		3.079.553.273	

Fuente: elaboración propia

La Beta seleccionada de 0,95 es la estándar y no la apalancada debido a que no tiene riesgo estructural de financiación. Para el activo libre de riesgo se ha elegido el tipo del bono del estado a 10 años, el coste de la deuda se ha calculado en función del nivel de deuda con el que se abrió y cerró ejercicio, la tasa de crecimiento de 1% es la más representativa en promedio del crecimiento del sector asegurador y el costo de los recursos propios se ha hallado aplicando su fórmula habitual (anexos).

Sin embargo, este método de valoración en concreto para las compañías aseguradoras no es el más preciso debido a una serie de factores diferenciadores respecto a otras empresas de otro sector.

Las aseguradoras tienen una cuenta técnica y no técnica, y una cuenta de No Vida y una de Vida. En cierto modo son proveedores de servicios, por lo que, no se puede predecir una inversión en CAPEX concreta ya que, MAPFRE, de manera hipotética, en su Plan Estratégico no tiene previsto construir una fábrica para aumentar su nivel de producción como podría ser el caso de Acerinox o Airbus. Por otro lado, las compañías aseguradoras, a razón de las normas contables internacionales, no tienen en cuenta la amortización del mismo modo que la mayoría de las empresas, por lo tanto, no tendría el mismo peso a la hora de proyectar unos flujos de caja.

Tabla 15. Variables para el cálculo de la valoración.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Revenue	21.834	22.755	22.646	23.702	23.838	23.974	24.111	24.249
Operating income	1.693	1.824	1.476	1.845	1.854	1.863	1.872	1.881
Net income	790	845	709	775	778	781	785	788
Operating cash flow	413	312	-213	159	205	206	207	209
Capital spending	-229	-217	-260	-309	-243	-290	-278	-238
free cash flow	184	95	-472	-151	-38	-84	-71	-29

Fuente: elaboración propia

La razón por la que los flujos salen negativos siendo una compañía con beneficios es que este método no se ajusta a la estructura financiera de una aseguradora. Para ajustar este resultado sería necesario tener en cuenta la calidad de la deuda y, sobre todo, la ratio de solvencia, además de diferentes KPIs (Key Performance Indicators) como el volumen de primas por activos.

Con todo este análisis y con la variación según los escenarios pesimistas y optimistas planteados, es posible llegar al resultado final de que MAPFRE tendría un precio objetivo por acción entre 3,35€/acción y 3,10€/acción, con un Beneficio por acción (BPA) estimado entre 0,24 y 0,28.

A pesar de los flujos de caja negativos a causa de la alta siniestralidad explicada anteriormente en el análisis, también se ha tenido en cuenta el valor de los fondos propios y el nivel de deuda de la compañía que, tal y como se ha comentado antes, es el aspecto fundamental de MAPFRE.

No obstante, y como acabo de explicar, este método para este caso en particular tiene más pros que contras, a pesar de ser capaz de generar un resultado final que se aproxima en gran medida a la actualidad, en la que MAPFRE tiene un Beneficio por acción de 0,23 y el valor medio de sus acciones en las últimas 20 sesiones ha sido de 3,16€/acción, es necesario valorar la empresa con otras herramientas financieras, que serán las ratios. Anteriormente se han utilizado las ratios para establecer comparables con otras compañías similares a MAPFRE y del mismo sector, ya que, muchas ratios por sí solas no generan valor, pero comparados con otras mismas ratios en la misma situación nos aportan mucha información. En este caso, las ratios que han sido calculados son aquellos que nos ayudan a conocer el valor de una empresa.

Aunque estas ratios sí aportan mucha información por sí solos, también será necesario compararlas con las mismas ratios del sector para analizarlos positiva o negativamente. Las ratios halladas son los siguientes:

Tabla 16. Ratios de valoración.

	Precio / 'Fair Value'	Precio / Ingresos	Precio / Cash Flows	Precio / Free Cash Flows	Precio / Valor en Libros	Precio / Primas
MAPFRE	0,97	11,9	59,2	33,8	1,0	0,5
Media del sector	1	13,9	9,4	10,3	1,1	3

Fuente: elaboración propia

Estas ratios, en añadido con las ratios calculados en la comparativa con otras compañías nos dan una visión de en qué situación se encuentra la compañía. Esta situación será explicada a continuación en la conclusión.

Si aplicásemos el método basado en el balance, en concreto el valor de liquidación, simplemente sería necesario saber cuál es el valor total de los Fondos Propios de la compañía y deduciendo gastos de liquidación, como podrían ser las indemnizaciones a los empleados o los gastos fiscales entre otros. Dado que no conocemos estos gastos y no tenemos acceso a la información necesaria o los mecanismos oportunos para obtenerlos, no podremos dar unas cifras exactas de cuánto sería este valor total. Pero sí nos ayudará con carácter indicativo para hacer una aproximación al valor que necesitamos.

6. Conclusiones y opiniones

Poniendo el foco de atención en el precio objetivo por acción obtenido en la valoración financiera gracias a la predicción de los resultados de MAPFRE en el futuro corto plazo, podemos hacer la aproximación de que el precio justo de la acción en circulación en el mercado bursátil de Mapfre S.A. está a un precio ajustado en el que no está ni sobrevalorada ni infravalorada. Con todo el análisis y valoración realizado, la acción de MAPFRE se espera que pueda subir de precio en el medio plazo y tener unas variaciones de $\pm 0,25\text{€}$ durante los dos últimos trimestres de 2017, principalmente debido al riesgo sistemático provocado por la incertidumbre sobre los tipos de interés, la evolución del Producto Interior Bruto (PIB) en la zona Iberia y Brasil, ya que son sus áreas regionales con más volumen de negocio y al crecimiento del Índice de Precios al Consumo (IPC), y también teniendo en cuenta la volatilidad por su beta individual y la de su sector.

Por otro lado, las operaciones y negocio de inversión para MAPFRE en España han crecido en torno al 9%. A pesar de que el negocio principal de MAPFRE es la contratación de primas de segura, tiene un peso más que notable en el resultado del ejercicio las operaciones por inversiones y, por consiguiente, la rentabilidad de las mismas.

En la comparativa con compañías aseguradoras que se encuentran en una posición similar a MAPFRE, tras el análisis comparativo de ratios financieros y magnitudes contables se puede concluir que, a pesar de que MAPFRE está en una buena situación, con un buen nivel de beneficios anualmente y sigue repartiendo unos dividendos dentro de su media histórica, las compañías similares de su competencia se sitúan al mismo nivel e incluso por encima, teniendo generalmente un beneficio por acción (BPA) superior y un nivel de ROE más favorable que nos indica que MAPFRE no obtiene demasiado rendimiento para sus accionistas. Además, tiene un PER bajo comparado con sus competidores y teniendo en cuenta su evolución en los últimos ejercicios. MAPFRE mantiene un nivel de deuda prácticamente inmejorable respecto a sus competidores, además de una rentabilidad sobre su activo (ROA) situada en 1,57%. Además, goza de un margen de solvencia superior a todos ellos.

Podemos afirmar que uno de los puntos fuertes es la estructura de financiación de MAPFRE, en la que se financia en total con un 85,5% de sus Fondos Propios. Esta estructura le otorga gran flexibilidad y margen de maniobra ante operaciones a futuro. En contra, un exceso de financiación propia puede incurrir en un problema a la hora de provisionar coberturas de obligaciones de deuda ante siniestralidad por primas contratadas, lo cual, podría aumentar en coste de financiación por recursos propios y, en un final, al accionista.

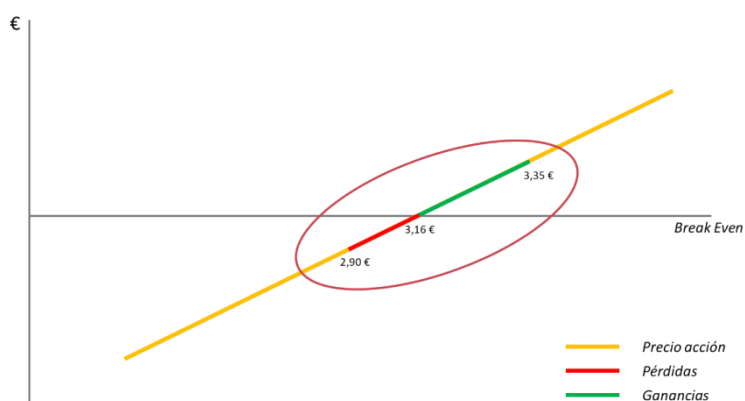
Por otro lado, MAPFRE ha tenido un problema en los últimos años con el apartado de siniestralidad, obtenido a través de la ratio % Primas de la siniestralidad. Esta magnitud es de vital importancia para cualquier compañía aseguradora debido a que supone el mayor porcentaje de costes operativos y totales de la entidad. Un mal cálculo de esta magnitud puede acabar en un resultado negativo, tal y como ha ocurrido en el área regional de Estados Unidos, bien es verdad que ante una circunstancia meteorológica de difícil predicción.

Un aspecto positivo, pero al mismo tiempo peligroso para MAPFRE, es el hecho de tener un nivel de ingresos por primas constantes. Peligroso porque incurre en riesgo de estancamiento y de posicionarse en un crecimiento del 0%, y positivo debido a la alta competitividad en el sector asegurador, sobre todo teniendo en cuenta el progreso digital que aporta a los clientes mayor información sobre precios y coberturas de todo tipo de seguros y la alta presencia de los comparadores, que ha provocado una guerra de precios que se ha convertido en costumbre. Esto podría perjudicar a MAPFRE, ya que, es una compañía que, si bien no centra su estrategia en tener el precio más competitivo del mercado, sí la centra en tener las mejores coberturas y servicios de cara a sus asegurados.

Finalmente, como recomendación a un inversor, toda esta síntesis nos indica que el accionista debería mantener las acciones. No se espera que, al menos en el corto plazo, se puedan obtener plusvalías con la compra de estas acciones. No obstante, el precio por acción calculado y el valor de la empresa nos indican que en el medio/largo plazo la acción podría incrementar su precio, además de contar con un flujo de dividendos para el accionista creciente durante el último lustro. Cierto es que si un inversor de perfil de riesgo medio bajo busca invertir en una compañía aseguradora, MAPFRE no sería la opción más óptima.

En el siguiente gráfico se muestra de una manera más visual el recorrido que puede tener el precio de la acción en el corto plazo:

Gráfico 10. Recomendación al accionista



Fuente: Elaboración propia

6.1. Acerca de las posibles sinergias con el sector bancario:

Hoy en día, las fusiones y adquisiciones son un aspecto de singular importancia al cual muchas grandes corporaciones acuden con el objetivo de crecimiento, expansión y como entrada a un nuevo mercado con propósito de superar a competidores.

Vamos a explicar de manera superficial y cualitativa las sinergias que podrían surgir en una alianza de este tipo.

Poniendo en contexto un ejemplo, plantearemos con carácter teórico una supuesta fusión entre Banco Santander y la Aseguradora Mapfre o, mejor dicho, una adquisición de Banco Santander hacia la Aseguradora Mapfre.

¿Por qué una adquisición y no una fusión entre el Banco Santander y la Aseguradora MAPFRE?

Una fusión entre estas dos entidades no podría llevarse a cabo por el problema legal de que cada una tiene un objeto social diferente, por tanto, solo cabría la posibilidad de que Banco Santander adquiriese MAPFRE.

Nuestro planteamiento se basa en la estructura de negocio de ambas compañías. A simple vista puede parecer que un banco y una aseguradora no comparten muchas similitudes. Pero no es así. Podemos pensar que una aseguradora no tiene relación alguna con la actividad de inversión financiera, pero como hemos explicado antes sí la tiene, ya que por su naturaleza de negocio siempre tendrá mucha liquidez en su balance y el mejor modo de aprovecharla es invirtiendo. Por otro lado, los bancos se dedican, principalmente, a prestar dinero en forma de crédito y a recibir ahorros. Es decir, es un intermediario financiero. Siendo así, puede resultar extraño que con este modelo de negocio exista cabida para un seguro. Ciertamente existe, ya que los bancos acostumbran a ligar seguros de vida a productos financieros e incluso muchos bancos posean aseguradoras como filiales.

Con esto, procedemos a explicar el planteamiento inicial de manera breve y superficial, ya que más adelante, entraremos en detalle: se plantea una adquisición de MAPFRE por Banco Santander debido al modelo de negocio que tiene cada uno. Los bancos, como acabamos de explicar, obtienen su mayor porcentaje de beneficios prestando dinero y hoy en día, agravado por la crisis económica que hemos sufrido y por la política monetaria de Banco Central Europeo, tiene un margen de beneficio muy reducido y un grado de apalancamiento por encima de los parámetros aconsejables. En contra, las aseguradoras reciben mucho dinero del cobro de las primas de seguros, además del hecho de haber salido reforzadas de la situación económica que vivimos y ser el sector asegurador uno de los más consolidados.

Tomando este marco de referencia, según nuestra opinión, lo aprendido del sector bancario durante el Máster y el conocimiento adquirido del sector asegurador tras el análisis y valoración de MAPFRE, citaremos una serie de ventajas y desventaja significantes que supondrían la adquisición de la Aseguradora MAPFRE por parte de Banco Santander:

Ventajas:

- 👉 Banco Santander obtendría una mayor cartera de clientes, ganando así una mayor cuota de mercado.
- 👉 Se provocarían economías de escala: como hemos mencionado antes, los bancos acostumbra a ligar seguros a productos financieros, tales como un seguro de vida a una hipoteca. Del mismo modo que las aseguradoras, que combinan productos de inversión con pólizas de seguros, como puede ser un Unit Link con un seguro de vida.

Desventajas:

- 👉 Riesgo de cumplimiento: tanto el sector bancario con el sector asegurador son sectores altamente regulados por las autoridades europeas. Se rigen bajo Basilea III y Solvencia II. Esta situación crea el problema de tener que combinar dos complejos marcos regulatorios e incluso impedimentos para dicha adquisición por parte del Banco Central Europeo y EIOPA.
- 👉 No sería legal una fusión por los diferentes objetos sociales de cada entidad.
- 👉 Una adquisición de la Aseguradora MAPFRE por parte de Banco Santander pondría en peligro la solvencia de la entidad bancaria debido a la dificultad de abarcar tal cantidad de capital y al valor de la compañía MAPFRE.
- 👉 Los bancos son un negocio de riesgo, mientras que las aseguradoras buscan la estabilidad en el mercado y, respecto a sus inversiones, habitúan a tener un perfil conservador de carácter institucional.
- 👉 No es el negocio tradicional de los bancos el adquirir aseguradoras.
- 👉 Centrándonos en el modelo de negocio, existen claros condicionantes es los resultados de ambas compañías. El beneficio neto de un banco está sujeto en gran medida a los tipos de interés y el beneficio neto de una aseguradora al nivel de siniestralidad que deba cubrir en un ejercicio.

