

Sector: *Seguros*

Recomendación: **Comprar**  
 Precio Objetivo: **239,5**  
 Potencial: **+11,4%**

**Diversificación de negocio, cómoda solvencia y retribución atractiva.**

# ALLIANZ

Analista: Eduardo Cabero

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 88.622 M€  
 Último: 215 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 412,3 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 117,1€/acc./216,2€/ac  
 Cód. Bloomberg / Reuters: ALV.GY / ALVG.DE  
 Evolución anual (YTD): 7%

### Accionariado

Free-Float 100%

### Principales ratios

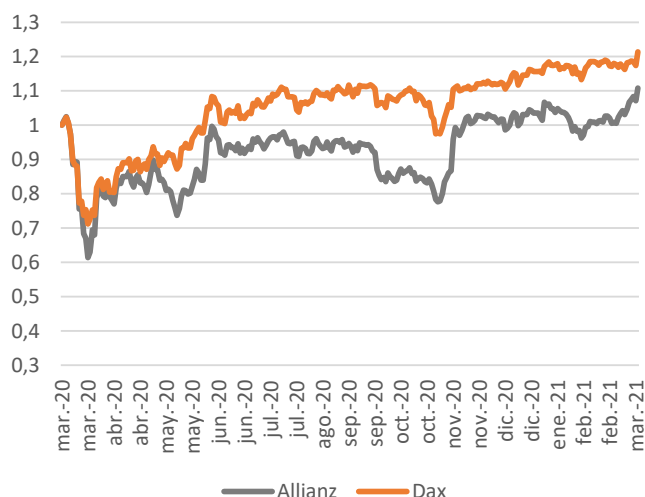
	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
PER	11,6x	12,2x	10,8x	10,7x	10,5x
P/V	1,2x	1,0x	1,1x	1,1x	1,1x
Rentabilidad c	4,4%	4,8%	5,1%	5,1%	5,3%

Para el ratio a 2019/20 se utiliza la cotización a 31 de Dic.

Principales cifras	12M20	Var.%	4T20	9M20
<b>Primas adquiridas</b>	<b>75.714</b>	<b>0%</b>	<b>-2%</b>	<b>0%</b>
Resultado financiero	23.634	-1%	35%	-15%
Ingresos comisiones	12.049	-2%	-2%	-2%
Siniestralidad	-57.091	2%	-3%	4%
Gastos Admin.	-26.637	2%	-2%	3%
<b>Beneficio operativo</b>	<b>10.751</b>	<b>-9%</b>	<b>8%</b>	<b>-15%</b>
Benef. No operativo	-1.148	48%	n.a.	9%
BAI	9.604	-13%	-3%	-17%
<b>BNA</b>	<b>6.807</b>	<b>-14%</b>	<b>-3%</b>	<b>-18%</b>

AuM terceros (M€)	1.712
Ratio Combinado	96,3%
Solvencia	207,0%
ROE	11,4%

### Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



Mantenemos Allianz con recomendación de **Comprar** y **Precio Objetivo en 239,5€ (potencial +11,4%)**. Los resultados 2020 baten expectativas en un entorno complicado (impacto CV-19 y tipos bajos). Destacamos positivamente: **(i) Diversificación de sus líneas de negocio**. Su segmento de gestión de activos sigue creciendo -beneficio operativo +5,5% a/a- y ya representa un 26,5% del total de la compañía. **(ii) mantiene una sólida posición de solvencia 207% (-5 p.p.)**. Esto le permite mantener el dividendo sin cambios frente a 2019 (rentabilidad 4,5%). La rentabilidad por **dividendo** es atractiva y sostenible en el tiempo (5,1% 2021e). Además, la idea del equipo gestor es reanudar el plan de recompra de acciones, algo que no vemos probable hasta el 4T21.

### Los resultados de 2020 baten expectativas.

Los resultados baten expectativas tras una buena evolución en el 4T20. El beneficio operativo se sitúa en 10,751M€ (-9,3% a/a). Sin embargo, vuelve al crecimiento (+8,2% a/a) en el 4T20 frente a una caída de -17% en 9M20. La cifra total recoge un impacto extraordinario por CV-19 de 1.300M€, que se reparte entre no vida (1,100M€) y vida (200M€). El BNA bate expectativas, pero retrocede frente a 2019 (-14%). Las filiales que más sufren, como es lógico en este entorno, son Euler Hermes (seguro de crédito) y Allianz Partners (viajes y asistencia). Para 2021, ante una mejora de las perspectivas, la compañía retomará el crecimiento como ya hizo en el 4T20

### Destacamos positivamente 2 factores:

#### 1. Continúa la diversificación del negocio.

Los activos bajo gestión siguen creciendo y alcanza 2,39Bn€, un nuevo máximo histórico. El flujo neto de entrada de activos bajo gestión de terceros se sitúa en 32.800M€, principalmente impulsado por Pimco. Además, el ratio coste/ingreso se reduce hasta 61,2% (vs 62,3% en 2019). La aportación al beneficio operativo del segmento de gestión de activos asciende hasta 2.853M€(+5,5% a/a) lo que representa un 26,5% del total. Muy positivo en un entorno con tipos de interés muy bajos, en el que las aseguradoras tienen que optimizar su resultado técnico o buscar nuevas fuentes de ingresos.

#### 2. Sólida posición de solvencia y atractivo dividendo.

La solvencia repunta hasta 207% (-5p.p. vs 2019) desde el mínimo marcado en el 2S20 (183%). Si tenemos en cuenta un ajuste de capital en el 1T21 cerraría el año en 203%, lo que refleja la posición acomodada de la compañía. Esto le permite a la compañía mantener el dividendo con cargo a 2020 en 9,6€/acc. (58% pay-out), lo que supone una rentabilidad por dividendo de 4,5% a precios actuales. Además, la idea del equipo gestor es volver a remunerar al accionista mediante un plan de recompra de acciones, algo que no vemos probable hasta el 4T21. Allianz canceló el plan de recompras en 2020 por valor de 750M€(0,85% sobre capitalización actual) siguiendo las directrices del regulador.

Mantenemos la recomendación de **Comprar** y **situamos el Precio Objetivo en 239,5€** en base a unos resultados favorables a pesar de un entorno desafiante, una buena evolución del negocio de gestión de activos, sólida posición de solvencia y retribución al accionista atractiva.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

Todos nuestros informes disponibles en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Avda. de Bruselas, 14  
 28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2017r	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'20/25
Primas adquiridas (netas)	71.427	71.472	75.914	75.714	77.241	78.634	79.745	80.872	82.015	1,6%
Resultado Financiero	23.923	19.289	23.854	23.634	24.521	24.822	25.126	25.431	25.737	1,7%
Ingresos por comisiones	10.937	11.534	12.296	12.049	12.641	12.980	13.295	13.585	13.883	2,9%
Siniestralidad	-51.218	-52.157	-55.851	-57.091	-56.951	-57.978	-58.718	-59.386	-60.061	1,0%
Cambios en reservas	-14.366	-9.662	-13.728	-13.003	-13.302	-13.542	-13.733	-13.928	-14.124	1,7%
Gastos	-25.709	-24.600	-26.223	-26.637	-27.174	-27.664	-28.055	-28.451	-28.853	1,6%
Gastos por comisiones	-3.857	-4.302	-4.509	-4.024	-4.661	-4.807	-4.959	-5.104	-5.254	5,5%
Otros	-40	-62	102	108	57	57	57	57	58	-11,8%
Beneficio operativo	11.097	11.512	11.855	10.751	12.372	12.503	12.758	13.076	13.400	4,5%
Resultado no operativo	528	443	630	570	621	621	621	621	621	1,7%
BAI	10.148	10.399	11.077	9.604	11.555	11.694	11.958	12.284	12.615	5,6%
BNA	6.803	7.462	7.914	6.807	8.190	8.288	8.475	8.706	8.941	5,6%

## Síntesis de valoración: Método WEV

V. Contable/acc. 2021e	<b>194,1</b>
Coste del Capital	<b>8,8%</b>
Crecimiento (g)	<b>1,0%</b>
ROE a largo plazo	<b>10,6%</b>
P/VC	<b>1,23x</b>
<b>PRECIO OBJETIVO</b>	<b>239,50</b>

## Sensibilidad al Coste de Capital y al Crecimiento

	Crecimiento (g)				
	0,0%	0,5%	1,0%	2,0%	2,5%
4,9%	380,16	399,16	422,47	489,68	540,67
5,9%	314,84	324,87	336,72	368,29	389,97
6,9%	268,67	273,90	279,91	295,13	304,96
<b>Prima de riesgo</b>	234,31	236,75	<b>239,50</b>	246,22	250,38
8,9%	207,75	208,48	209,29	211,21	212,37
9,9%	186,59	186,23	185,84	184,92	184,38
10,9%	169,35	168,28	167,12	164,45	162,91

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>  
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/intormes>  
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles [Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Susana André - Portugal, Assistant
Eduardo Cabero - Seguros	

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable

Todos nuestros informes en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid