

Sector: *Seguros*

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **239,5**
 Potencial: **+14,0%**

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

ALLIANZ

Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €): 86.602 M€
 Último: 210 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 412,3 M acc.
 Min / Max (52 sem): 139,8€/acc./221,9€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: ALV.GR / ALVG.DE
 Evolución anual (YTD): 5%

Mantenemos Allianz con recomendación de **Comprar** y **Precio Objetivo en 239,5€ (potencial +14%)**. Los resultados 1T21 baten expectativas. Los ingresos permanecen prácticamente planos pero los márgenes mejoran. Seguimos destacando positivamente: (i) **La gestión de activos como ventaja competitiva**. Sigue creciendo -beneficio operativo +10% a/a- y representa más del 20% del total. La capitalización no recoge el valor total de este segmento (25.000/33.000M€ estimado) ofreciendo un descuento de entre ~13% y ~20% en función del escenario. (ii) Continúa reforzando su sólida posición de **solvencia**: 210% (+3 p.p. vs 4T20). Esto le permite ofrecer una rentabilidad por **dividendo** atractiva y sostenible (~5%). Además, la retribución del accionista podría mejorar a través de la reanudación del plan de recompra de acciones.

Accionariado

Free-Float 100%

Principales ratios

	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
PER	11,6x	12,2x	10,6x	10,5x	10,2x
P/V	1,2x	1,0x	1,1x	1,1x	1,1x
Rentabilidad div.*	4,1%	4,8%	4,6%	4,9%	4,9%

*Cálculo realizado con criterio de cobro

Principales cifras	1T21	Var.%	1T19	4T20
Primas adquiridas	19.119	-3%	-1%	0%
Resultado financiero	6.574	0%	1%	-25%
Ingresos comisiones	3.169	4%	11%	-3%
Siniestralidad	-13.803	-5%	2%	-9%
Gastos Admin.	-6.731	-1%	8%	-6%
Beneficio operativo	3.336	45%	13%	12%
Benef. No operativo	154	n.a.	n.a.	n.a.
BAI	3.490	84%	28%	35%
BNA	2.566	83%	30%	41%

AuM terceros (M€)	1.775
Ratio Combinado	93,0%
Solvencia	210,0%

Los resultados 1T21 baten expectativas.

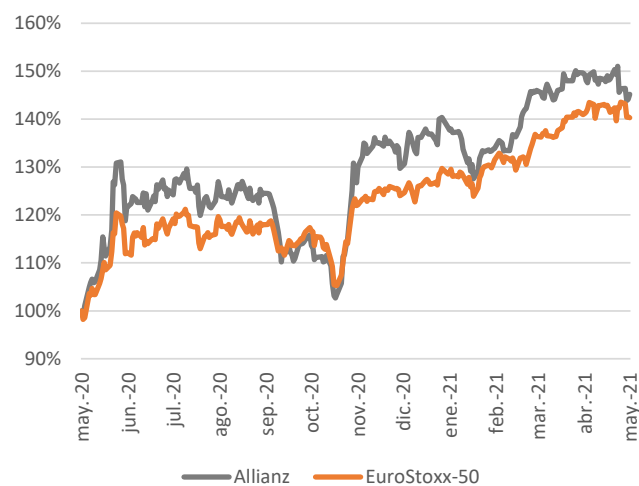
Los ingresos siguen afectados por CV-19 y por efecto divisa: -2,6% (-0,4% divisa constante). Sin embargo, los márgenes mejoran y sitúan el beneficio operativo en 3.336M€ (+45% a/a y +13% vs 1T19). El BNA bate expectativas, avanza hasta 2.566M€ (+83% vs 1T20 y +30% vs 1T19). Por ramos: (i) No vida continúa afectado por CV-19, pero un ratio combinado bajo (93% vs 97,8% 1T20) impulsa los resultados, (ii) en Vida, mismo patrón, primas planas y márgenes mejorando y (iii) Gestión de Activos sigue destacando positivamente. La aseguradora confirma su guidance para 2021: beneficio operativo 12.000M€ (±1.000M).