ANEXOS

Ratios financieros

Estas son las fórmulas principales utilizadas para hallar los ratios financieros:

$$\begin{aligned} \text{BPA} &= \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{N}^\circ \text{ de acciones}} & \text{PAY-OUT} &= \frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Ganancias por acción}} \\ \text{ROE} &= \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Recursos propios}} & \text{ROA} &= \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Activo}} & \text{ROS} &= \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ventas}} \\ \text{PER} &= \frac{\text{Precio por acción}}{\text{BPA}} \end{aligned}$$

El descuento de flujos libre aplicado a las compañías aseguradoras

A continuación, plasmaremos la teoría en la que nos hemos apoyado para llevar a cabo todo el proceso de valoración de la compañía. Tal y como reflejaremos en la bibliografía, las principales fuentes utilizadas han sido los apuntes de Finanzas Corporativas del Máster en Finanzas de la profesora María Luisa Garayalde, documentos de valoración de IESE Business School y el artículo “M & A y valoración de empresas aseguradoras” de Felipe Navarro López de Chicheri, Subdirector de Adquisiciones MAPFRE, S.A., en el que explica la valoración de una aseguradora del siguiente modo:

“Para describir el modelo de descuento de flujos, lo primero que tendremos que establecer es el flujo libre. Para ello vamos a partir de dos supuestos: en primer lugar, tanto los activos como los pasivos están a precios de mercado, no existiendo ajustes ni por plusvalías ni por minusvalías latentes; y, en segundo lugar, los resultados no recurrentes de las compañías son precisamente eso, no recurrentes, por lo que no entrarán en proyecciones futuras.

El flujo libre lo definiremos “como la cantidad de tesorería de la que dispone una entidad para poder repartir como dividendos entre sus accionistas”. Este concepto difiere en su esencia del que pudiera servir para valorar otro tipo de compañías como las industriales o las de servicios no financieros, ya que las compañías aseguradoras, que son las que nos ocupan, tienen por su naturaleza una serie de requerimientos que limitarían este flujo. Estos requerimientos son la necesidad de tener un capital mínimo disponible para ejercer su actividad, llamado margen de solvencia, y que los activos en los que inviertan las provisiones técnicas cumplan una serie de requisitos de liquidez y diversificación.

Las compañías aseguradoras en crecimiento son generalmente creadoras de flujo de caja, y la existencia de este no garantiza que la compañía vaya bien. Para ilustrarlo tomemos como ejemplo una compañía del ramo automóvil que decide llevar a los tribunales todos los siniestros, negándose a hacer frente a los pagos hasta que no exista sentencia firme. Esta compañía al adoptar esta política de gestión generará grandes cantidades de tesorería al ingresar primas y no pagar siniestros, sin embargo, no estará siendo bien gestionada, puesto que a la larga tendrá que hacer frente a unos gastos de tramitación mayores y a unos intereses por demora en pagos también mayores, todo ello sin contar con que al dictar sentencia no todos los jueces aplicarán los mismos criterios y esto aportará mayor volatilidad al resultado.

Veamos cómo lo desglosamos en la cuenta de resultados de seguros “La Roca”. En las primeras líneas vemos el resultado técnico de la compañía, que recoge los ingresos técnicos, es decir las primas a las que se detraen los gastos (tanto de gestión como de adquisición) y los siniestros.

Poco más abajo nos encontramos con los resultados financieros, parte esencial de la actividad aseguradora. El resultado financiero de las compañías aseguradoras es muy importante, y se podría decir que las compañías aseguradoras “hacen dinero dos veces”.

Cálculo Inversiones/Desinversiones en NOF

El primer paso a realizar es calcular las necesidades operativas de fondo del último año histórico y ver lo que representan sobre las ventas en ese mismo año, lo cual, nos dará un porcentaje. Con este porcentaje tendremos una estimación de ventas para cada año con el que podremos hacer una estimación de NOF. Las desinversiones y desinversiones en NOF van a ser la diferencia entre lo que tengo y lo que necesito. No se deben incluir los short-term investments porque es algo que no es necesario para las operaciones y por tanto no es operativa. De este modo, a efectos de calcular necesidades operativas tengo que tener en cuenta los activos corrientes, pero solo los operativos.

Cómo calcular un valor residual

La primera forma de calcularlo será por liquidación. Valor residual como liquidación significa que vamos a vender todos los activos afectos al negocio, vamos a pagar a quien le debamos, y vamos a ver lo que nos queda, tenemos 2 activos:

Activos no corrientes: desinvertir en los activos no corrientes (vender). Tendré:
Plusvalía/Minusvalía · (t)

NOF (Working capital): desinvertir en las NOF. Tendré: Plusvalía/Minusvalía · (t)

Otros pagos · (1-t)

La suma de los 3 términos será el valor de la liquidación.

$$V.R = \frac{FFL * (1 + g)}{k - g}$$

Coste de los recursos (cálculo del WACC)

El WACC es la tasa a la que se debe descontar el Free Cash Flow para obtener el mismo valor de las acciones que proporciona el descuento de los flujos para el accionista. No representa ni un coste ni una rentabilidad exigida, sino un promedio ponderado entre un coste y una rentabilidad exigida.

$$WACC = \frac{E}{D + E} (r_e) + \frac{D}{D + E} (r_d)(1 - t)$$

Where:

E = market value of equity

D = market value of debt

r_e = cost of equity

r_d = cost of debt

t = corporate tax rate

Valoración por métodos patrimoniales

Valor contable:

El valor de la compañía será el correspondiente a los Recursos Propios.

$$\text{Activo total} - \text{Pasivo exigible} = \text{Recursos Propios}$$

Este método tiene la desventaja de que hay activos como la marca que no se pueden cuantificar como los intangibles. Será necesario hacer unos ajustes y meter por tanto los activos que no están.

Valor sustancial:

Se trata de la misma valoración que en Valor contable de Activo total – Pasivo exigible, pero con una serie de diferencias:

En lugar de coger el Valor en libros, ponemos todas las masas contables a valor de mercado, al igual que todos los activos que no están en Balance pero que la compañía pueda tener.

Valor de liquidación:

Es la misma valoración que en valor contable de Activo total – Pasivo exigible, pero con una serie de diferencias:

- Ponemos todo a valor de mercado.
- Incluimos todos los activos.
- En lugar de ser a precio de adquisición es a precio de venta, con los consiguientes ajustes fiscales.

El valor sustancial es útil para saber cuánto me cuesta montar un negocio exactamente igual que uno que ya existe, y el valor de liquidación es el mínimo que un vendedor puede obtener, a veces la horquilla de precios estará entre el valor sustancial y el valor de liquidación.

Balance Sheet

	2016	2015	2014	2013	2012
Earnings Quality Score	18	32	12	52	59
Period End Date	31-Dec-2016	31-Dec-2015	31-Dec-2014	31-Dec-2013	31-Dec-2012
Assets (€ Millions)					
Total Receivables, Net	--	--	--	--	--
Cash & Equivalents	1.451	989	1.189	1.163	1.018
Receivables - Other	--	--	--	--	--
Prepaid Expenses	--	--	--	--	--
Property/Plant/Equipment, Total - Gross	2.028	1.949	--	--	--
Buildings - Gross	1.112	1.069	--	--	--
Land/Improvements - Gross	107	85	--	--	--
Machinery/Equipment - Gross	39	39	--	--	--
Other Property/Plant/Equipment - Gross	771	756	--	--	--
Property/Plant/Equipment, Total - Net	1.297	1.274	1.469	1.408	--
Accumulated Depreciation, Total	(731)	(674)	--	--	--
Goodwill, Net	1.990	2.068	2.030	1.928	2.146
Goodwill - Gross	2.075	2.145	--	--	--
Accumulated Goodwill Amortization	(85)	(77)	--	--	--
Intangibles, Net	1.809	1.630	2.046	1.970	1.856
Intangibles - Gross	2.969	2.589	--	--	--
Accumulated Intangible Amortization	(1.160)	(959)	--	--	--
Long Term Investments	44.438	41.976	43.743	35.551	34.069
LT Investment - Affiliate Companies	243	197	234	192	93
LT Investments - Other	44.195	41.779	43.509	35.359	33.976
Insurance Receivables	6.348	6.486	6.416	5.556	--
Note Receivable - Long Term	304	248	196	276	241
Other Long Term Assets, Total	1.246	292	216	1.305	287
Deferred Income Tax - Long Term Asset	335	256	207	1.305	--
Discontinued Operations - LT Asset	911	36	9	0	287
Deferred Policy Acquisition Costs	--	--	--	--	--
Other Assets, Total	8.999	8.527	8.109	7.668	17.366

Reinsurance - Asset	4.585	4.427	3.840	3.390	9.544
Separate Accounts - Assets	2.014	1.799	2.087	2.225	--
Other Assets	2.401	2.301	2.182	2.053	7.822
Total Assets	67.882	63.489	65.415	56.826	56.983

Liabilities (€ Millions)					
Accounts Payable	--	--	--	--	--
Payable/Accrued	--	--	--	--	--
Accrued Expenses	241	369	279	259	--
Policy Liabilities	48.335	46.528	47.599	39.933	30.641
Insurance Reserves	28.355	27.579	36.704	29.486	30.641
Unearned Premium/Unearned Revenue	8.637	8.426	7.654	7.031	--
Separate Accounts - Liability	2.014	1.799	2.087	2.225	--
Other Policyholders' Funds	8.234	7.258	--	--	--
Reinsurance - Liability	1.095	1.467	1.154	1.191	--
Notes Payable/Short Term Debt	0	0	0	0	0
Current Port. of LT Debt/Capital Leases	--	--	--	--	151
Other Current liabilities, Total	672	609	552	516	276
Income Taxes Payable	672	609	552	516	276
Total Long Term Debt	3.908	3.142	2.972	2.586	606
Long Term Debt	3.907	3.140	2.972	2.586	606
Capital Lease Obligations	1	2	--	--	--
Total Debt	3.908	3.142	2.972	2.586	757
Deferred Income Tax	731	711	846	1.741	1.773
Deferred Income Tax - LT Liability	731	711	846	1.741	1.773
Minority Interest	2.317	1.835	2.317	2.060	2.326
Other Liabilities, Total	2.552	1.723	1.698	1.898	13.400
Discontinued Operations - Liabilities	689	0	0	--	219
Other Liabilities	1.863	1.723	1.698	1.898	13.180
Total Liabilities	58.755	54.916	56.263	48.992	49.173

Shareholders Equity (€ Millions)					
Redeemable Preferred Stock, Total	--	--	--	--	--
Preferred Stock - Non Redeemable, Net	--	--	--	--	--
Common Stock, Total	308	308	308	308	308
Common Stock	308	308	308	308	308
Additional Paid-In Capital	1.507	1.507	1.507	7.291	1.507
Retained Earnings (Accumulated Deficit)	7.632	7.272	7.084	790	666

Treasury Stock - Common	(60)	(2)	--	--	--
ESOP Debt Guarantee	--	--	--	--	--
Unrealized Gain (Loss)	655	632	890	224	--
Other Equity, Total	(915)	(1.142)	(636)	(780)	5.330
Translation Adjustment	(924)	(1.142)	(636)	(780)	(199)
Other Equity	10	--	--	--	5.529
Total Equity	9.127	8.574	9.153	7.834	7.810
Total Liabilities & Shareholders' Equity	67.882	63.489	65.415	56.826	56.983

Income Statement

	2016	2015	2014	2013	2012
Earnings Quality Score	18	32	12	52	59
Period End Date	31-Dec-2016	31-Dec-2015	31-Dec-2014	31-Dec-2013	31-Dec-2012
Total Premiums Earned	19.272	18.515	18.999	18.859	19.028
Gross Premiums Written	22.813	22.312	21.816	21.836	21.580
Other Insurance Revenue	53	44	44	71	84
Reinsurance - Income	(3.594)	(3.841)	(2.861)	(3.047)	(2.636)
Net Investment Income	2.964	2.889	2.748	2.684	2.598
Realized Gains (Losses)	--	--	--	(743)	(621)
Other Revenue, Total	--	--	--	--	--
Total Revenue	22.237	21.404	21.746	20.801	21.004
Losses, Benefits, and Adjustments, Total	14.000	13.661	15.304	13.711	14.025
Losses, Benefits, and Adjustments	16.084	16.145	16.290	15.441	15.603
Underwriting & Commissions	(493)	(286)	434	(401)	(339)
Reinsurance - Expense	(1.592)	(2.198)	(1.420)	(1.329)	(1.239)
Amortization of Policy Acquisition Costs	4.748	4.524	4.303	4.135	4.097
Selling/General/Admin. Expenses, Total	770	807	780	1.021	871
Selling/General/Administrative Expense	770	807	780	1.021	871
Depreciation/Amortization	--	--	--	--	--
Depreciation	--	--	--	--	--
Interest Expense, Net - Operating	84	129	138	132	114
Interest Expense - Operating	84	129	138	132	114
Interest Expense(Income) - Net Operating	(91)	(90)	(77)	(74)	--
Interest Exp.(Inc.),Net-Operating, Total	(7)	38	62	59	114
Unusual Expense (Income)	144	72	164	392	576

Impairment-Assets Held for Use	104	64	90	(23)	(28)
Impairment-Assets Held for Sale	--	--	--	108	334
Other Unusual Expense (Income)	40	8	73	308	270
Other Operating Expenses, Total	777	884	625	(166)	(169)
Other Operating Expense	777	884	625	(166)	(169)
Total Operating Expense	20.432	19.988	21.237	19.152	19.515
Operating Income	1.805	1.416	510	1.648	1.490
Interest Expense, Net Non-Operating	--	--	--	--	--
Interest/Invest Income - Non-Operating	--	--	--	--	--
Investment Income - Non-Operating	--	--	--	--	--
Interest Income(Exp), Net Non-Operating	--	--	--	--	--
Interest Inc.(Exp.),Net-Non-Op., Total	--	--	--	--	--
Gain (Loss) on Sale of Assets	--	--	--	--	--
Other, Net	--	60	1.236	(84)	(118)
Other Non-Operating Income (Expense)	--	60	1.236	(84)	(118)
Net Income Before Taxes	1.805	1.476	1.745	1.564	1.372
Provision for Income Taxes	560	464	488	372	397
Net Income After Taxes	1.245	1.012	1.257	1.191	975
Minority Interest	(470)	(490)	(478)	(399)	(297)
Equity In Affiliates	--	--	--	--	--
U.S. GAAP Adjustment	--	--	--	--	--
Net Income Before Extra. Items	775	522	779	792	678
Accounting Change	--	--	--	--	--
Discontinued Operations	0	187	64	(2)	(13)
Extraordinary Item	--	--	--	--	--
Tax on Extraordinary Items	--	--	--	--	--
Total Extraordinary Items	0	187	64	(2)	(13)
Net Income	775	709	843	790	666
Preferred Dividends	--	--	--	--	--
General Partners' Distributions	--	--	--	--	--
Miscellaneous Earnings Adjustment	--	--	2	--	--
Pro Forma Adjustment	--	--	--	--	--
Interest Adjustment - Primary EPS	--	--	--	--	--
Total Adjustments to Net Income	--	--	2	--	--
Income Available to Com Excl ExtraOrd	775	522	781	792	678
Income Available to Com Incl ExtraOrd	775	709	845	790	666

