

Sector: *Seguros***Rentabilidad total atractiva:  
Precio+Dividendo****CATALANA  
OCCIDENTE**Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **37,3 €**Potencial: **+17,6%**

Analista: Eduardo Cabero

**Datos Básicos**

Capitalización (M €): 3.804 M€  
 Último: 31,70 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 120,0 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 18,9€/acc./36,45€/acc  
 Cód. Bloomberg / Reuters: GCO.SM / GCO.MC  
 Evolución anual (YTD): 11%

**Accionariado**

Mayoritarios 68,0%  
 Free-Float 32,0%

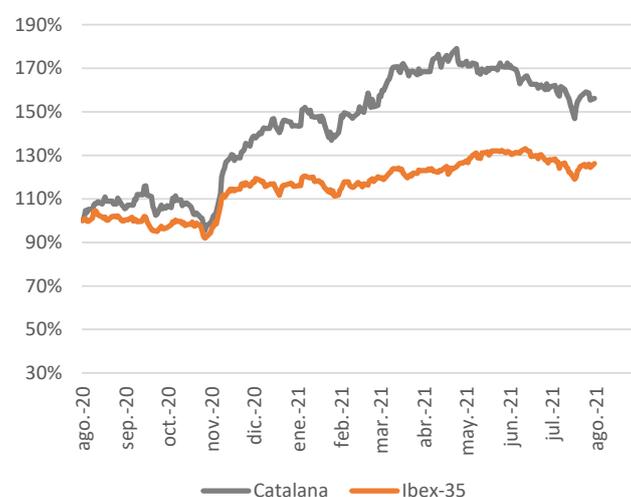
**Principales ratios**

	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
PER	9,7x	13,3x	10,5x	9,7x	9,1x
P/VC	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x
Rentabilidad div. *	2,7%	2,3%	2,8%	3,0%	3,1%

\*Cálculo realizado con criterio de cobro

Principales cifras	2T21	Var.%	2T19	1T21
<b>Primas adquiridas</b>	<b>1.153</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>1%</b>
No vida	416	3%	3%	2%
Crédito	477	9%	8%	5%
Vida	260	5%	-2%	-5%
Ing. Seguros	1.182	6%	4%	-1%
<b>Rdo. Técnico</b>	<b>105</b>	<b>76%</b>	<b>-13%</b>	<b>-31%</b>
<b>Rdo Financiero</b>	<b>34</b>	<b>129%</b>	<b>13%</b>	<b>176%</b>
BAI	140	93%	-4%	-15%
<b>BNA</b>	<b>109</b>	<b>84%</b>	<b>1%</b>	<b>-1%</b>

Inversiones	13.746	2,4%
R. Combinado No Vida	87,9%	-0,5 p.p.
R. Combinado Crédito	60,5%	-33,8 p.p.
Solvencia	216%	

**Evolución respecto al Ibex35 (base 100)**

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

Bate expectativas en el 1S 2021. Por tanto, **revisamos nuestra recomendación a Comprar** desde Neutral y el Precio Objetivo al alza hasta 37,3€/acc. (vs 35,4€/acc. ant.). La **rentabilidad total estimada es atractiva**: 17% precio + 2,8% dividendo. Los resultados son buenos impulsados por la recuperación del crédito. La compañía tiene una serie de **factores positivos** que refuerzan nuestra recomendación: (i) ya se refleja el **cambio de tendencia** en los resultados - sobre todo por la parte del crédito -, (ii) **rentabilidad por dividendo** es razonable (~2,8%) y sostenible en el tiempo, (iii) sólida posición de **solvencia** (216%) que compara positivamente con el sector y (iv) valoramos positivamente la baja dependencia del resultado financiero en un entorno de tipos bajos.

**Buenos resultados en el 1S 2021 impulsados por el crédito.**

Cierra el primer semestre del año con una evolución sólida en el ramo de No Vida y con una fuerte recuperación en el caso del Crédito. Las primas adquiridas avanzan hasta 2.290 (+3%) en el 1S 2021 debido a una mayor actividad en el segundo trimestre del año (1.153M€; +6%). El negocio No Vida avanza de forma sólida debido a una mejora de la siniestralidad, a excepción del ramo Multirriesgos debido a un siniestro punta. Por su parte, el Seguro de Crédito se recupera con fuerza debido a una mayor exposición al riesgo - primas adquiridas +4,6% a/a - y por un excepcional ratio combinado - 60,5% vs ~79% año normalizado -. En consecuencia, el resultado se incrementa hasta 111M€ desde 35M€. Los resultados son buenos y el BNA alcanza 219,4M€ (+47% 2020 y +6% 2019).

**Nuestra tesis de inversión no cambia. La compañía tiene una serie de factores que refuerzan nuestra recomendación:****1. Ya se refleja el cambio de tendencia en los resultados.**

La evolución en No vida se mantiene sólida y el Crédito ya refleja la mejora de perspectivas. Los acuerdos gubernamentales mantienen la morosidad en niveles bajos y las métricas de riesgo empresarial mejoran. De hecho, la compañía vuelve a mostrar más apetito hacia el riesgo que unido a un incremento de los precios permite que las primas vuelvan a crecer. Valoramos positivamente esta mejora del ratio combinado aunque mantenemos la cautela ya que no la consideramos sostenible en el tiempo.

**2. Nivel de solvencia cómodo.**

La compañía mantiene una ratio de solvencia muy sólida (216% a cierre de 2020 vs 213% 2019), a pesar de un entorno complicado. Compara positivamente con el sector (Axa 212%; Allianz 210%; Mapfre 201%), situándose en el rango alto. Es posible debido a una política de dividendos prudente (bajo pay-out). Es otro de los factores que consideramos positivo ya que le permite crecer de forma inorgánica sin ampliar capital.

**3. Dividendo razonable y sostenible en el tiempo (~2,8% 2021e)**

GCO ofrece una rentabilidad por dividendo razonable y sostenible en el tiempo debido a su cómoda posición de solvencia. Estimamos una rentabilidad por dividendo para 2021 de ~2,8%. Además, el dividendo evolucionará al alza como venía haciendo habitualmente cada año antes de la pandemia, ya que es uno de sus objetivos.

**4. Baja ponderación del resultado financiero**

El resultado financiero repunta (+76%). Independientemente de esta mejora, valoramos positivamente el bajo peso que tiene el resultado financiero en relación al técnico en un entorno de tipos bajos. Esto proporciona más estabilidad a la cuenta de resultados. El sector deberá optimizar su resultado técnico, asumir mayores riesgos o diversificar (gestión de activos) para compensar el descenso del resultado financiero.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'20/26
Primas	4.213	4.411	4.426	4.561	4.675	4.764	4.855	4.948	5.043	3%
Primas adquiridas	4.179	4.467	4.438	4.557	4.670	4.759	4.850	4.943	5.038	3%
- Negocio tradicional	1.601	1.620	1.644	1.688	1.728	1.754	1.781	1.808	1.835	2%
- Negocio del seguro de crédito	1.649	1.760	1.727	1.782	1.835	1.881	1.928	1.976	2.026	3%
- Negocio de Vida	930	1.087	1.066	1.087	1.107	1.124	1.141	1.159	1.177	2%
Ingresos por información	133	137	133	142	146	150	154	158	161	4%
Ingresos netos por seguros	4.311	4.603	4.571	4.699	4.817	4.909	5.004	5.101	5.199	3%
Coste técnico	2.585	2.740	2.921	2.845	2.880	2.913	2.955	3.005	3.060	1%
Comisiones	533	561	561	572	587	598	610	622	634	2%
Gastos	727	764	750	781	804	821	838	855	873	3%
Resultado técnico después de impuestos	467	538	340	501	545	578	601	619	633	13%
Resultado financiero	80	38	33	54	56	58	61	63	65	15%
Resultado cuenta no técnica	-31	-26	-14	-28	-28	-28	-28	-28	-28	15%
Resultado Comp. S. Crédito y Seguro	6	6	6	8	8	8	8	8	8	4%
Resultado antes de impuestos	523	556	365	535	581	616	642	662	678	13%
Resultado consolidado	386	425	270	397	432	458	477	492	504	13%
Resultado atribuido a minoritarios	34	39	8	36	39	41	43	44	45	42%
Resultado atribuido	352	386	262	362	393	417	434	448	459	12%
R. Combinado Negocio tradicional	91,2%	90,4%	88,6%	89,9%	90,2%	90,2%	90,2%	90,2%	90,2%	
R. Combinado Seguro de crédito	78,8%	78,7%	94,1%	71,2%	79,8%	78,8%	78,3%	78,1%	78,1%	
ROE	12,3%	11,1%	7,3%	9,8%	10,0%	9,9%	9,6%	9,3%	8,9%	

### Síntesis de valoración: Metodo WEV

V. Contable/acc. 2022e	<b>33,8</b>
Coste del Capital	<b>9,3%</b>
Crecimiento (g)	<b>1,0%</b>
ROE largo plazo	<b>10,2%</b>
P/BV	<b>1,10x</b>
PRECIO OBJETIVO	<b>37,3</b>

### Sensibilidad al Coste de Capital y al Crecimiento

		Crecimiento (g)				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Prima de riesgo	5,3%	54,7	56,5	58,7	61,3	64,5
	6,3%	47,1	48,1	49,3	50,6	52,2
	7,3%	41,4	41,9	42,4	43,1	43,8
	8,3%	36,9	37,1	37,3	37,5	37,8
	9,3%	33,3	33,3	33,2	33,2	33,2
	10,3%	30,3	30,2	30,0	29,8	29,6
	11,3%	27,8	27,6	27,3	27,0	26,7

Tasa Libre de Riesgo: B10a español (media últimos 3 años)

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	Filipe Aires - Químicas
Eduardo Cabero - Seguros	Susana André - Portugal, Assistant

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