Destacamos positivamente 2 factores:**1. La Gestión de Activos como ventaja competitiva.**

Dispone de dos gestoras (PIMCO y Allianz GI) que impulsan su crecimiento en este segmento. Los activos bajo gestión alcanzan 2,43Bn€ (+1,8%; máximo histórico). El flujo neto de entrada de activos bajo gestión de terceros vuelve a incrementarse hasta +38.000M€ (vs +32.800M€ 4T20). Además, la ratio coste/ingreso se reduce de nuevo hasta 59,3% (vs 61,2% 4T20). Por tanto, el beneficio operativo avanza a doble dígito (+10%) hasta 747M€ (22% del total). Valoramos positivamente este segmento ya que diversifica el negocio. Es una fuente recurrente de generación de comisiones, más aún debido al carácter activo de su gestión. La capitalización actual no recoge el valor total de este segmento para el que estimamos un rango de valoración de 25.000/33.000M€. Junto al valor del negocio de seguros (~74.000M€ estimado) ofrece un descuento sobre la capitalización actual de ~13% en el escenario conservador y ~20% en el escenario optimista. Allianz parte con ventaja ya que en este entorno las aseguradoras buscan optimizar su resultado técnico y nuevas fuentes de ingresos.

2. Solvencia sólida+dividendo atractivo y sostenible

Continúa reforzando su sólida posición de solvencia. Se incrementa hasta 210% vs 207% 12M20. Esto le permite a la compañía ofrecer un dividendo sostenible y creciente (TAMI 2015/20: +6%). La rentabilidad se sitúa en torno al 5%. La remuneración al accionista podría incrementarse a través de la reanudación del plan de recompra de acciones, algo que no vemos probable hasta el 4T21. En 2020 canceló 750M€ en recompras de acciones, lo que suponen un ~0,85% de la capitalización actual. Este es uno de los objetivos del equipo gestor, además de buscar oportunidades de adquisiciones -totalmente factible debido a su posición de solvencia-.

Evolución respecto al EuroStoxx-50(base 100)

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	77.329	78.796	79.909	81.039	82.184	1,7%
Resultado Financiero	23.923	19.289	23.854	23.634	24.546	24.847	25.151	25.455	25.761	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	-57.017	-58.098	-58.839	-59.509	-60.185	1,1%
Cambios en reservas	-14.366	-9.662	-13.728	-13.003	-13.317	-13.570	-13.762	-13.956	-14.153	1,7%
Gastos	-25.709	-24.600	-26.223	-26.637	-27.205	-27.721	-28.112	-28.510	-28.913	1,7%
Gastos por comisiones	-3.857	-4.302	-4.509	-4.024	-4.665	-4.812	-4.964	-5.108	-5.259	5,5%
Otros	#####	-62	102	108	57	57	57	57	58	-11,8%
Beneficio operativo	39,8€/acc./221,9€/acc.	11.512	11.855	10.751	12.369	12.480	12.735	13.053	13.376	4,5%
Resultado no operativo	ALV.GR / ALVG.DE	443	630	570	621	621	621	621	621	1,7%
BAI	10.148	10.399	11.077	9.604	11.552	11.672	11.935	12.260	12.591	5,6%
BNA	6.803	7.462	7.914	6.807	8.188	8.273	8.459	8.690	8.924	5,6%

Síntesis de valoración: Método WEV

V. Contable/acc. 2021e	194,1
Coste del Capital	8,7%
Crecimiento (g)	1,0%
ROE a largo plazo	10,6%
P/VC	1,23x
PRECIO OBJETIVO	239,5

Sensibilidad al Coste de Capital y al Crecimiento

	Crecimiento (g)					
	0,0%	0,5%	1,0%	2,0%	2,5%	
4,9%	380,4	399,5	422,9	490,4	541,7	
5,9%	314,9	325,0	336,9	368,6	390,3	
6,9%	268,7	273,9	279,9	295,2	305,1	
Prima de riesgo	7,9%	234,3	236,7	239,5	246,2	250,4
8,9%	207,7	208,4	209,2	211,1	212,3	
9,9%	186,5	186,2	185,8	184,8	184,3	
10,9%	169,3	168,2	167,0	164,4	162,8	

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

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

139,8€/acc./221,9€/acc.

NOTAS DE COMPAÑIAS

ALV.GR / ALVG.DE

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid