



---

**Universidad de Valladolid**

**Facultad de Ciencias  
Económicas y Empresariales**

**Trabajo de Fin de Grado**

**Grado en Finanzas Banca y Seguros**

**Valoración de Mapfre S.A.  
mediante descuento de flujos  
de caja**

Presentado por:

***Jesús Esteban Criado***

Tutelado por:

***Juan Antonio Rodríguez Sanz***

*Valladolid, 10 de julio de 2018*

## ÍNDICE

1. RESUMEN .....	2
2. INTRODUCCIÓN .....	3
3. ANÁLISIS SOBRE EL SECTOR ASEGURADOR EN ESPAÑA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS .....	5
3.1: 1ª Etapa, acontecimientos precedentes al s. XX .....	5
3.2: 2ª Etapa: La ley que precedió al crecimiento .....	7
3.3: 3ª Etapa: Lucha contra el intervencionismo .....	8
3.4: 4ª Etapa: Los bancos entran en el negocio .....	9
3.5: 5ª Etapa: Desde la expansión hasta la actualidad .....	11
4. PROPÓSITOS DE LA VALORACIÓN FINANCIERA .....	13
5. MÉTODO DE VALORACIÓN .....	14
5.1 Métodos basados en el balance .....	14
5.2 Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos) .....	14
5.3 Métodos basados en el descuento de flujos o <i>cash flows</i> .....	14
6. MÉTODO A EMPLEAR Y PARTES DEL PROCESO .....	16
6.1 Tasa de descuento: <i>WACC antes de impuestos</i> .....	17
7. MAPFRE EN EL MUNDO .....	20
8. COTIZACIÓN EN BOLSA .....	21
9. COMPOSICIÓN ACCIONARIAL .....	22
10. RESULTADO EJERCICIOS .....	24
11. CONCLUSIONES DE LA VALORACIÓN .....	26
12. COMPARATIVA PER .....	30
13. BIBLIOGRAFÍA .....	31

## 1. RESUMEN

La finalidad de este trabajo de fin de grado (a partir de ahora TFG), es la de efectuar una valoración de una de las empresas más importantes cotizadas en la bolsa española, MAPFRE S.A. La valoración se va a efectuar a través del modelo de descuento de flujos de caja. Al cotizar esta compañía en el IBEX-35 disponemos de gran cantidad de información, ya que por ley sus memorias están en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Después de la breve, pero necesaria introducción, donde se explica históricamente porque MAPFRE S.A. lidera en la actualidad el sector asegurador español y se sitúa dentro del Top 5 de aseguradoras multinacionales, procesaremos toda la información y obtendremos las variables que necesitamos: flujos de caja; costes de deuda y capital propio; valores que nos permitan valorar en equilibrio; etc.

Para finalizar, obtendremos el valor de la empresa a través del descuento de flujo de caja, el cual contrastaremos con su cotización bursátil actual. También se incluye un análisis somero de la aplicación del método de múltiplos (PER) por comparación con las empresas del sector.

## SUMMARY

The aim of this essay is to make an assessment of one of the most important companies quoted on the spanish stock exchange, MAPFRE S.A. It will be done mainly by Discount Model Cash Flow. This company quotes in IBEX-35, and for this reason we have a large of information, since for law his memoirs are in the National Securities Market Commission (CNMV). After the introduction, where it explains historically because MAPFRE S.A. currently leads the Spanish insurance sector and is among the Top 5 of multinational insurers, we will process all the information and will obtain the variables that we need: cash flows; costs of debt and own capital; values that allow us to value in equilibrium; etc.

Finally, the company is valued by Discount Model Cash Flow which we will contrast with its current quote.

## 2. INTRODUCCIÓN

En este trabajo se ha procedido a efectuar una valoración de la compañía aseguradora Mapfre S.A. siguiendo el método del Descuento de flujos.

La decisión de llevar a cabo la valoración de una empresa cotizada se debe a la capacidad que tiene este proceso de aportar una imagen objetiva de la empresa, y especialmente con el método que se va a emplear. Será de gran ayuda tanto a posibles nuevos inversores como a aquellos accionistas que desean conocer el verdadero potencial de creación de riqueza y valor por parte de la empresa.

Las valoraciones que se llevan haciendo desde mucho tiempo atrás han partido en su gran mayoría de un postulado que no es erróneo, pero es inadecuado y es el de los aspectos contables o las medidas de rentabilidad como medida de valor.

El fallo está en que el beneficio, aparte de ser una magnitud altamente manipulable, no nos garantiza ni siquiera que la empresa funcione bien, no nos garantiza que exista capacidad para financiar la propia empresa, para atender las relaciones tanto con accionistas como con deudores, simplemente es un valor que debido a los rasgos cognitivos de la sociedad está considerado como “máximo exponente” del buen hacer empresarial.

Que la riqueza de los accionistas crezca y se trate de maximizar sí que es, en cambio, un objetivo loable, riqueza que sería mensurable a través de los posibles repartos de dividendos o de la obtención de plusvalías de capital. En el campo de la valoración de empresas se estipula que la mejor forma de estimar la capacidad de generar renta o riqueza por parte de la empresa es a través del procedimiento de actualización de flujos de caja.

Es fundamental tener en cuenta una serie de factores a la hora de elaborar una valoración siguiendo este método:

- La magnitud de los flujos de caja, ya que magnitudes dispares pueden provocar errores la valoración final de la empresa.
- Un horizonte temporal que sea de una extensión relevante como para poder valorar sin pasarse ni quedarse corto en la valoración.

- El riesgo, un valor del que carecen multitud de métodos de valoración y no deja de ser fundamental una correcta valoración del mismo ya sea sectorial, como individual, etc.

Como conclusión, decir que lo realmente importante es el valor que genera una empresa más allá del beneficio contable obtenido y es esto es lo que se pretende reflejar en este trabajo de fin de grado.

Como dice el conocido proverbio: *Solo un necio confunde valor con precio.*

### 3. ANÁLISIS SOBRE EL SECTOR ASEGURADOR EN ESPAÑA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Antes de efectuar la propia valoración es necesario contextualizar la empresa que vamos a valorar, para ello se expondrá una información básica relativa al sector en el que opera.

Basándonos en el dossier diseñado en 2015 por Tortella, Manzano y García, vamos a dividir la evolución histórica en 5 etapas, que van desde principios del s.XX hasta nuestros días.

#### 3.1: 1ª Etapa, acontecimientos precedentes al s. XX

No hace falta irse muy lejos para encontrar los orígenes del seguro, de hecho, se originó en el Mediterráneo durante el s.XIV y fue producto de los intercambios comerciales entre España e Italia.

Una vez en el s.XVI los intercambios empezaron a ser transoceánicos, aunque no todas las naves eran capaces de asumir este tipo de viajes y es por eso que, en Sevilla, principal punto de salida de las naves, se empezaron a ver algunos tipos de pólizas, aunque posteriormente estas no constasen en el Archivo General de Indias, lo cual hace pensar que estos acuerdos se formalizaban verbalmente entre navegantes y hombres de negocios.

Donde sí se encontraron documentos fue en Burgos, mientras reinaba Felipe II, en los que era posible observar que un 42% de las pólizas correspondían al comercio con la recién descubierta América.

Con el paso de los años Sevilla cedió el protagonismo a Cádiz, principalmente con el traslado a esta última de la Casa de Contratación, aunque el incipiente negocio asegurador estaba de capa caída y era sobretodo un sector muy vinculado al mar.

A mediados del s.XVIII Carlos III liberalizó el comercio marítimo y Barcelona entró en el negocio de las Indias comenzándose también a generalizar las compañías aseguradoras en esta ciudad.

Desgraciadamente el s.XVIII y el s.XIX estuvieron marcados por las guerras y eso paralizó tanto el comercio como las nuevas tendencias en el mercado asegurador que se avecinaban.

Muchos años después, ya durante el reinado de Isabel II, nacen las 4 compañías más importantes, tres son de Barcelona y una de Madrid. (Barcelonesa de Seguros Marítimos, Catalana General de Seguros, La Ibérica y General Española de Seguros.

Las primeras se fundamentaron en los seguros marítimos, aunque no tardaron en centrarse también en el sector agrario, predominante en aquella época.

Fue la compañía madrileña la que, por primera vez, basándose en el seguro científico (lo que actualmente es el seguro moderno, basado en datos y estadísticas) elaboró pólizas de seguros de vida basadas en datos sobre la mortalidad tanto en España como en los países vecinos.

A medida que avanzaba el siglo se daban pasos hacia atrás y hacia delante, pero siguieron surgiendo compañías importantes y cada vez más especializadas.

El mercado estaba abierto y aterrizaron en nuestro país un total de 19 entidades extranjeras, un número muy relevante puesto que solo existían 15 compañías domésticas. El crecimiento provocó que se impusiesen las primeras regulaciones legales, depósitos de garantía, impuestos, etc. Aun así, se quedaron en España.

### 3.2: 2ª Etapa: La ley que precedió al crecimiento

El sector no paraba de crecer cuando entró el s.XX y la regulación tenía que llegar, esta se materializó con La Ley de Registro e Inspección de Seguros de 1908 la cual vino de la mano, cronológicamente hablando, del antecesor de la actual Seguridad Social, el Instituto Nacional de Previsión.

Una ley liberal que no exigía capitales mínimos, sino el 25% del suscrito y también exigía reservas matemáticas e invertir el 25% de las reservas en valores nacionales.

También se creó a partir de esta ley la Inspección de Seguros (Dirección General de Seguros o DGS, 1934)

Las entidades españolas iban surgiendo cada vez en mayor medida, en parte por el carácter más proteccionista de la dictadura que existía en ese momento y en 1930 suponían más del 66% del total de operadoras en dicho negocio, aunque en ese momento llegó un obstáculo, la Segunda República del 1931 al 1936 y se frenó el proceso de nacionalización.

Durante el Franquismo y la guerra volvió la nacionalización, sobre todo hasta el año 1959, donde dichas entidades ya suponían el 89% del negocio. Durante la siguiente etapa franquista, hasta el 1975, dicho porcentaje se fue reduciendo progresivamente.



### 3.3: 3ª Etapa: Lucha contra el intervencionismo

Fue un vallisoletano, Trifón Gómez San José, socialista y sindicalista, quien propuso la estatalización del conjunto del sector asegurador español.

La propuesta fue estudiada, pero fueron muchos los que se interpusieron considerándola descabellada, entre ellos el propio Banco de España, el Tesoro o, el propio ministro de hacienda.

Fue el señor Fando, en 1937 quien hizo que Trifón se retractara, poniéndole en evidencia al preguntarle por quien asumiría el coste de la guerra, debido a su enorme siniestralidad. La propuesta se desechó y gracias al conocimiento actuarial de Fando España se salvó de dicha estatalización previsiblemente negativa.

Posteriormente, en 1940 a tenor de la aprobación de la Ley de regulación de los seguros de vida se sentaron las bases para crear el “Consortio de compensación de seguros” y así poder ayudar a las entidades con todo el agujero que se generó durante la guerra en el ramo de Vida.

Veinte años después, en 1960, de la mano de Huerta Peña se elaboró un estudio sobre las perspectivas de la edad de la población. Como no podía ser de otra manera, el envejecimiento de la pirámide de edad era un hecho, por lo que el señor Huerta defendía un sistema de pensiones mínimas que habrían de ser cubiertas por el estado junto con “Planes complementarios sobre la base de la capacidad de ahorro de cada individuo”.

### 3.4: 4ª Etapa: Los bancos entran en el negocio

Tras la guerra civil el foco estaba puesto en hacer sociales los seguros, de ahí que la Caja Nacional se convirtiese en un órgano de seguro social, también existía la Caja Nacional de Subsidios Familiares, etc.

Entonces en el año 1944 se consolidó la idea de que todas estas cajas debían juntarse, lo que se materializó en 1963 con la creación de la Seguridad Social.

La estabilización posterior a la guerra generó que el crecimiento fuese palpable, a mitad de siglo el ratio PRIMAS / PIB pasó de estar en el 1.21 al 2.00 en el año 1965. Pero este se frenó hasta el 1970 en parte por catalogar como algo social los accidentes de trabajo.

Como dato reseñable, en el año 1963 se creó el ICEA, Investigación cooperativa entre Entidades Aseguradoras, fruto de que ya previamente se había establecido los primeros estudios superiores relacionados con los seguros.

A mediados del s. XX los Bancos españoles comenzaron a adquirir diversas compañías aseguradoras, en lo que pasó a denominarse un proceso de “banca mixta”.

Hispano adquirió La Estrella, Banesto ya poseía desde un principio La Unión y El Fénix, Central se apropió de Banco Vitalicio Este modelo de banca fue pronto imitado por los grandes bancos vascos.

No había ningún tipo de libertad en las inversiones, lo que impedía la obtención de rentabilidad por parte de las compañías. Fue en 1978, con el gobierno de Adolfo Suárez, cuando los seguros privados comenzaron a cobrar importancia iniciándose la liberalización de las inversiones, mientras al mismo tiempo se afianzaban los requisitos a imponer a las aseguradoras para garantizar su solvencia.

Las tarifas fueron liberalizadas en 1979, junto con medidas de promoción de la competencia, un año más tarde se creó por primera vez la Ley de Contrato de Seguro.

Después de que los bancos se fuesen absorbiendo unos a otros, como fue el caso del Santander con Banco Central Hispano y con Banesto, hizo que las aseguradoras, previamente absorbidas, vieran comprometida su independencia.

Este modelo, hacía muy fácil la financiación de las aseguradoras, al estar ligadas a los bancos, pero era contraproducente, porque lo que se consiguió fue un exceso de endeudamiento y una dependencia que cohibía cualquier estrategia propia.

Es en esta etapa donde se ve cómo la evolución de Mapfre no fue por el mismo cauce que las grandes aseguradoras de la época.

La mutua surgió en 1933, sobre todo enfocada a accidentes laborales en el sector agrario. A mitad de siglo Mapfre ocupaba el número 36 del ranking de aseguradoras y, al contrario que, aquellas que habían sido “absorbidas” por los bancos, tenía importantes dificultades para acceder al crédito.

No supuso ningún hándicap para la empresa, ya que las directrices del entonces presidente, Hernando Larramendi, iban por otro camino. Larramendi detectó el gran problema de las aseguradoras, la distribución, controlada por unos delegados provinciales que cobraban altísimas comisiones y manejaban el negocio en virtud propia.

Para arreglar el problema Larramendi creó una red propia, que estableció un control de los flujos de tesorería, de los riesgos, gastos, siniestralidad, etc.

El salto multinacional de la empresa no fue en absoluto precipitado, el mercado natural era América Latina, pero el presidente esperó a tener envergadura y experiencia, suficientemente grandes en los países desarrollados para después dar el salto de una forma más segura y con garantías.

En 1983, Mapfre, aún a pesar de haber estado rezagada en los rankings por mantener su estrategia, se encaramó a la primera posición que ya no abandonaría. Un año después comenzó su expansión.

### 3.5: 5ª Etapa: Desde la expansión hasta la actualidad

Adolfo Suárez y Felipe González, precursores de la democracia en este país, fueron el factor determinante para ir estableciendo una legislación (liberalización de inversiones, de tarifas, favorecimiento de la competencia, Primera Ley del Contrato del Seguro) que tendió a la unificación con la UE el 23/11/1995. Esto sentó las bases para avanzar hasta el seguro científico.

La reestructuración en ocasiones era una labor complicada para las entidades, cumplir los requisitos para un marco comunitario no era posible para muchas de ellas y con el propósito de facilitar dicho proceso, adjudicó este proceso a la CLEA (Comisión Liquidadora de entidades Aseguradoras), una institución nunca antes vista a la cual se acudía por iniciativa propia o por petición de la DGS. La CLEA tenía más funciones a parte de elaborar liquidaciones lo menos dañinas posibles para las entidades, también podía hacer cesiones de carteras si ambas partes estaban de acuerdo.

Finalmente, en el año 2002, la CLEA entró a formar parte del CSS (Consortio de Compensación de Seguros), aunque con la oposición de la UNESPA, la cual prefería mantener independencia entre entidades.

Cuando el país entró en la CEE, recibió una inundación de fondos europeos sin que existiera ningún feedback de inversión española hacia el extranjero hasta 1993, año en el que los empresarios españoles comenzaron a crear multinacionales. Se pudo comprobar que esta manera de crecer era el mejor escudo de defensa contra las grandes empresas europeas.

Sin embargo, introducirse en un país extranjero suponía ciertos riesgos, por lo que el camino de la prudencia sería el de adquirir compañías que ya funcionasen, o adquirir experiencia mediante el reaseguro de las entidades de esos países. Además, hay otros riesgos a considerar, como por ejemplo su estabilidad política o la facilidad o no de implantar las pautas necesarias al personal, entre otros aspectos.

Aun así, la internacionalización suponía multitud de beneficios como la imagen de una empresa grande, conocimiento de nuevas estrategias, mejorar los datos a causa de la diversificación, etc.

Estaba claro que la única forma de mantenerse era traspasar nuestras fronteras, lo que llevó a Mapfre a adquirir Seguros Caribe, en el 1984, a la que en 1990 transformó en la primera compañía aseguradora de América Latina, en el 1994 el sucesor de Larramendi, Julio Castelo invirtió como nunca antes lo habían hecho, en Brasil, la cual ha sido la que más rentabilidad ha dado hasta la fecha.

Mapfre invirtió en todo el globo, pero siempre con el foco puesto en América Latina, de ahí la creación de Mapfre América en el 1998 como órgano de coordinación del entorno.

Fue en el 2006 cuando Mapfre dejó de ser una mutua para convertirse en una sociedad anónima, de la mano del presidente José Manuel Martínez, la cual recibió el 26% de primas del extranjero y el 47% de los ingresos totales.

Estos han sido los orígenes de la historia del seguro en España, según Tortella, Manzano y García los cuales nos han mostrado el camino en dicha historia que decidió tomar, con audacia, Mapfre, hasta el día de hoy.

#### 4. PROPÓSITOS DE LA VALORACIÓN FINANCIERA

A decir de Fernández (2016), los objetivos a alcanzar en la valoración de empresas son básicamente cinco:

1. Operaciones de compraventa. Valorar una empresa nos puede mostrar el valor máximo que podemos pagar por ella o el mínimo al que esta se puede vender.
2. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa. Comparar su valor real con su valor en bolsa, aprovecharse de infravaloraciones, etc.
3. Salidas a bolsa. Modo de calcular y justificar el precio con el que salen las acciones al público.
4. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa. Existen decisiones que no se pueden tomar sin una previa valoración de la empresa, vender, crecer, fusionarse, etc.
5. Planificación estratégica. Es la valoración la que permite saber si merece la pena mantener ciertas líneas de negocio, medir el impacto de las políticas exteriores, etc.

## 5. MÉTODO DE VALORACIÓN

Existen diferentes métodos fundamentales a la hora de valorar una empresa, métodos que podemos clasificar con la ayuda de la siguiente tabla:

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	<i>Free cash flow</i>	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	<i>Dividendos</i>	<i>Cash value added</i>	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Ebitda	Renta abreviada	<i>Capital cash flow</i>	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Cuadro 5.1: Métodos de valoración de empresas Pablo Fernández 2016

Todos ellos tienen pros y contras, a continuación, explicaré comparativamente el motivo de mi elección por el método de descuento de flujos.

### 5.1 Métodos basados en el balance

Consideran que el valor de una empresa es su valor patrimonial, lo que se plasma en el balance, sin tener en cuenta los elementos externos variables, tales como el valor del dinero en el tiempo, la situación del sector, cambios legales etc.

### 5.2 Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos)

Tratan de identificar el valor de la empresa en función de diferentes magnitudes, como pueden ser las ventas, los beneficios, los dividendos, etc. Son útiles para análisis rápidos, pero también para calcular el valor de la empresa aseguradora, como es mi caso, multiplicando el volumen anual de primas por un múltiplo adecuado.

### 5.3 Métodos basados en el descuento de flujos o *cash flows*

Según Pablo Fernández, en su dossier del 28 de marzo de 2016, la empresa es considerada un “ente generador de flujos (dinero)” por lo que tanto sus acciones como su deuda se han de considerar y valorar como cualquier activo financiero.

La idea fundamental es la de proyectar unos flujos futuros o *cash flows* y luego descontarlos con una rentabilidad exigida según el riesgo de dichos flujos.

La base de esta metodología consiste en considerar que el valor de las acciones de una empresa proviene de la propia capacidad de dicha empresa para generar flujos y riqueza para los accionistas.

Método general para el descuento de flujos:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Fuente: Pablo Fernández, Métodos de valoración de empresas 2016

- **V**: Valor de la empresa.
- **CF<sub>i</sub>**: Flujo generado por la empresa en el periodo i.
- **VR<sub>n</sub>**: Valor residual, valor esperado por la empresa en el año n.
- **K**: Tasa de descuento apropiada al nivel de riesgo.

Tras esta explicación de por qué nos decantamos por el descuento de flujos entraremos en profundidad en ella para poder observar dónde obtener los valores empleados.

En primer lugar, existen diferentes tipos de flujos, como se puede observar a continuación:

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
<b>CFac.</b> Flujo de fondos para los accionistas	<b>Ke.</b> Rentabilidad exigida a las acciones
<b>CFd.</b> Flujo de fondos para la deuda	<b>Kd.</b> Rentabilidad exigida a la deuda
<b>FCF.</b> Flujo de fondos libre ( <i>free cash flow</i> )	<b>WACC.</b> Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
<b>CCF.</b> <i>Capital cash flow</i>	<b>WACC</b> antes de impuestos

Cuadro 5.2: Tipos de Flujos, Pablo Fernández 2016

**CFac:** El flujo de fondos disponible para los accionistas, se trata del flujo de fondos que obtenemos después de solventar las necesidades de inversión en activos fijos, de NOF, de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda.

**CFd:** Es el flujo neto de la tesorería atribuible a los acreedores, se calcula sumando a los intereses de la deuda más incremento o menos decremento de la deuda.



**FCF:** Free cash flow. Considerando que no existe deuda y que por lo tanto no existen cargas financieras los FCF serían el dinero disponible una vez cubiertas las necesidades de reinversión en activos fijos netos y en necesidades operativas de fondos.

**CCF:** Capital Cash-Flow, es el flujo neto de tesorería atribuible al conjunto de proveedores de capital (accionistas + acreedores).

## 6. MÉTODO A EMPLEAR Y PARTES DEL PROCESO

Dada la información que Mapfre nos proporciona a través de sus memorias, el método más adecuado para proceder a la valoración es mediante el Capital Cash Flow, **CCF**, para ello primero hemos de obtener el **WACC**: Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones), que veremos más adelante.

En cuanto al modelo de proyección de flujos, he empleado el basado en **crecimiento constante**.

El proceso de valoración parte, en primer lugar, de calcular una estimación de los flujos futuros (**CCF<sub>n+i</sub>**), apuntar que el periodo “n” se atribuye al último año del que disponemos de datos, en nuestro caso, el 2017, por lo tanto, la suma de “i” supone la suma de los flujos que a partir de ahí se proyectan a una tasa de crecimiento constante y perpetua (**g**). Así posteriormente, actualizaremos un periodo el último flujo proyectado (**CCF<sub>n+i</sub>**), al periodo **[(n+i)-1]**, es decir, penúltimo periodo a una tasa de actualización (**K<sub>ccf-g</sub>**). Una vez en el periodo **[(n+i)-1]** lo sumamos al flujo correspondiente de dicho año.

En el momento **n** dispondremos de un valor que se habrá obtenido de la suma de las actualizaciones a la tasa (**1 + K<sub>ccf</sub>**) de cada flujo, incluido el último, el cual lleva consigo la perpetuidad.

Actualizaremos un periodo el último flujo proyectado a perpetuidad, aplicando la siguiente fórmula:

$$V_{(n+i)-1} = \frac{CCF_{n+i}}{K - g}$$

Como tasa  $g$  he utilizado el crecimiento medio del sector seguros a cierre de 2017, tanto de vida como de no vida: **3.55%**

### 6.1 Tasa de descuento: *WACC antes de impuestos*

Según la CNMC, el WACC (Weighted Average Cost of Capital) es el coste promedio de la deuda y de los fondos propios, ponderados en función de sus respectivos pesos en la estructura de financiación en este caso de Mapfre.

Lo podemos calcular de la siguiente manera:

$$WACC = \frac{E_q V}{E_q V + D} * K_s + \frac{D}{E_q V + D} * K_d$$

- $E_q V$ : Valor de los fondos propios en equilibrio, capitalización bursátil.
- $D$ : Deuda financiera neta.
- $K_s$ : Coste recursos propios.
- $K_d$ : Coste de la deuda

Para el cálculo del  $K_s$  vamos a emplear la metodología del **CAPM**, o Capital Assets Pricing Model, la cual nos dice que la rentabilidad que los inversores pueden exigir viene determinada en gran parte por el riesgo sistemático (aquel que no se puede eliminar mediante diversificación). Por lo tanto, la rentabilidad que tendrá el activo en cuestión vendrá determinada por la tasa libre de riesgo  $R_f$  más una prima adicional que motive al inversor a asumir un mayor riesgo.

Dicha prima la determina la rentabilidad esperada del mercado ( $PM$ ) y la sensibilidad del activo en cuestión en relación a los movimientos del mercado ( $\beta_s$ ), su “agresividad”.

$$K_s = R_f + \beta_s * PM$$

Nuestro cálculo del WACC es directamente después de impuestos.

- $R_f$ : En nuestro caso utilizamos el bono español a 10 años como interés libre de riesgo. (Cómo así hace la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), 2016)

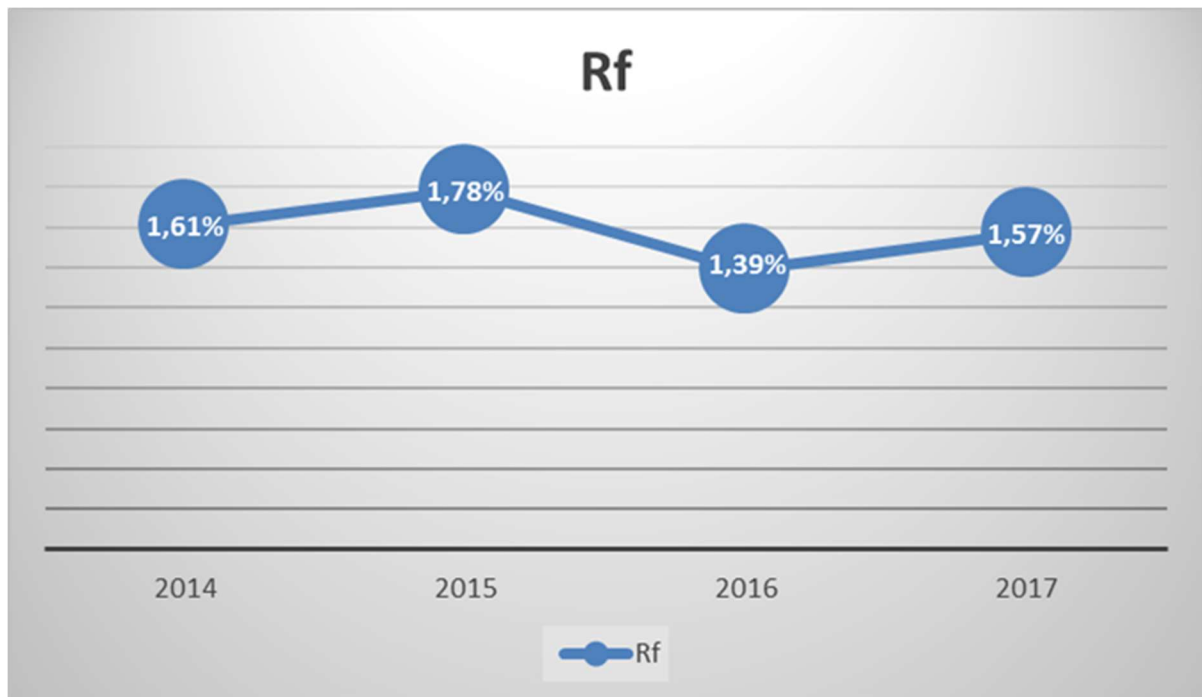


Gráfico 6.1.1 Fuente: Elaboración Propia

- **Beta ( $\beta_s$ ):** Dato obtenido de *Infobolsa*, resultado de la covarianza entre el mercado y las acciones, dividido entre la varianza del propio mercado. Así medimos la sensibilidad:  $\beta_s = 1.01$  Asumiremos que este parámetro presenta la suficiente estabilidad a lo largo del tiempo, lo que no siempre es cierto.

- **Prima de Mercado (PM):** Se ha obtenido a partir de los documentos anuales sobre Market Risk Premium. Fernández, Aguirreamalloa y Linares (2014, 2015, 2016, 2017)

	2014	2015	2016	2017
$R_f$	1,61%	1,78%	1,39%	1,57%
$B_s$	1,01	1,01	1,01	1,01
$P_m$	6.2%	5,9%	6.2%	6.6%
$K_s=R_f+B_s*P_m$	6,66%	6,83%	6,44%	6,62%

Cuadro 6.1.1 Fuente: Elaboración propia.

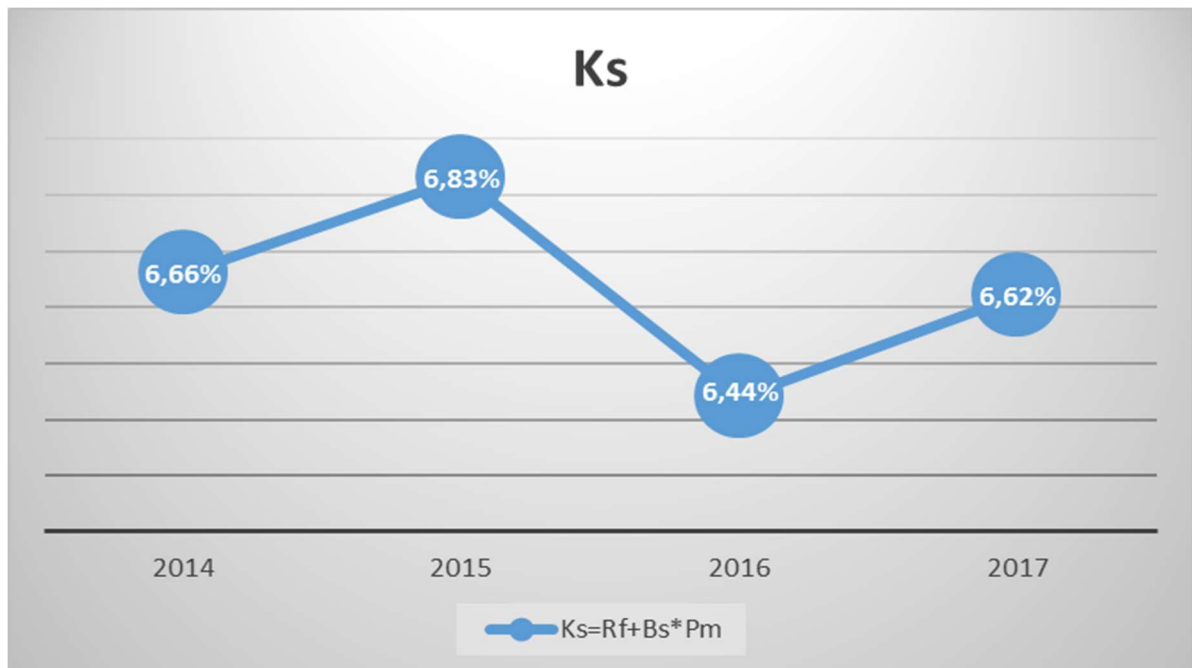


Gráfico 6.1.2 Fuente: Elaboración propia.

Antes de establecer los resultados de la valoración mediante el descuento de flujos, vamos a aportar una serie de datos sobre la actualidad de la empresa que nos permitirán entender lo proyectado.

## 7. MAPFRE EN EL MUNDO

La entidad aseguradora está presente en los cinco continentes siendo a su vez:

- La aseguradora de referencia en el mercado español.
- La 3ª aseguradora en América Latina.
- Miembro del TOP 15 de los mayores grupos aseguradores europeos por volumen de primas.



Imagen 7.1 Fuente: <https://www.mapfre.com/corporativo-es/acerca-mapfre/mapfre-en-el-mundo/>

## 8. COTIZACIÓN EN BOLSA

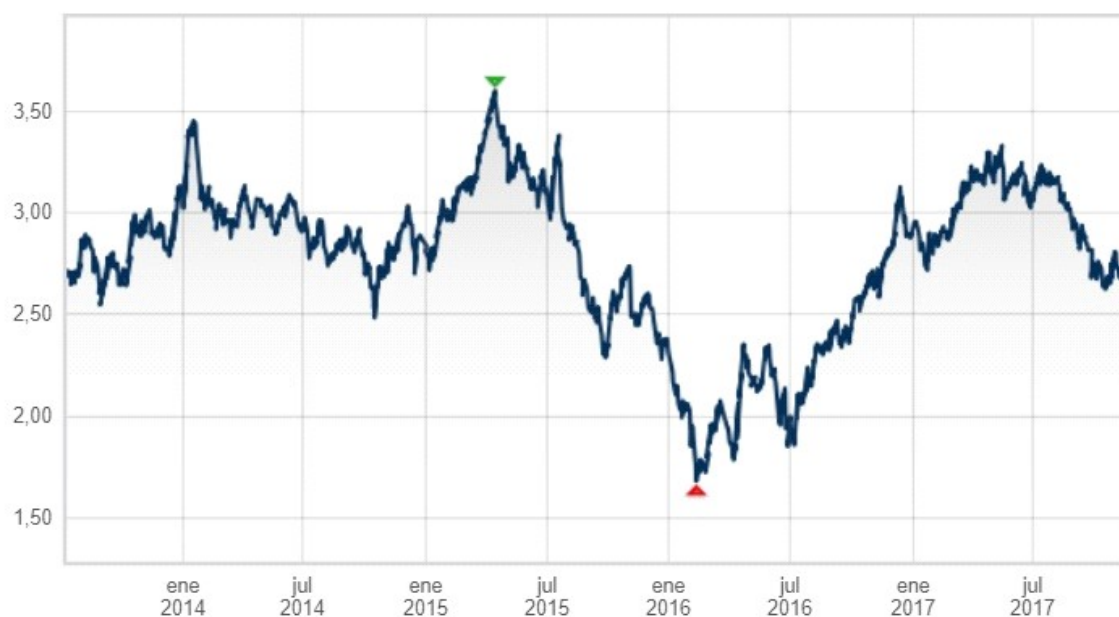


Gráfico 8.1 Fuente: Bolsa de Madrid

Como podemos ver en el gráfico, se muestra una importante caída a principios del 2016, en el primer semestre de dicho año Mapfre se colocó en el 5º puesto europeo de los seguros no vida, a pesar de la contradictoria caída bursátil, la aseguradora española incrementó sus ingresos en un 5.45% en dicho periodo.

Dicho incremento se vio negativamente afectado debido a la bajada de los ingresos financieros brutos, que ascendieron a 2,084 millones de euros, debido a:

- Menores realizaciones en inversiones unit linked, seguros en los que el tomador asume el riesgo de la inversión (*“Se trata de seguros de vida en los que los fondos en que materializa las provisiones técnicas se invierten en nombre y por cuenta del asegurador en participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva, y otros activos financieros, elegidos por el tomador del seguro, quien soporta el riesgo de la inversión”*. Fuente: [www.mapfre.es](http://www.mapfre.es))
- Mala evolución de los tipos de interés e inflación en Brasil país que representa más de un 20% de las ventas de Mapfre.
- Evolución negativa del dólar estadounidense.

## 9. COMPOSICIÓN ACCIONARIAL

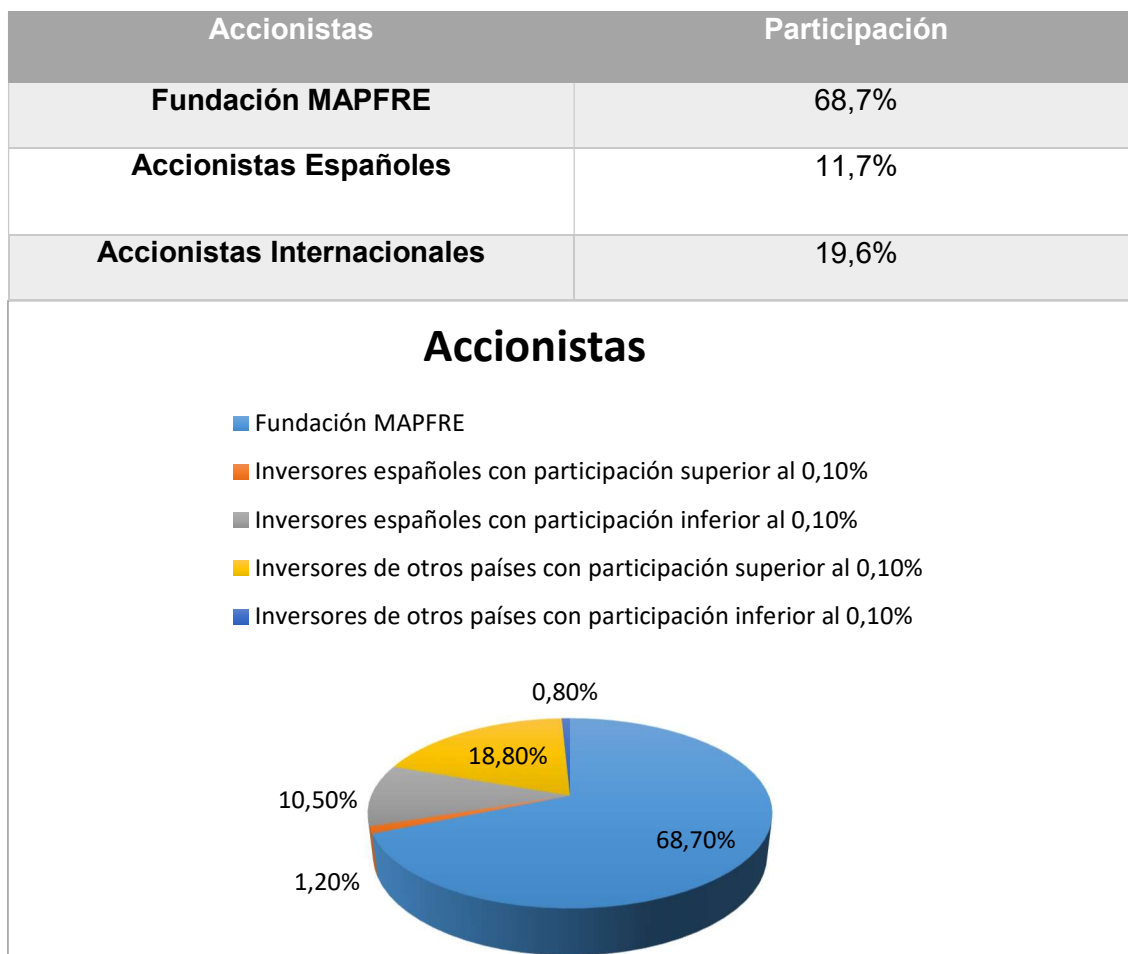


Gráfico 9.1 Fuente: Elaboración propia.

Como el mayor grupo asegurador de España, el capital de MAPFRE está mayoritariamente repartido en manos nacionales. Según los datos recogidos del año 2016, la Fundación MAPFRE se posicionaría como el accionista principal con el 68,7% de la sociedad. El 11,7% pertenecería a accionistas españoles y el 19,6% restante a accionistas de otros países.

De los accionistas españoles, el 1,2% corresponde a inversores con participación superior al 0,1%, mientras que el 10,5% pertenece a los inversores con una participación inferior. En cuanto a los inversores con residencia en otros países, el 18,8% pertenece a inversores con participación superior al 0,1% y el 0,8% al resto.

Del 19,6% del capital de MAPFRE en manos internacionales, el **3,85%** tiene residencia en Estados Unidos y el **1,55%** en Francia. El resto está repartido geográficamente: Reino Unido (1,49%), Alemania (1,21%), Países nórdicos (0,88%), Países Bajos (0,37%), Suiza (0,22%) y Canadá con el (0,18%):

País	%
ESPAÑA	80,46
ESTADOS UNIDOS	3,85
FRANCIA	1,55
REINO UNIDO	1,49
ALEMANIA	1,21
PAÍSES NORDICOS	0,88
PAÍSES BAJOS	0,37
SUIZA	0,22
CANADÁ	0,18
ITALIA	0,09
AUSTRALIA	0,06
IRLANDA	0,04
JAPÓN	0,03
HONG KONG	0,02
ANDORRA	0,01
AUSTRIA	0,01
PORTUGAL	0,01
SIN IDENTIFICAR	9,53

Cuadro: 9.1 Fuente: Informe anual Responsabilidad Social Corporativa Mapfre (2016).



## 10. RESULTADO EJERCICIOS

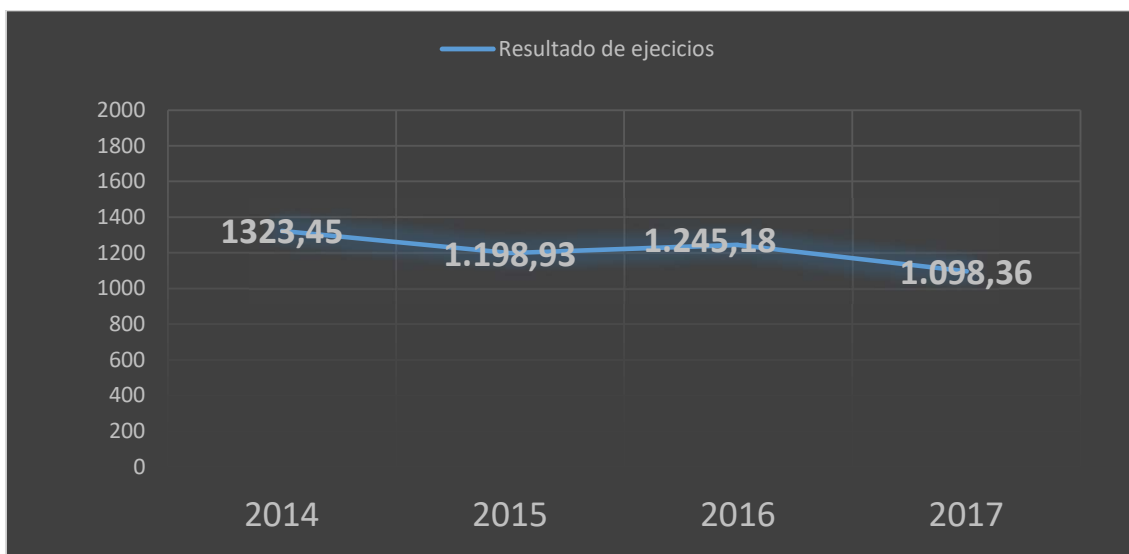


Gráfico 9.2 Fuente: Elaboración propia.

Mapfre ha cerrado el ejercicio 2016 con un beneficio de 775 millones de euros, el 62.3% de los 1.245.18 Millones de Euros que podemos ver en el año 2016, que es lo que se atribuye a la Sociedad Dominante, un 9,4% superior año 2015. Según Antonio Huertas en un comunicado enviado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) asegura que esta situación se debe al **"buen comportamiento de sus tres principales mercados (España, Brasil y Estados Unidos) y los magníficos resultados de Mapfre RE (su reaseguradora aumentó un 22% su beneficio)"**

*"2016 ha sido un año muy positivo para Mapfre. Nuestra estrategia, basada en el crecimiento rentable, nos ha permitido incrementar los beneficios casi un 10% y afianzar nuestra posición en los principales mercados".*

Los ingresos suben un 1,5% en el último año, hasta 27.092 millones de euros y las primas un 2,2% de incremento hasta los 22.813 millones de euros son los valores más representativos del crecimiento del que antes hablábamos.

A tenor de los resultados, el Consejo de Administración acordó proponer un dividendo complementario de 8,5 céntimos por acción con cargo a los resultados del ejercicio 2016. Esto supuso que el dividendo total de 2016 alcanzase los 14,5

céntimos por acción, lo que supuso una rentabilidad del 5% según los precios de la acción.

Así, Mapfre pagó a sus accionistas un total de 447 millones de euros en concepto de dividendo de 2016, un 11,5% más que el año anterior, e incrementó el 'payout' del 56,5% al 57,6% en 2016.

Posteriormente, tanto en el 2017 la bajada supuso un descenso del 9,7% respecto a 2016 la tendencia de crecimiento se vio frenada debido a las catástrofes naturales, con un impacto neto de 126 millones de euros. Dicho impacto tuvo nombres propios, tres huracanes, Harvey, Irma y María.

## 11. CONCLUSIONES DE LA VALORACIÓN

Para la elaboración de dicha valoración, se han requerido las Memorias de la empresa MAPFRE. S. A correspondientes a los periodos: 2013/14; 2014/15; 2015/16; 2016/17. De dichas memorias nos hemos centrado en las cuentas anuales, más concretamente en 3 de ellas.

- Balance anual consolidado a 31 de diciembre.
- Cuenta de resultados global consolidada a 31 de diciembre.
- Estado consolidado de los flujos de efectivo a 31 de diciembre.

Para efectuar el cálculo de los CCF tuvimos serias dificultades ya que las cuentas anuales consolidadas de Mapfre no nos mostraban el conjunto de datos con el que normalmente se procede a la elaboración de este tipo de valoraciones. Para solventar este hecho hemos empleado el siguiente medio:

**FLUJOS NETOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN**

**+**

**FLUJOS NETOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN**

**-**

**INCREMENTO (DISMINUCIÓN) NETO DE EFECTIVO**

**=**

**CCF**

<b>CCF</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
	<b>1.377,59</b>	<b>1.216,62</b>	<b>1.022,41</b>	<b>410,99</b>	<b>1.073,43</b>

Cuadro 11.1 Fuente: Elaboración propia. Datos en millones de Euros.

Antes de exponer los resultados de la valoración, es importante decir que todas las operaciones se han efectuado atendiendo a dos formas de medir la deuda.

Para poder aportar unos resultados más concluyentes, he barajado dos escenarios:

1. **La deuda (1)** es directamente aquella que en el balance se recoge como *DEUDA*.
2. **La deuda (2)** es, a parte de la propia partida *“DEUDA”*, la suma de:
  - *PROVISIONES TÉCNICAS RELATIVAS AL SEGURO DE VIDA CUANDO EL RIESGO DE LA INVERSIÓN NO LOASUMEN LOS TOMADORES*
  - *PREVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS*
  - *DEPÓSITOS RECIBIDOS POR REASEGURO DECIDO Y RETROCEDIDO*
  - *PASIVOS POR IMPUESTOS DIFERIDOS*

El motivo de la creación de dichos escenarios, es debido a que, al valorar una matriz, y no poder acceder a las cuentas del balance pormenorizadas y cotidianas que se muestran con claridad en cualquier empresa, se ha procedido a la elaboración de un estudio donde se ha considerado cual es la partida o partidas en las que podremos encontrar ciertos datos de DEUDA importantes, datos que como he explicado, son de gran interés pero no vienen directamente reflejados en nuestros balances debido a que estamos manejando las cuentas de toda la matriz.

En resumen, según la memoria dentro de dichas cuentas anteriormente citadas en el apartado **“2. La deuda”** existen elementos normalmente considerados como DEUDA.

A continuación, podemos observar en color rojo la proyección que se ha efectuado de los flujos de caja:

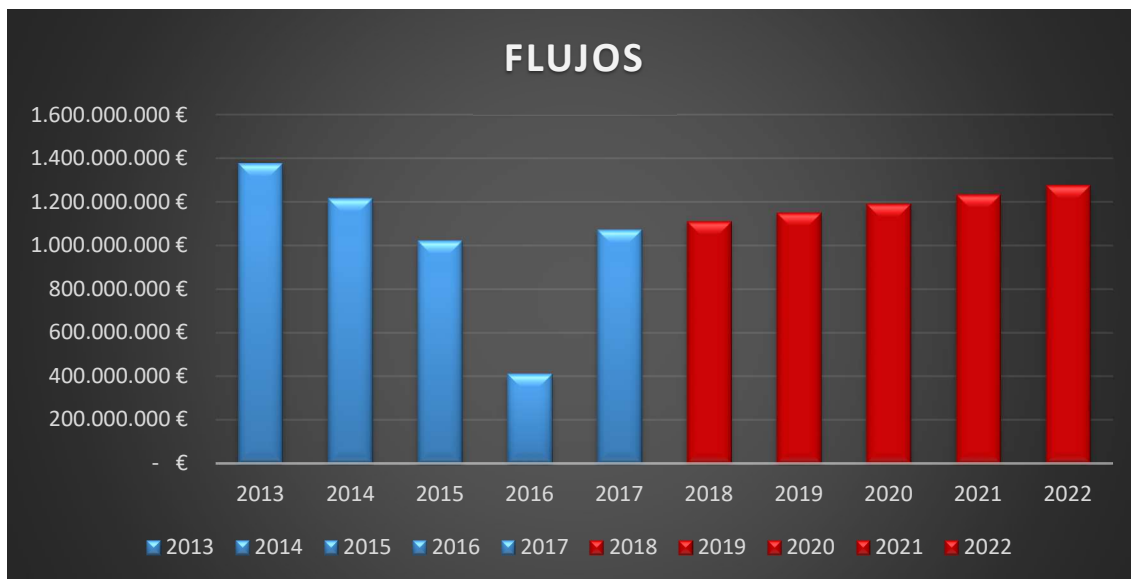


Gráfico 11.1 Fuente: Elaboración propia.

Mediante la actualización de flujos al periodo actual, 2017, hemos obtenido los siguientes resultados en función de nuestros dos escenarios anteriormente explicados:



Gráfico 11.2 Fuente: Elaboración propia.

Tras efectuar todos los cálculos de los que hemos hablado en la elección del Método de Valoración, y tras esta breve explicación del por qué existen dos escenarios. **Obtenemos los siguientes resultados para el año n = 2017:**

<b>Valor MAPFRE (1)</b>	<b>23.243.998.507 €</b>
<b>Valor MAPFRE (2)</b>	<b>30.580.986.761 €</b>

Cuadro 11.2 Fuente: Elaboración Propia.

Los resultados de dicha valoración, en comparación con la capitalización bursátil del mismo año, **2017, a 31 de diciembre**, la cual asciende a **8.924.545.000 €** indican que el mercado **infravalora** la compañía puesto que sólo se ve representado en dicha capitalización entre el **38.39%** y el **29.18%** del valor total de la compañía.

Como se detalla en la explicación de los resultados de ejercicio, Mapfre se ha visto gravemente afectada por una sucesión de catástrofes meteorológicas, principalmente acontecidas en EE.UU, lo que puede explicar en parte de la diferencia de resultados entre la valoración mediante descuento de flujos que se ha efectuado, y la propia valoración bursátil.

Como conclusión, Mapfre está infravalorada actualmente y las recomendaciones por mi parte serían de compra de valores.

## 12. COMPARATIVA PER

Para poder ver comparativamente la posición de Mapfre respecto a su competencia directa en el sector, he elaborado un cuadro en el cual podemos observar los diferentes ratios PER.

*“Es el ratio más utilizado en Bolsa, e indica el número de veces que está contenido el beneficio por acción en el precio de mercado de la misma. Los valores con un alto potencial de crecimiento de los beneficios tendrán un PER alto (lo que también conlleva la posibilidad de un apreciable descenso en el valor de los títulos si no se cumplen las expectativas), y viceversa. Conceptualmente, expresa la valoración que realiza el mercado sobre la capacidad de generación de beneficios de la empresa.  $PER = \text{Precio de mercado de la acción} / \text{Beneficio por acción (BPA)}$ .”*

Glosario Financiero CNMV, 2017.

PER	2014	2015	2016	2017	Promedio
MAPFRE	10,24	10,05	11,6	11,64	10,8825
AXA	9,29	10,97	10,05	9,55	9,965
ALLIANZ	10,02	11,22	10,37	12,57	11,045
GENERALI	15,74	12,75	7,6	7,05	10,785

Cuadro 12.1 Fuente: Elaboración propia.

La media de 2017 está en un PER de **10.2025**, y Mapfre se sitúa 6 décimas por encima, lo cual supone una buena posición en el sector.

Para finalizar, podemos observar cómo MAPFRE disfruta de una buena posición a escala nacional e internacional, con valores que la respaldan, ´como hemos podido ver en el análisis de sus resultados, o directamente su valor PER superior a la media.

Tal y como lleva haciendo más de 4 décadas, MAPFRE avanza hacia un prometedor futuro, demostrándolo año tras año, resultado tras resultado.

### 13. BIBLIOGRAFÍA

Datos Macro (2014 – 2017). Prima de riesgo de mercado España. Disponible en:

<https://www.datosmacro.com/prima-riesgo/espana>

Infobolsa (2014 – 2017). Cotización y capitalización bursátil Mapfre. Disponible en:

<http://www.infobolsa.es/cotizacion/historico-mapfre?startDate=20161230&endDate=20161230>

Datos Macro (2014 – 2017). Tipo interés libre de riesgo, bono español a 10 años. Disponible en:

<https://www.datosmacro.com/bono/espana?dr=2016-12>

Carazo Asesores (2014 – 2017). Tipos de gravamen impuesto sociedades. Disponible en:

<http://carazoasesores.es/articulos/tipos-gravamen-impuesto-sociedades-2014-al-2016>

Mapfre (2017). Mapfre en el mundo. Disponible en:

<https://www.mapfre.com/corporativo-es/acerca-mapfre/mapfre-en-el-mundo/>

Informe anual Responsabilidad Social Corporativa Mapfre (2016). Composición accionarial. Disponible en:

[https://www.mapfre.com/corporativo-es/images/mapfre-accionistas\\_tcm884-161430.pdf](https://www.mapfre.com/corporativo-es/images/mapfre-accionistas_tcm884-161430.pdf)

20 Minutos (2017). Crecimiento Sector Seguros. Disponible en:

<https://www.20minutos.es/noticia/3292330/0/balance-datos-cifras-sector-seguros-espana-2017/>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (2018) Definición ratio PER. Disponible en:

<http://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&letra=P&idIng=1>

El Economista (2014 a 2017). Datos ratio PER. Disponible en:

<http://www.eleconomista.es/empresa/MAPFRE/recomendaciones-consenso>

<http://www.eleconomista.es/empresa/AXA/recomendaciones-consenso>

<http://www.eleconomista.es/empresa/ALLIANZ/recomendaciones-consenso>

<http://www.eleconomista.es/empresa/GENERALI-ASS/recomendaciones-consenso>



Bolsa de Madrid (2014 al 2017). Gráfico Cotización en Bolsa. Disponible en:

<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Mercados/Graficos.aspx?tipo=VALORES&cod=ES0124244E34>

Expansión (2018) y El País (2018) Información sobre resultados. Disponible en:

<http://www.expansion.com/empresas/2017/02/08/589ac406268e3ee7398b4650.html>

[https://elpais.com/economia/2018/02/08/actualidad/1518083677\\_783346.html](https://elpais.com/economia/2018/02/08/actualidad/1518083677_783346.html)

Fernández, P. (2016). Métodos de valoración de empresas. *Capítulo 1, Universidad de Navarra*. Disponible en:

<http://web.iese.edu/pablofernandez/LibroVyS/Indice26mayo2015.pdf>