

"La gloria está reservada para el que combate con valentía hasta el fin".

San Pío de Pietrelcina (25/05/1887 - 23/09/1968).

Conclusión: La corrección de la bolsa italiana y sus bancos en particular (~13% en siete sesiones), brinda una oportunidad de inversión en las entidades que cumplen los siguientes requisitos: (i) Rentabilidad elevada (RoTE >10,0%), (ii) ratios de Solvencia holgadas (CETI FL ~11,0/12,0%), (iii) crecimiento a doble dígito en Beneficios (>20,0%) y (iv) Múltiplos de valoración atractivos (P/V <1,0).

Nuestras entidades favoritas son: **Intesa** (RoTE >15,0%; rentabilidad por dividendo cercana al 8,0%; +39,0% en BNA 1T'18) y **Unicredit** (RoTE >10,0%; ratio CETI FL ~13,0%; +22,6% en BNA 1T'18).

Antecedentes: El acuerdo entre M5 y Liga para formar Gobierno en Italia ha truncado - momentáneamente - la positiva evolución de los bancos italianos en bolsa. La exposición de las entidades cotizadas a la Deuda Pública italiana (130.000 M€; equivalente al 6,0% del balance) y el miedo a una rebaja del *rating* en la Deuda Pública, han provocado una corrección indiscriminada en el sector que consideramos exagerada en los casos de Intesa y Unicredit. Pensamos que esta circunstancia brinda una oportunidad de inversión en entidades con buenos fundamentales.

Estrategia de Inversión: Reiteramos nuestra recomendación de **Comprar Intesa y Unicredit** en base a: (i) la cotización actual de ambas entidades refleja el aumento en el riesgo percibido sobre el Sector Público, pero ignora aspectos positivos como la prevista rebaja de impuestos, un mayor dinamismo del Consumo Privado y la normalización de la política monetaria - especialmente importante para la cuenta de resultados en la banca en Italia -, (ii) los fundamentales de Intesa y Unicredit - Margen de Explotación, Coste del Riesgo y RoTE - evolucionan positivamente y baten ampliamente las expectativas, (iii) los índices de calidad crediticia (Morosidad y Solvencia) evolucionan satisfactoriamente mientras aumenta el interés inversor en activos improductivos y (iv) los múltiplos de valoración son atractivos en términos absolutos (P/V < 1,0) y relativos (vs EuroStoxx Banks).

Nuestra visión sobre los bancos medianos sigue siendo negativa, especialmente en el caso de Monte Dei Paschi (MPS) cuyo volumen de activos improductivos supera ampliamente la media sectorial. La participación del Estado en el capital de la entidad (~60,0%) invita a pensar en un posible cambio en el Plan de Negocio actual - centrado en el saneamiento de activos y la reducción de costes -.

Beneficio Neto	1T 18		Trimestres Estancos: Var % a/a					
	BNA	Mills €	% Var	1T 17	2T 17	3T 17	4T 17	1T 18
Intesa	1.252	39,0%		12%	381%	4%	84%	39%
Unicredit	1.112	22,6%		123%	3%	531%	-106%	23%
B. Grandes	2.364	30,8%		49%	191%	223%	-117%	31%
Mediobanca	206	5,1%		61%	-16%	11%	19%	5%
UBI Banca	118	75,5%		59%	-176%	-80%	-84%	76%
Banco BPM	223	-93,1%		n.s	-69%	-90%	-151%	-93%
Monte Dei Paschi	188	-210,9%		-282%	n.s	-121%	-80%	-211%
B. Medianos (*)	323	23,0%		61%	n.s	1%	128%	23%
Total Bancos (*)	2.687	29,8%		51%	426%	174%	-119%	30%

(*) Excluyendo MPS & BPM

Indicadores de Riesgo & Liquidez	NPLs/AT Último (iii)	NPLs / Capital (iii)		L-t-D ratio (iv)		Pasivo Retail (v)	
		1T 17	1T 18	1T 17	1T 18	1T 17	1T 18
Intesa	6,4%	115%	93%	142%	133%	38%	41%
Unicredit	5,4%	106%	77%	109%	103%	53%	60%
B. Grandes	5,9%	111%	85%	125,3%	118,0%	45%	50%
Mediobanca	2,8%	10%	22%	303%	298%	22%	21%
UBI Banca	9,8%	135%	126%	162%	143%	51%	58%
Banco BPM	15,1%	277%	205%	110%	112%	72%	71%
Monte Dei Paschi	33,0%	589%	535%	192%	119%	45%	57%
B. Medianos (*)	6,3%	73%	74%	232%	220%	36%	39%
Total Bancos	6,1%	92%	79%	179%	169%	41%	45%

(*) Excluyendo MPS & BPM

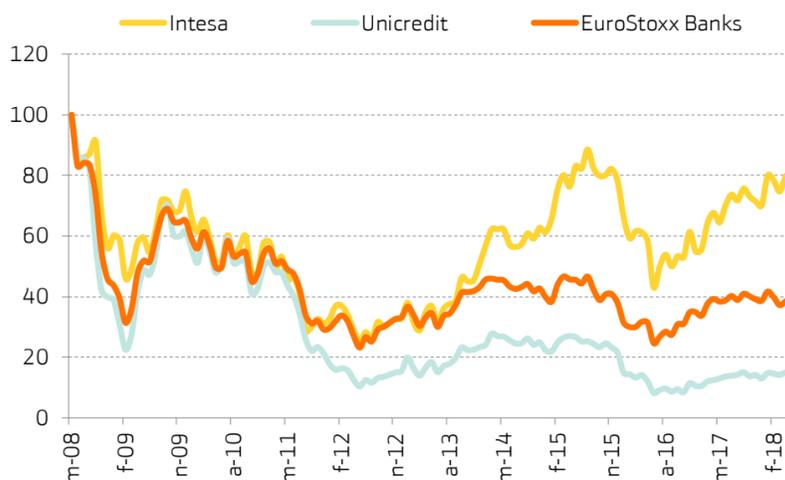
(ii) Dudosos/Ac. Totales, (iii) Dudosos / Rec.Propios Medios; (iv) Inv.Crediticia /Fin. Minorista;(v) Depos./Total Finac.

Solvencia & Rentabilidad	TCE/RWA's Último (iii)	TCE (vi) / ATM's		RORWA's (vii)		ROTE (viii)	
		1T 17	1T 18	1T 17	1T 18	1T 17	1T 18
Intesa	16,4%	5,7%	5,9%	1,1%	2,6%	7,7%	16,4%
Unicredit	15,2%	4,9%	6,3%	-2,9%	1,6%	-26,0%	10,9%
B. Grandes	15,8%	5,3%	6,1%	-0,9%	2,1%	-9,2%	13,7%
Mediobanca	18,1%	9,2%	3,0%	1,5%	1,6%	12,3%	38,2%
UBI Banca	12,6%	6,3%	6,2%	-1,3%	1,1%	-11,1%	9,2%
Banco BPM	14,9%	5,7%	6,1%	3,0%	0,9%	21,4%	6,6%
Monte Dei Paschi	15,0%	3,8%	5,8%	-5,4%	-5,1%	-60,7%	-38,3%
B. Medianos (*)	15,4%	7,8%	4,6%	0,1%	1,4%	0,6%	23,7%
Total Bancos	15,6%	6,5%	5,3%	-0,4%	1,7%	-4,3%	18,7%

(*) Excluyendo MPS & BPM

(vi) Capital Tangible Medio / APR's; (vii) BNA (12 m) / APR's Medios; (viii) BNA (12 m) / TCE Medio

Evolución Bursátil



Fuente: Bloomberg.

Múltiplos de Valoración

	Mkt. Cap Mills €	% Revalor.		PER		P/V e	Div Yield e
		P. Ultimo	YTD	18 e	19 e		
Intesa	43.724	2,6	-2,1	11,0 x	9,6 x	0,8 x	7,8%
Unicredit	34.305	15,4	-1,3	9,5 x	7,6 x	0,6 x	2,1%
B. Grandes	78.029		-1,7	10,3 x	8,6 x	0,7 x	4,9%
Mediobanca	7.565	8,5	-9,8	9,6 x	9,4 x	0,8 x	4,3%
UBI Banca	4.068	3,6	-2,5	11,5 x	7,4 x	0,4 x	3,1%
Banco BPM	3.652	2,4	-8,0	10,0 x	5,7 x	0,3 x	0,0%
Monte Dei Paschi	2.944	2,6	-34,0	15,4 x	9,3 x	0,3 x	0,0%
B. Italianos (*)	89.662		-4,6	10,5 x	8,4 x	0,6 x	4,1%
EuroStoxx Banks		118	-9,3	10,2 x	9,0 x	0,8 x	4,7%

Fuente: Bloomberg. (*) Excluyendo BMP & MPS.

Rafael Alonso (analista principal de este informe)

Hoja 1 de 3

<http://www.bankinter.com/>

Ramón Forcada

Jesús Amador

Esther Gutierrez

Ramón Carrasco

Arancha Bueno

Pilar Aranda

Avda. Bruselas, nº14

Ana de Castro

Elena Fernández - Trapiella

Joao Pisco

Susana Andre (Mkt Sup).

28108, Alcobendas (Madrid)

<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.

Cuenta de P&G sectorial ⁽¹⁾

P&G Ajustada ⁽²⁾	1T'17	2T'17	3T'17	4T'17	1T'18	Acumulado		% Variación		
						12 M		1T'18		12M
Datos en M€						Último	Previo	a/a	t/t	a/a
Mg. Intereses ⁽³⁾	5.671	5.968	5.676	5.816	5.494	22.954	22.920	-3,1%	-5,5%	0,2%
Otros ingresos ⁽⁴⁾	5.474	10.272	5.455	6.657	6.887	29.271	20.959	25,8%	3,4%	39,7%
Margen Bruto	11.145	16.240	11.131	12.473	12.381	52.225	43.879	11,1%	-0,7%	19,0%
Gastos Generales	6.862	8.997	7.366	7.904	7.190	31.457	29.888	4,8%	-9,0%	5,3%
Margen Neto	4.283	7.243	3.765	4.569	5.190	20.768	13.991	21,2%	13,6%	48,4%
Prov. insolvencias	1.468	1.465	1.372	2.325	1.203	6.365	17.059	-18,1%	-48,3%	-62,7%
Rdo. Operativo	2.814	5.778	2.393	2.244	3.988	14.402	-3.068	41,7%	77,7%	n.s
Deterioros & Extraordinarios	-189	440	-153	439	-420	307	-3.994	122,5%	-195,5%	n.s
BAI.	2.626	6.218	2.240	2.683	3.568	14.709	-7.062	35,9%	33,0%	n.s
Impuestos & otros	-555	-170	1.537	-291	-881	195	-1.049	58,7%	203,1%	n.s
BNA Publicado	2.071	6.047	3.777	2.393	2.687	14.904	-8.111	29,8%	12,3%	n.s

(1) Incluye: Intesa, Unicredit, Mediobanca & UBI Banca

(2) La cuenta de P&G ha sido ajustada a efectos comparativos con otras entidades y no necesariamente coincide con la reportada por la entidad en todas las líneas.

(3) Incluye Rdto. Instrumentos de capital; (4) Excluye Rdos. Puesta en Equivalencia

Balance Resumido sectorial

Balance Consolidado	1T'17	2T'17	3T'17	4T'17	1T'18	Variación			
						MM \$		%	
Datos en MM€						a/a	t/t	a/a	t/t
Liquidez ⁽⁵⁾	214	253	255	278	239	26	-39	11,9%	-13,9%
Cartera Valores	538	467	514	438	361	-177	-78	-32,9%	-17,7%
Inversión Crediticia	932	1.007	1.002	1.012	969	37	-43	4,0%	-4,3%
Otros	124	93	41	105	247	123	143	99,0%	136,4%
Total Activo	1.808	1.820	1.813	1.833	1.816	9	-17	0,5%	-0,9%
Depósitos	765	762	797	802	840	75	37	9,8%	4,6%
Finac. Mayorista	916	929	884	895	845	-71	-49	-7,7%	-5,5%
Fondos Propios	126	129	132	136	131	5	-5	4,0%	-3,5%
Total Pasivo & F.Propios	1.808	1.820	1.813	1.833	1.816	9	1.816	0,5%	-0,9%
APR's ⁽⁶⁾	778	776	761	762	743	-35	-19	-4,5%	-2,5%
TCE ⁽⁷⁾	100	111	109	108	108	7	0	7,4%	-0,3%