Basic Weighted Average Shares	3.102	3.080	3.080	3.080	3.080
Basic EPS Excluding Extraordinary Items	0,25	0,17	0,25	0,26	0,22
Basic EPS Including Extraordinary Items	0,25	0,23	0,27	0,26	0,22
Dilution Adjustment	--	--	--	--	--
Diluted Net Income	775	709	845	790	666
Diluted Weighted Average Shares	3.102	3.080	3.080	3.080	3.080
Diluted EPS Excluding ExtraOrd Items	0,25	0,17	0,25	0,26	0,22
Diluted EPS Including ExtraOrd Items	0,25	0,23	0,27	0,26	0,22
Supplemental (€ Millions)					
DPS - Common Stock Primary Issue	0,15	0,13	0,14	0,13	0,11
Dividends per Share - Com Stock Issue 2	--	--	--	--	--
Dividends per Share - Com Stock Issue 3	--	--	--	--	--
Dividends per Share - Com Stock Issue 4	--	--	--	--	--
Special DPS - Common Stock Primary Issue	--	--	--	--	--
Special DPS - Common Stock Issue 2	--	--	--	--	--
Special DPS - Common Stock Issue 3	--	--	--	--	--
Special DPS - Common Stock Issue 4	--	--	--	--	--
Gross Dividends - Common Stock	447	400	431	400	370
Pro Forma Stock Compensation Expense	--	--	--	--	--
Net Income after Stock Based Comp. Exp.	--	--	--	--	--
Basic EPS after Stock Based Comp. Exp.	--	--	--	--	--
Diluted EPS after Stock Based Comp. Exp.	--	--	--	--	--
Stock-Based Compensation, Supplemental	--	(1)	(1)	1	(1)
Interest Expense, Supplemental	84	129	138	132	114
Interest Capitalized, Supplemental	--	--	--	--	--
Depreciation, Supplemental	85	84	74	71	71
(Gain) Loss on Sale of Assets, Suppl.	--	--	--	--	--
Impairment-Assets Held for Sale, Suppl.	--	(24)	(14)	(37)	--
Impairment-Assets Held for Use, Suppl.	--	--	--	--	--
Litigation Charge, Supplemental	--	--	--	--	--
Purchased R&D Written-Off, Supplemental	--	--	--	--	--
Restructuring Charge, Supplemental	--	--	--	--	--
Other Unusual Expense(Income), Suppl.	--	--	--	--	--
Non-Recurring Items, Supplemental, Total	--	(24)	(14)	(37)	--
Total Special Items	144	48	150	356	576
Normalized Income Before Taxes	1.949	1.524	1.895	1.920	1.948
Effect of Special Items on Income Taxes	45	15	42	85	166
Inc Tax Ex Impact of Sp Items	605	479	530	457	563

Normalized Income After Taxes	1.345	1.046	1.365	1.462	1.385
Normalized Inc. Avail to Com.	875	555	889	1.063	1.088
Basic Normalized EPS	0,28	0,18	0,29	0,35	0,35
Diluted Normalized EPS	0,28	0,18	0,29	0,35	0,35
Amort of Acquisition Costs, Supplemental	--	--	--	--	--
Amort of Intangibles, Supplemental	174	180	178	205	164
Rental Expense, Supplemental	--	--	--	--	--
EPS, Supplemental	--	--	--	--	--
Advertising Expense, Supplemental	--	--	--	--	--
Equity in Affiliates, Supplemental	11	12	9	(24)	(102)
Minority Interest, Supplemental	(470)	(490)	(478)	(399)	(297)
Research & Development Exp, Supplemental	--	--	--	--	--
Audit Fees	7	6	9	8	9
Audit-Related Fees	1	0	1	0	0
Tax Fees	--	--	--	--	--
All Other Fees	0	2	1	1	0
Reported Recurring Revenue	--	--	--	--	--
Reported Net Premiums Written	--	--	--	--	--
Reported Total Revenue	--	--	--	--	--
Reported Operating Revenue	--	--	--	--	--
Reported Total Cost of Revenue	--	--	--	--	--
Reported Total Sales, General & Admin.	--	--	--	--	--
Reported Gross Profit	--	--	--	--	--
Reported Operating Profit	--	--	--	--	--
Reported Operating Profit Margin	--	--	--	--	--
Reported Ordinary Profit	--	--	--	--	--
Reported Net Income After Tax	--	--	--	--	--
Reported Basic EPS	--	--	--	--	--
Reported Diluted EPS	--	--	--	--	--
Reported Net Business Profits	--	--	--	--	--
Zakat	--	--	--	--	--
Islamic Section, Supplemental	--	--	--	--	--
Murabaha Income	--	--	--	--	--
Musharaka Income	--	--	--	--	--
Istisna Income	--	--	--	--	--
Mudaraba Income	--	--	--	--	--
Ijara Income	--	--	--	--	--
Wakala Income	--	--	--	--	--

Sukuk Income	--	--	--	--	--
Other Islamic Income	--	--	--	--	--
Total Islamic Revenues, Supplemental	--	--	--	--	--
Tax & Pension Items (€ Millions)					
Current Tax - Total	--	--	--	--	--
Deferred Tax - Total	--	--	--	--	--
Income Tax - Total	--	--	--	--	--
Income Tax by Region - Total	--	--	--	--	--
Domestic Pension Plan Expense	(1)	(1)	--	0	0
Interest Cost - Domestic	3	3	--	3	3
Service Cost - Domestic	--	--	--	--	--
Expected Return on Assets - Domestic	(3)	(3)	--	(3)	(3)
Actuarial Gains and Losses - Domestic	(1)	(1)	--	--	--
Other Pension, Net - Domestic	--	--	--	--	--
Foreign Pension Plan Expense	--	--	--	--	--
Post-Retirement Plan Expense	--	--	--	--	--
Total Pension Expense	(1)	(1)	--	0	0
Assumptions	--	--	--	--	--
Discount Rate - Domestic	--	--	--	--	4,24%
Expected Rate of Return - Domestic	--	--	--	--	4,24%
Compensation Rate - Domestic	--	--	--	--	0,00%
Total Plan Interest Cost	3	3	--	3	3
Total Plan Service Cost	--	--	--	--	--
Total Plan Expected Return	(3)	(3)	--	(3)	(3)
Total Plan Other Expense	--	--	--	--	--
Dividends and Capital Changes					
Mapfre Ord Shs					
Cash Dividend	€0.09 F (31-Dec) Pd.End	€0.07 F (31-Dec) Pd.End	€0.08 F (31-Dec) Pd.End	€0.08 F (31-Dec) Pd.End	€0.07 F (31-Dec) Pd.End
	€0.06 I (30-Jun) Pd.End	€0.06 I (30-Jun) Pd.End	€0.06 I (30-Jun) Pd.End	€0.05 I (30-Jun) Pd.End	€0.04 I (30-Jun) Pd.End
	--	--	--	--	--
Rights Issue	--	--	--	--	--

Bibliografía

Mapfre (página web) www.mapfre.com

Fundación Mapfre (página web) www.fundacionmapfre.org

Marco regulatorio y de supervisión de Solvencia II

<https://eiopa.europa.eu/Pages/Supervision/Insurance/Solvency-II-Going-Live.aspx>

Jorge Soley (2006) “Solvencia II” Nota Técnica IESE Business School pp. 2-3.

<http://www.iese.edu/Aplicaciones/upload/SolvenciaIINotaTcnica2.pdf>

Dirección General de Seguros (DGS). <http://www.dgsfp.mineco.es/>

Fernández, P. (2008). “Métodos de valoración de empresas”. PricewaterhouseCoopers Professor of Corporate Finance. 48p. Madrid. IESE Business School.

David Lascelles (mayo 2017) “Insurance Banana Skins 2017” realizada por PwC y el Centro para el Estudio de la Innovación Financiera (CSFI).

http://www.pwc.com/gx/en/insurance/assets/csfi-insurance-banana-skins-web-2017.pdf?_ga=2.174131170.1343921169.1497870165-2117031835.1497870165

ICEA - Servicio de estadísticas y estudios del sector seguros en España www.icea.es

Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas <http://www.icac.meh.es/>

Pablo Fernández (2015) “Valoración de empresas y sensatez”. Índice 4ª edición. IESE Business School. <http://web.iese.edu/pablofernandez/LibroVyS/Indice26mayo2015.pdf>

Página web Bolsa y Mercados Españoles. Información financiera para inversores. <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0124244E34>

María Luisa Garayalde (2016-2017). “Finanzas Corporativas. Apuntes de clase en el Máster Universitario en Finanzas por ICADE Business School, Universidad Pontificia de Comillas.

Ana Hernández Pérez (2016-2017). “Análisis financiero y Gestión financiera”. Apuntes de clase en el Máster Universitario en Finanzas por ICADE Business School, Universidad Pontificia de Comillas.

Luis Garvía Vega (2016-2017). “Valoración de Instrumentos financieros”. Apuntes de clase en el Máster Universitario en Finanzas por ICADE Business School, Universidad Pontificia de Comillas.

Javier Errejón Sainz de la Maza (2016-2017). “Wealthmanagement”. Apuntes de clase en el Máster Universitario en Finanzas por ICADE Business School, Universidad Pontificia de Comillas.

Thomson Reuters (plataforma virtual)