

Sector: *Seguros*

Potencial limitado. 4 factores dan soporte a la cotización.

CATALANA OCCIDENTE

Recomendación: **Neutral**

Precio Objetivo: **35,4 €**

Potencial: **+2,1%**

Analista: Eduardo Cabero

Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.158 M€
 Último: 34,65 €/acc.
 N° Acciones (M.): 120,0 M acc.
 Min / Max (52 sem): 16,3€/acc./36,45€/acc
 Cód. Bloomberg / Reuters: GCO.SM / GCO.MC
 Evolución anual (YTD): 20%

Accionariado

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

Principales ratios

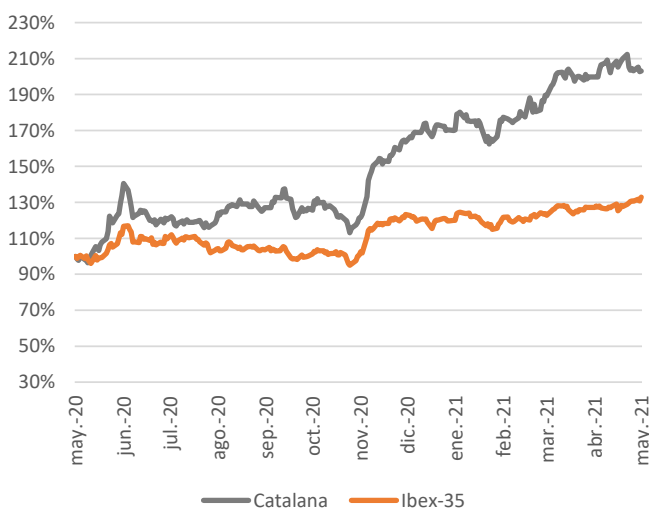
	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e
PER	9,7x	13,3x	11,8x	10,6x	10,0x
P/V	1,1x	1,0x	1,1x	1,0x	1,0x
Rentabilidad div. *	2,7%	2,3%	2,6%	2,7%	2,9%

*Cálculo realizado con criterio de cobro

Principales cifras	1T21	Var.%	1T20	1T19
Primas adquiridas	1.137		0%	4%
No vida	409		0%	3%
Crédito	454		0%	5%
Vida	275		0%	4%
Ing. Seguros	1.504		26%	31%
Rdo. Técnico	153		31%	9%
Rdo Financiero	12		297%	29%
BAI	164		29%	13%
BNA	111		23%	12%

Inversiones	13.737
R. Combinado No Vida	88,9%
R. Combinado Crédito	62,3%
Solvencia	216%

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

La estrategia funciona y GCO alcanza nuestro precio objetivo por segunda vez consecutiva este año. Por tanto, **revisamos nuestra recomendación a Neutral** desde Comprar y el Precio Objetivo ligeramente al alza hasta 35,4€/acc. (vs 35,0€/acc. ant.). Por tanto, el **potencial de revalorización es limitado** +2,1%. La mejora de perspectivas ya se va reflejando en los resultados del 1T21 y en la cotización del valor (+20% en el año). La compañía tiene una serie de **factores positivos** que darán soporte a su cotización: (i) cambio a mejor en el **Seguro de Crédito**, ya empieza a reflejarse, (ii) **rentabilidad por dividendo** razonable (~2,6%) y sostenible en el tiempo, (iii) sólida posición de **solvencia** (216%) y (iv) baja ponderación del resultado financiero con relación al técnico.

La mejora de perspectivas ya se va reflejando en el 1T21.

G.Catalana evoluciona favorablemente en un entorno de mejora para el sector. Las primas adquiridas permanecen estables pero los márgenes mejoran. El BNA se incrementa +23% vs 1T20 impulsado, principalmente, por la recuperación del seguro de crédito. El negocio tradicional evoluciona de forma favorable, a excepción del ramo Multirriesgo afectado por las tormentas a principios de año. Registra un resultado técnico de 63,8M€ (+3,9% vs 1T20). Por su parte, el Seguro de Crédito se ve beneficiado de una siniestralidad menor de lo esperado. En consecuencia, el resultado técnico se eleva hasta 88,5M€ (+55% vs 1T20 y +2,4% vs 1T19).

Dispone de una serie de factores positivos para dar soporte a la cotización:

1. Cambio a mejor en Seguro de Crédito

Ya se recoge en los resultados del 1T21. La reapertura de las economías mejora las métricas de riesgo empresarial y los acuerdos gubernamentales mantienen la morosidad en niveles muy bajos. Además, las primas también se recuperan por un incremento de precios y de exposición al riesgo. El ratio combinado en el 1T21 se sitúa en niveles extremadamente bajos. No creemos que refleje la realidad de lo que sucederá en el conjunto del año. De todas formas, esperamos una reducción progresiva del ratio combinado tras el varapalo sufrido en 2020 (82% 2021e vs 94,1% 2020.).

2. Sólida posición de solvencia (216% 2020e)

La compañía mantiene una ratio de solvencia muy sólido, e incluso mejora respecto a 2019 (216% 2020e vs 213% 2019), a pesar del entorno complicado en 2020. Compara positivamente con el sector (Allianz 207%; Mapfre 192,9%), 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 (~2,6% 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 ~2,6%. 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 de resultado financiero

Seguimos destacando como punto a favor el bajo peso que tiene el resultado financiero con relación al resultado técnico. Esto proporciona más estabilidad a la cuenta de resultados y es favorable en un entorno de tipos bajos/negativos. El resto de las aseguradoras deberán optimizar su resultado técnico o asumir mayores riesgos para compensar el descenso del resultado financiero. En este sentido, GCO juega con ventaja.

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	4.124	4.213	4.411	4.426	4.561	4.675	4.764	4.855	4.948	2%
Primas adquiridas	4.094	4.179	4.467	4.438	4.557	4.670	4.759	4.850	4.943	2%
- Negocio tradicional	1.569	1.601	1.620	1.644	1.688	1.728	1.754	1.781	1.808	2%
- Negocio del seguro de crédito	1.588	1.649	1.760	1.727	1.782	1.835	1.881	1.928	1.976	3%
- Negocio de Vida	937	930	1.087	1.066	1.087	1.107	1.124	1.141	1.159	2%
Ingresos por información	131	133	137	133	142	146	150	154	158	3%
Ingresos netos por seguros	4.225	4.311	4.603	4.571	4.699	4.817	4.909	5.004	5.101	2%
Coste técnico	2.548	2.585	2.740	2.921	2.857	2.880	2.913	2.955	3.005	1%
Comisiones	522	533	561	561	572	587	598	610	622	2%
Gastos	717	727	764	750	781	804	821	838	855	3%
Resultado técnico después de impuestos	437	467	538	340	489	545	578	601	619	13%
Resultado financiero	61	80	38	33	54	56	58	61	63	14%
Resultado cuenta no técnica	-34	-31	-26	-14	-28	-28	-28	-28	-28	15%
Resultado Comp. S. Crédito y Seguro	10	6	6	6	8	8	8	8	8	4%
Resultado antes de impuestos	476	523	556	365	523	581	616	642	662	13%
Resultado consolidado	357	386	425	270	389	432	458	477	492	13%
Resultado atribuido a minoritarios	32	34	39	8	35	39	41	43	44	41%
Resultado atribuido	325	352	386	262	354	393	417	434	448	11%
R. Combinado Negocio tradicional	91,4%	91,2%	90,4%	88,6%	89,9%	90,2%	90,2%	90,2%	90,2%	
R. Combinado Seguro de crédito	77,1%	78,8%	78,7%	94,1%	82,2%	79,8%	78,8%	78,3%	78,1%	
ROE	11,8%	12,3%	11,1%	7,3%	9,6%	10,0%	9,9%	9,7%	9,3%	

Síntesis de valoración: Metodo WEV

V. Contable/acc. 2021e	31,68
Coste del Capital	9,3%
Crecimiento (g)	1,0%
ROE largo plazo	10,3%
P/BV	1,12x
PRECIO OBJETIVO	35,38

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%	51,87	53,62	55,70	58,22	61,33
	6,3%	44,68	45,64	46,75	48,05	49,60
	7,3%	39,24	39,73	40,28	40,91	41,64
	8,3%	34,98	35,17	35,38	35,62	35,89
	9,3%	31,55	31,55	31,54	31,53	31,53
	10,3%	28,74	28,60	28,46	28,29	28,11
	11,3%	26,39	26,16	25,92	25,65	25,36

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

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

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid