

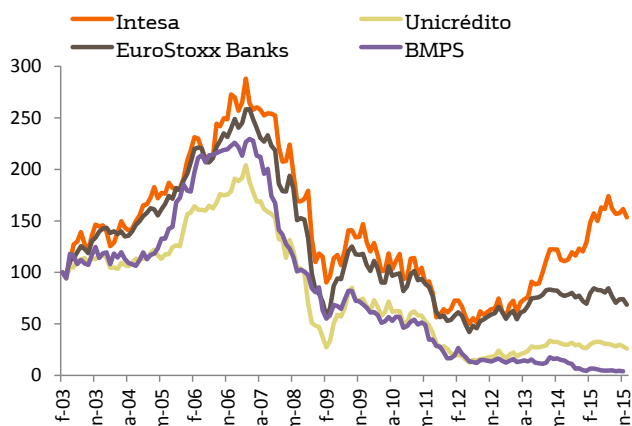
Evolución reciente & Estrategia de Inversión

Evolución reciente: Las cotizaciones de los bancos italianos registran caídas superiores al índice de bancos europeos (-15,0%) en el conjunto del año. Así la caída de precios oscila entre el -13,2% de Intesa y -46,1% de MPS.

Nuestra visión: Entre los factores que explican el comportamiento de la banca italiana destacamos los siguientes: (i) **La tasa de mora** (actualmente en 13,8%) se mantiene por encima de la media en la UEM en un entorno marcado por el interés del BCE en que las entidades reduzcan su exposición a los activos improductivos, factor que **podría ocasionar pérdidas a las entidades con mayor tasa de mora como MPS y/o mayores exigencias de capital para el sector**, (ii) el entorno actual de tipos de interés (en mínimos históricos) dificulta la gestión del margen típico bancario en un entorno donde **la demanda de crédito todavía muestra signos de debilidad** (la inversión crediticia crece +0,8% en noviembre) y **la presión en márgenes aumenta**. Así el diferencial existente entre la rentabilidad obtenida por el stock de crédito (3,01% en empresas y 2,64% en hipotecario) y las nuevas operaciones (1,87% en empresas y 2,57% en hipotecario) nos hace pensar que el deterioro del margen de intereses se incrementará durante los próximos trimestres, (iii) desde nuestro punto de vista, **la cotización actual de los bancos medianos ya refleja los beneficios esperados del proceso de consolidación en Italia** ya que los principales actores cotizan con un prima cercana al 40,0% (en términos de PER) con respecto a la media europea.

Estrategia de inversión: Mantenemos nuestra apuesta estratégica por Intesa en base a: (i) la estrategia del banco está enfocada a la **generación de comisiones**, orientación que consideramos especialmente importante en el entorno actual de tipos de interés. En este sentido, cabe destacar que los activos gestionados fuera de balance (fondos de inversión principalmente) crecen a un ritmo del +24,0% en el 3T '15 y (ii) **la ratio de capital ("CET fully loaded")**, actualmente en 13,4% se encuentra entre las más altas de Europa. **En relación a las entidades medianas, seguimos recomendando cautela** a pesar de las especulaciones sobre el proceso de consolidación ya que entendemos que la rentabilidad (ROE) de estas entidades es muy baja y el volumen de activos problemáticos elevado.

Evolución relativa en Bolsa



Fuente: Bloomberg & Análisis Bankinter

Volumen de Negocio: Inversión Crediticia & Depósitos

Var % Inv. Credit.	nov.-15	sep.-15	jun.-15	mar.-14	dic.-14
Particulares	4,04%	1,96%	1,66%	-1,16%	-0,93%
- Hipotecario	0,51%	-0,17%	-0,41%	-1,00%	-0,88%
Empresas	-1,61%	-2,48%	-2,06%	-2,74%	-0,79%
% Var. a/a Depósitos	nov.-15	sep.-15	jun.-15	mar.-14	dic.-14
Particulares	1,7%	1,9%	1,9%	1,7%	3,1%
Empresas	-1,6%	6,4%	7,0%	2,7%	3,3%
Ratio L-t-D	122,8%	121,9%	123,2%	128,7%	122,8%

Fuente: Bloomberg, BCE & Análisis Bankinter

Tipos de Interés de referencia

Inv. Credit. (Stock)	nov.-15	sep.-15	jun.-15	mar.-14	dic.-14
Particulares	3,69%	3,70%	3,77%	3,96%	3,79%
Hipotecario	2,64%	2,69%	2,75%	3,04%	2,88%
Consumo	5,48%	5,52%	5,62%	5,92%	5,67%
Empresas	3,01%	3,07%	3,17%	3,77%	3,49%
Inv. (Nuevas Op)	nov.-15	sep.-15	jun.-15	mar.-14	dic.-14
Hipotecario	2,57%	2,67%	2,77%	3,44%	2,83%
Consumo	6,81%	7,02%	6,96%	7,75%	6,86%
Empresas	1,87%	1,82%	2,13%	3,44%	2,57%
Depos. (Nuevas Op)	nov.-15	sep.-15	jun.-15	mar.-14	dic.-14
Particulares	1,13%	1,08%	1,24%	1,87%	1,20%
Empresas	0,84%	1,13%	0,72%	1,44%	0,76%

Fuente: Bloomberg, BCE & Análisis Bankinter

Indicadores de Riesgo

% Morosidad	nov.-15	sep.-15	jun.-15	mar.-14	dic.-14
Hogares & Empresas	13,8%	13,9%	13,5%	11,3%	12,8%
- Particulares	8,6%	8,6%	8,5%	7,6%	8,2%
- Empresas	17,8%	17,9%	17,3%	14,0%	16,2%
Riesgo país	nov.-15	sep.-15	jun.-15	mar.-14	dic.-14
Prima de riesgo (pb)	94,5	113,8	157,0	172,6	134,9
CDS a 5 Años (pb)	82,5	109,2	110,0	104,2	96,9

Fuente: Bloomberg, BCE & Análisis Bankinter

Evolución Bursátil

Entidad	Precio €	% Revalorización			
		YTD	% 1 m	% 3 m	% 6 m
Intesa	2,7	-13,1	-13,1	-18,2	-24,6
Unicredit	4,0	-21,6	-21,3	-30,7	-36,3
Mediobanca	7,6	-14,6	-13,2	-17,6	-16,6
UBI	4,8	-22,0	-21,7	-30,8	-36,3
MPS	0,7	-46,1	-45,2	-60,3	-63,7
P. Milano	0,8	-11,5	-11,3	-9,9	-18,7
P. Emilia Romagna	5,5	-22,3	-22,6	-31,5	-34,9
Eurostoxx Banks	108,8	-15,0	-15,8	-22,0	-32,1

Fuente: Bloomberg, BCE & Análisis Bankinter

Múltiplos de Valoración

	Capit. Burs Mills €	PER		P/V	Div
		15 e	16 e	15 e	Yield
Intesa	44.857	13,1 x	11,6 x	1,0 x	5,0%
Unicredit	24.032	10,6 x	8,2 x	0,5 x	2,8%
Media Bancos Grandes		11,8 x	9,9 x	0,7 x	3,9%
Mediobanca	6.602	9,8 x	9,3 x	0,7 x	4,2%
Unione Banche Italiane	4.361	17,8 x	12,1 x	0,4 x	2,4%
Monte Di Paschi	1.945	110,6 x	7,1 x	0,2 x	0,0%
Popolare Milano	3.579	15,4 x	13,6 x	0,8 x	3,3%
Popolare Emilia Romagna	2.633	18,2 x	10,3 x	0,5 x	1,8%
Media Bancos Medianos		34,3 x	10,5 x	0,5 x	2,3%
Eurostoxx Banks		8,6 x	7,3 x	0,5 x	5,1%

Fuente: Bloomberg.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Ramón Forcada
Eva del Barrio

Jesús Amador Castrillo
Ana de Castro González

Pilar Aranda
Belén San José

Esther G. de la Torre
Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Avd. Bruselas, nº 12
28108, Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.