(5) Incluye interbancario

(6) Activos Ponderados por Riesgo; (7) Tangible Common Equity

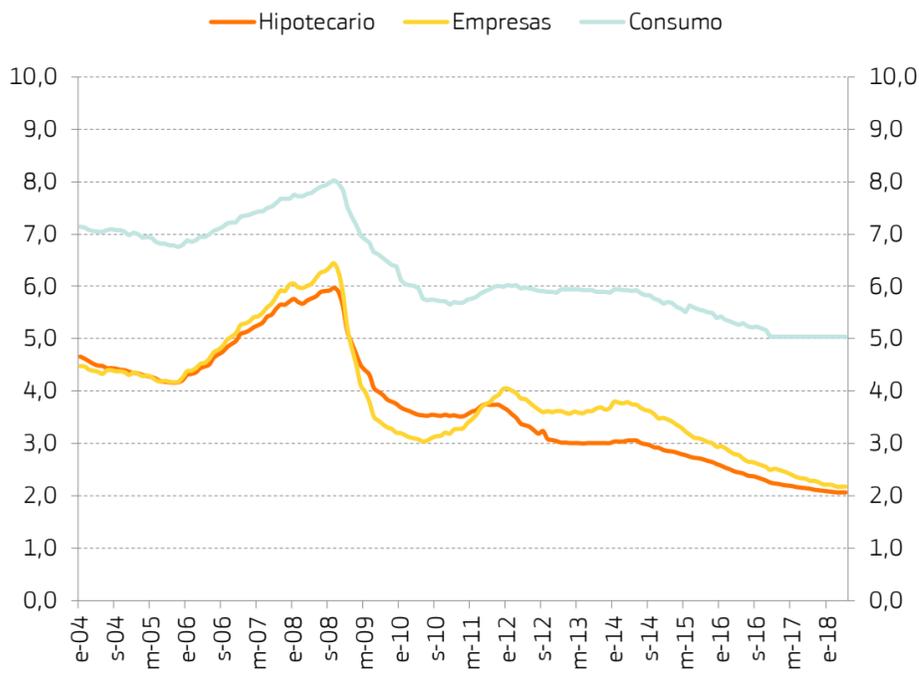
Métricas de Gestión

	1T'17	2T'17	3T'17	4T'17	1T'18	Variación en pb	
						a/a	t/t
L-t-D ⁽⁸⁾	121,8%	132,1%	125,7%	126,2%	115,4%	-6,4 pb	-10,8 pb
APR's/ Activos ⁽⁹⁾	43,1%	42,7%	42,0%	41,6%	40,9%	-2,1 pb	-0,7 pb
TCE/ Fondos Propios	79,3%	86,1%	82,6%	79,3%	81,9%	2,6 pb	2,6 pb
ROTE ⁽¹⁰⁾	8,3%	21,8%	13,9%	8,9%	10,0%	1,7 pb	1,1 pb
ROA ⁽¹¹⁾	0,5%	1,3%	0,8%	0,5%	0,6%	0,1 pb	0,1 pb

(8) Inversión crediticia neta/depósitos; (9) Activos Ponderados por Riesgo/Total Activos; (10) BNA anualizado/TCE; (11) BNA/Activos

Indicadores de Negocio

Gráfico 1.1: Tipos de Interés del activo (stock)



Fuente: Bloomberg & Bdl.

Gráfico 1.2: Tipo de interés del activo (nuevas operaciones)

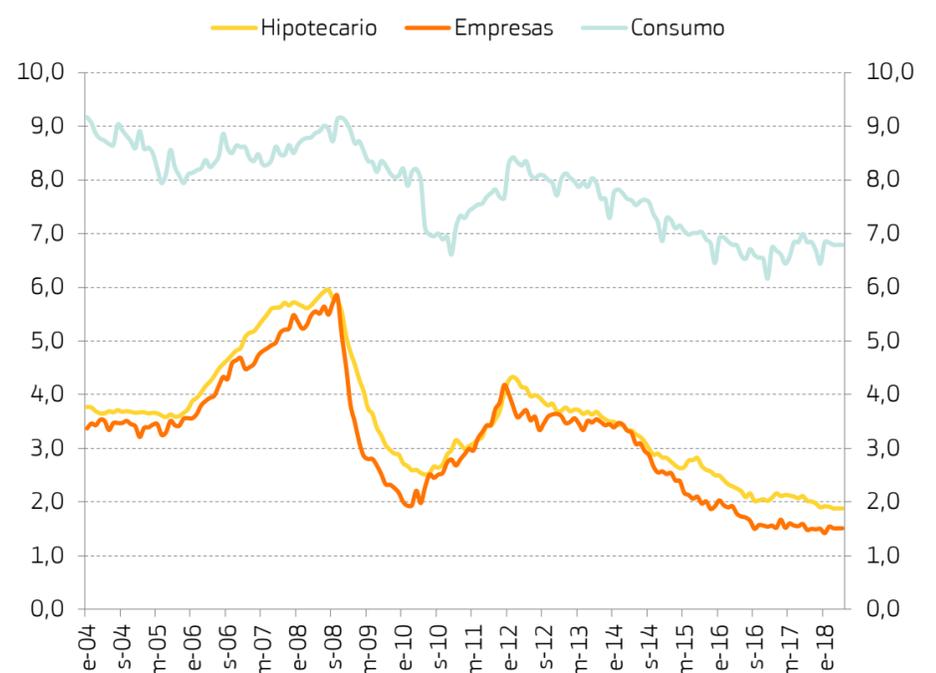
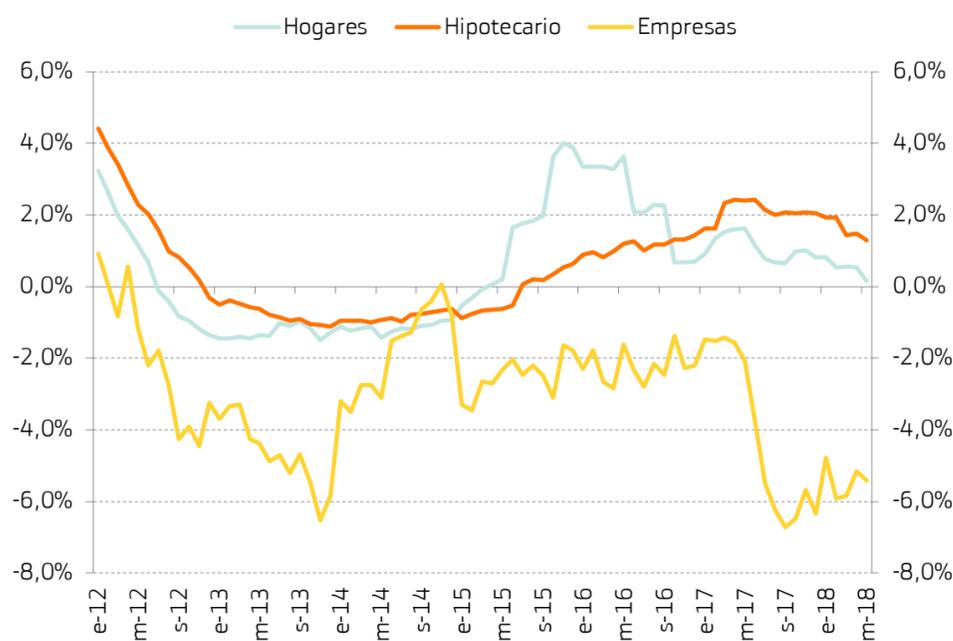


Gráfico 1.3: % Var. Anual Inversión Crediticia (stock)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 1.4: Ratio de morosidad

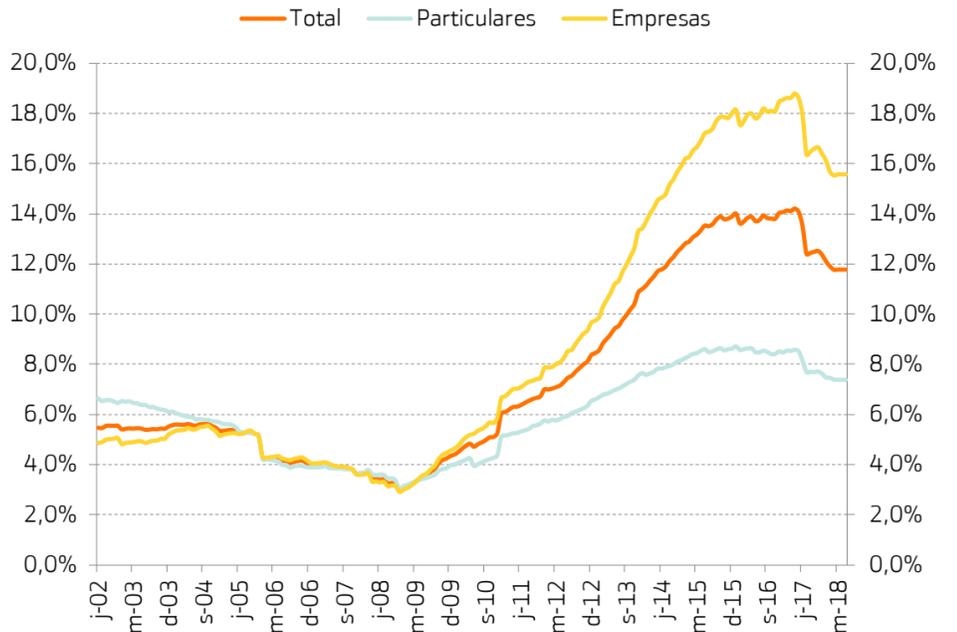
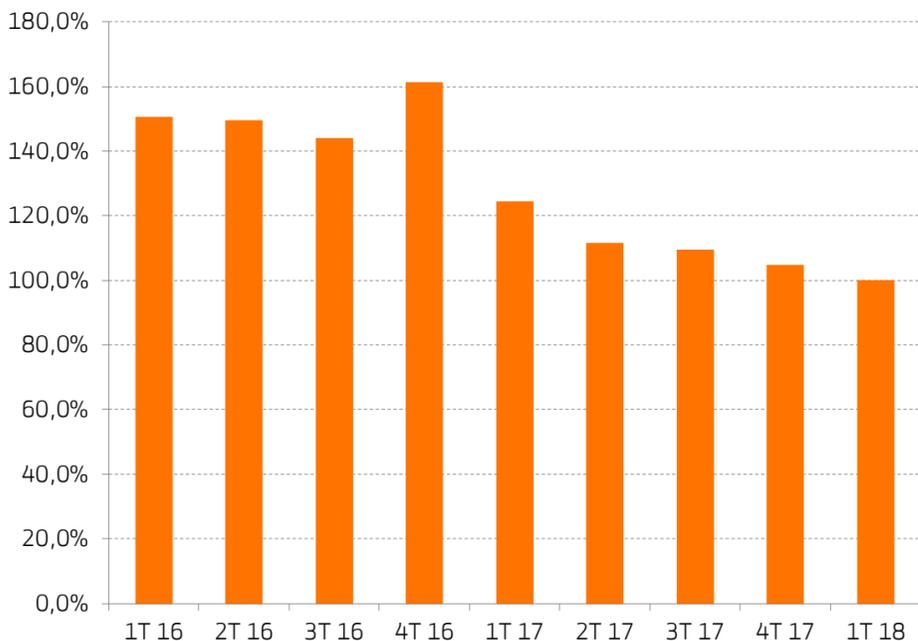


Gráfico 1.5: Morosidad/Capital (TCE)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 1.6: Densidad de capital

