

Sector: *Seguros***Potencial desde un punto de vista fundamental, pero carece de catalizadores.**

## Datos Básicos

Capitalización (M €):	3.426 M€
Último:	28,55 €/acc.
Nº Acciones (M.):	120,0 M acc.
Min / Max (52 sem):	25,15€/acc./31,15€/acc.
Cód. Bloomberg / Reuters:	GCO.SM / GCO.MC
Evolución anual (YTD):	-3%

## Accionariado

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

## Principales ratios

	2021r	2022r	2023e	2024e	2024e
PER	8,4x	7,3x	8,2x	7,0x	6,7x
P/V	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x
Rentabilidad div. *	3,0%	3,3%	3,7%	4,0%	4,2%

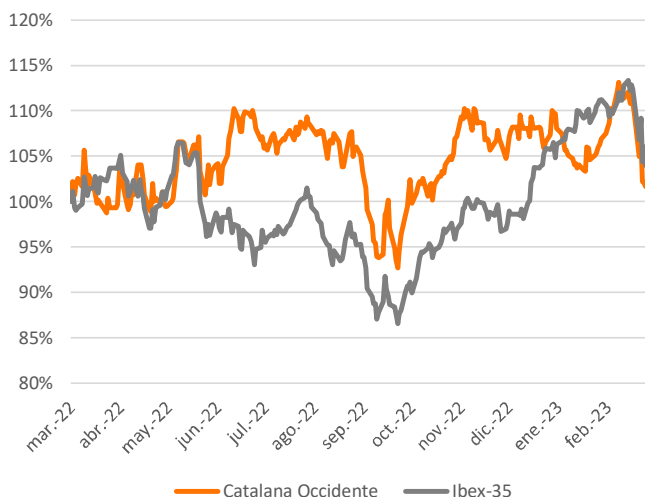
\*Cálculo realizado con criterio de cobro

Principales cifras	4T 22	Var. %	4T 20	3T 22
<b>Primas adquiridas</b>	<b>1.283</b>	<b>6%</b>	<b>12%</b>	<b>2%</b>
No vida	451	5%	7%	2%
Crédito	555	13%	30%	-4%
Vida	277	-5%	-8%	16%
Ing. Seguros	1.396	7%	20%	8%
<b>Rdo. Técnico</b>	<b>76</b>	<b>-28%</b>	<b>8%</b>	<b>-64%</b>
<b>Rdo Financiero</b>	<b>142</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
BAI	91	-22%	34%	-62%
<b>BNA</b>	<b>56</b>	<b>-15%</b>	<b>25%</b>	<b>-67%</b>

Fondos administrados	14.991	-4,6 p.p.
R. Combinado No Vida	90,8%	+1,9 p.p.
R. Combinado Crédito	72,3%	+8,1 p.p.
Solvencia*	240%	

\*Esperado por GCO a cierre de 2022

## Evolución respecto al Ibex35 (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>

# CATALANA OCCIDENTE

Recomendación: **Neutral**  
 Precio Objetivo: **33,1 €**  
 Potencial: **+16,0%**

Analista: Eduardo Cabero

Los **resultados** de 2022 son sólidos, pero no cumplen con nuestras expectativas. Desde un punto de vista fundamental ofrece potencial, pero carece de catalizadores. La siniestralidad en Seguros de **Crédito** mantendrá su tendencia al alza en 2023, situándose por encima de niveles pre-pandemia. En consecuencia, estimamos una caída del BNA en 2023. Consideramos el **dividendo** sostenible en el tiempo, pero poco atractivo en comparación con el sector (6,0%). El **bajo pay-out** juega en su contra ya que no reparte el exceso de liquidez y las oportunidades de **M&A** que generen valor son limitadas. Solo ha realizado una operación en los últimos años. En consecuencia, el **ROE** se ve penalizado progresivamente. Mantenemos nuestra recomendación en **Neutral** hasta encontrar algún catalizador para la acción.

## Resultados sólidos. No cumplen nuestras expectativas.

Las primas adquiridas avanzan hasta 5.018 (+7% a/a y +12% vs 2019) ante un fuerte incremento en el S.Crédito (+26%). Por ramos, el **negocio tradicional** crece ligeramente en primas adquiridas (+0,4%) y el ratio combinado se incrementa hasta 90,8% (+1,9 p.p.; vs 90,4% estimado). A pesar de que no cumple nuestras expectativas, aguanta bien en un entorno inflacionario y tras un incremento significativo de siniestros. El **Seguro de Crédito** lidera el crecimiento con una mayor exposición al riesgo (primas adquiridas +17%) junto con un buen ratio combinado (72,3% vs ~79% año normalizado y 71,1% estimado). El **resultado técnico** avanza hasta 609M (+15%), por debajo de nuestras expectativas tras una mayor presión en márgenes de la esperada. El resultado no recurrente se incrementa hasta -75M€ (vs -20M€ promedio 2019-2021) debido, principalmente, al impacto del plan de salidas voluntarias que la compañía está llevando a cabo. El **BNA** repunta hasta 486,6M€ (+14% a/a y +26% vs 2019), lo que supone un nivel récord para el grupo.

## La siniestralidad en Seguros de Crédito mantendrá su tendencia al alza.

Tras dos años con un ratio combinado significativamente bajo en Seguros de Crédito (64,1% en 2021 y 72,3% en 2022), la **siniestralidad** tiende a normalizarse. Este es el principal foco de atención ante el aumento de costes de financiación y ante la desaceleración de la economía. En nuestros anteriores informes ya asumíamos una **normalización** de cara a 2023. Como referencia, el ratio combinado pre-pandemia se situaba en torno a ~78%/79%. De cara a 2023, la **siniestralidad**, aunque se verá en parte compensada por las provisiones realizadas por la compañía, se **situará por encima de niveles de pre-pandemia** (80% 2023e). Adoptamos una postura cauta en este sentido ya que la muestra de esta tendencia la encontramos en los resultados del 4T 2022, en los cuales el ratio combinado se situó en 79,7%.

## Los fundamentales son sólidos, pero carece de catalizadores.

Catalana Occidente acumula un sólido crecimiento con una solvencia cómoda y un dividendo estable y creciente (CAGR 2010-2022 +5,8%). Ofrece potencial (+16%) desde un punto de vista fundamental, pero carece de catalizadores. La compañía ha alcanzado niveles récord de BNA en dos años marcados por la baja siniestralidad en los Seguros de Crédito, tendencia que va a revertir y por la que esperamos una **caída de los resultados en 2023**. Consideramos el **dividendo sostenible** en el tiempo debido a su cómoda solvencia, pero resulta escaso en el contexto actual. Estimamos una rentabilidad por dividendo para 2023 de ~3,7% que compara negativamente con la media del sector (Stoxx Insurance ~6,0%). El **bajo pay-out** juega en su contra ya que no reparte el exceso de liquidez y las oportunidades de **M&A** que encuentra son escasas. Solo ha realizado una operación en los últimos años (Mémora; 387,5M€). Al no aumentar la retribución al accionista y no encontrar oportunidades de M&A, su capital se incrementa penalizando el ROE progresivamente. Mantenemos nuestra recomendación en **Neutral** hasta encontrar un catalizador para la acción.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2019r	2020r	2021r	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI'22/27
Primas	4.411	4.426	4.747	5.104	5.113	5.231	5.352	5.476	5.603	2%
Primas adquiridas	4.467	4.438	4.682	5.018	5.104	5.221	5.341	5.465	5.591	2%
- Negocio tradicional	1.620	1.644	1.675	1.745	1.769	1.809	1.850	1.892	1.934	2%
- Negocio del seguro de crédito	1.760	1.727	1.900	2.224	2.276	2.345	2.415	2.487	2.562	3%
- Negocio de Vida	1.087	1.066	1.107	1.049	1.059	1.068	1.077	1.086	1.095	1%
Ingresos por información	137	133	136	142	175	150	154	159	163	3%
Ingresos netos por seguros	4.603	4.571	4.818	5.160	5.278	5.371	5.495	5.623	5.755	2%
Coste técnico	2.739	2.918	2.850	3.064	3.231	3.208	3.267	3.327	3.389	2%
Comisiones	559	559	595	661	661	669	683	700	717	2%
Gastos	768	750	843	827	911	923	947	971	996	4%
Resultado técnico después de gast	538	344	529	609	476	571	599	625	653	1%
Resultado financiero	37	28	97	209	116	120	124	128	133	-9%
Resultado cuenta no técnica no fin:	-25	-14	-34	-135	-29	-29	-29	-29	-29	-27%
Resultado Comp. S. Crédito y Fun.	6	6	15	15	36	36	37	38	39	21%
Resultado antes de impuestos	556	365	607	697	599	698	731	763	795	3%
Resultado consolidado	425	270	468	543	466	543	569	593	619	3%
Resultado atribuido a minoritarios	39	8	41	56	48	56	59	61	64	3%
Resultado atribuido	386	262	427	487	418	487	510	532	555	3%
R. Combinado Negocio tradicional	90,4%	88,6%	88,9%	90,8%	90,6%	90,3%	90,1%	90,0%	89,9%	
R. Combinado Seguro de crédito	78,7%	94,1%	64,2%	72,3%	82,3%	79,2%	79,0%	78,8%	78,6%	
ROE	12,2%	7,4%	11,2%	12,4%	10,2%	10,7%	10,3%	9,9%	9,6%	

### Síntesis de valoración: Metodo WEV

V. Contable/acc. 2023e	<b>36,5</b>
Coste del Capital	<b>11,1%</b>
Crecimiento (g)	<b>1,0%</b>
ROE largo plazo	<b>10,1%</b>
P/BV	<b>0,91x</b>
PRECIO OBJETIVO	<b>33,1</b>

### Sensibilidad al Coste de Capital y al Crecimiento

		Crecimiento (g)				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Coste del Capital	8,1%	45,9	46,5	47,2	48,0	49,0
	9,1%	40,8	41,1	41,4	41,7	42,0
	10,1%	36,8	36,8	36,8	36,8	36,8
	11,1%	33,4	33,3	33,1	33,0	32,8
	12,1%	30,7	30,4	30,1	29,8	29,5
	13,1%	28,3	28,0	27,6	27,2	26,8
	14,1%	26,3	25,9	25,5	25,1	24,6

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

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
21/03/2023	Neutral	33,1
10/11/2022	Neutral	34,2
24/05/2022	Neutral	34,2
02/11/2021	Comprar	38,2
02/08/2021	Comprar	37,3
06/05/2021	Neutral	35,4

## INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/fuentes](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

## NOTAS DE COMPAÑÍAS

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

## EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Carlos Pellicer - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago
Jorge Pradilla - Logística	Pedro Ribeiro - Analista

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/actualidad>

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

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

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid