

Bancos españoles

Nuevo Precio Objetivo: 0,50 vs 1,25 €/acc. anterior

Recomendación: Vender vs Comprar (anterior)

20-abr.-17 11:30h

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 2.875 M€
 Ultimo 0,69 €/acc.
 N° Acciones: 4.197 M acc.
 Max / Min (52 sem): 2,31/0,59 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: POP.MC/POP. SM

Datos Básicos (compañía)

P/VC17e 0,3x Accionistas ppales. (estimado):
 P/E'17e n/a Sindicatura accionistas (9,85%)
 Yield '17e 0,0% C. Mutuel (4,0%), Allianz (3,5%)

% Revalorización	YTD	1 mes	3 m	6 m
Banco Popular	-25,4%	-23,5%	-29,3%	-34,0%
EuroStoxx Banks	4,0%	-1,3%	4,4%	22,3%
Ibex -35	10,9%	2,5%	11,6%	15,5%

Principales cifras y ratios

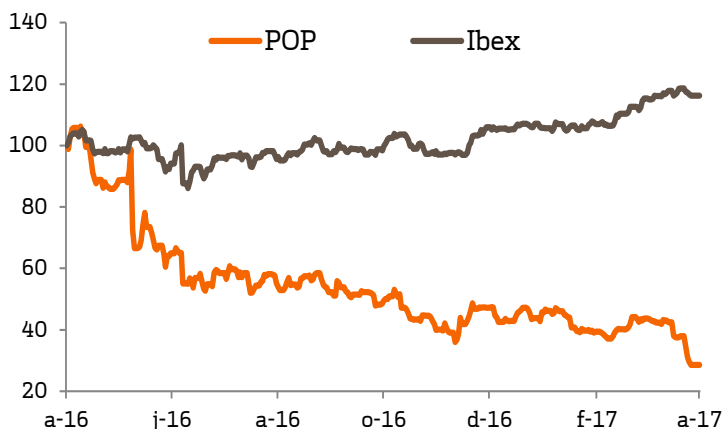
Datos en M€	2016 r	2017 e	2018 e	TAMI(1)
Mg. de Intereses	2.097	2.016	2.198	+2,4%
Mg. Bruto	2.826	2.780	2.959	+2,3%
Mg. Explotación	798	1.279	1.486	+36,5%
Provisiones & otros	4.283	1.457	1.044	-50,6%
BNA	-3.485	-177	442	n.s

(1) Tasa Anual Media de Incremento.

Rango Estimado de Cotización

Escenarios de cotización	€/acc	Probabilidad
1.- Estrategia de continuidad	1,00	10,0%
2.- Ampliación capital (3.000 M€)	0,42	75,0%
2.a. Descuento @ 25%	0,59	5,0%
2.b. Descuento @ 40%	0,51	45,0%
2.c. Descuento @ 70%	0,31	50,0%
3.- Absorción por otra entidad	0,50	15,0%
Media Ponderada Estimada	0,49	100,0%

Evolución de la cotización (últimos 12 meses)



B. Popular

Precio Objetivo 0,50 €
 Recomendación: Vender

La Junta del día 10 lo cambia todo. La ampliación parece inevitable y la "reconstrucción interna" muy improbable.

OPINIÓN.- El planteamiento presentado en la Junta General de Accionistas (JGA) del 10/04/2017 reduce las opciones del Popular (en adelante POP). Cambia su rumbo estratégico y nuestra visión sobre la entidad. El Presidente dio por hecho que las únicas alternativas para hacer viable al Banco son **ampliar capital y/o una operación corporativa** (absorción por otra entidad). Este replanteamiento descarta, en la práctica, la alternativa basada en un proceso de "reconstrucción interna" - realizable, en nuestra opinión, pero que exigiría entre 3 y 5 años - que probablemente habría desembocado en una operación corporativa, pero desde una posición negociadora menos débil tanto para POP como para sus actuales accionistas. Tal vez la presión en tiempos exigida desde el frente supervisor haya convertido en impracticable esta última alternativa, pero en cualquier caso este replanteamiento lo cambia todo. Por eso consideramos que los riesgos ya no compensan y reducimos nuestra recomendación a Vender. Nuestra anterior recomendación de Comprar tenía un enfoque oportunista, recalcábamos que implicaba asumir un riesgo elevado y se basaba en que aún sería viable un proceso de "reconstrucción interna" (aunque lenta) que, una vez avanzado, desembocaría en una operación corporativa que podría incorporar una prima. Consideramos casi anulada esta posibilidad desde la JGA del 10 de abril, lo que hace inevitable nuestro cambio de opinión.

Y, ahora, los desenlaces que consideramos más probables:

1.- Ampliación en 3.000 M€ aunque no descartamos que alcance 5.000 M€. Mejora solvencia y vende activos (TotalBank, Wizink, etc...). Se ha convertido en el desenlace más probable. En función de cuál sea el descuento finalmente aplicado en la ampliación (estimamos entre -40% y -70%) obtenemos un rango de cotización probable (post-ampliación) entre 0,31€/acc. (-70% descuento) y 0,59 €/acc. (-25,0% ídem). Ésta se realizaría entre inversores institucionales (no creemos que los particulares estén dispuestos a inyectar más dinero en la que sería la 4ª ampliación en 5 años), que pasarían a controlar la gestión. Bajo la hipótesis de un descuento mínimo de -40%, estimamos que la dilución para los actuales accionistas sería casi -65% en términos de BPA'18e... eso suponiendo que su BNA'18e fuera de 442M€ (primer año en beneficios, según nuestras estimaciones actuales), aunque esta estimación está sujeta a una fuerte incertidumbre desde el replanteamiento de la JGA. En esas circunstancias la cotización de POP podría situarse en 0,51€/acc. (ver tabla a la izquierda de estas líneas, dentro del rango mencionado 0,31/0,59€/acc.), pero creemos que no es posible realizar una valoración del Banco en estas circunstancias.

2.- Integración en otra entidad. Creemos que un potencial comprador exigiría una rentabilidad sobre la inversión (ROI) mínima del 15% y que, además, tendría que inyectar otros 6.000 M€ (3.000 M€ para aumentar la cobertura de los activos improductivos hasta 55% y 3.000 M€ para mejorar la solvencia/CET1 *fully loaded* hasta 12%). Si suponemos unas sinergias del 30% sobre los costes de POP, consideramos que podría surgir interés comprador en torno a 0,50 €/acc.

En consecuencia revisamos nuestra recomendación desde Comprar (que estaba dirigida de forma oportunista sólo a inversores con muy elevada tolerancia al riesgo) hasta **Vender con un rango de cotización estimado entre 0,31€/acc. y 0,59 €/acc.** (escenarios más probables).

No descartamos totalmente un desenlace "reconstructivo interno" o "estrategia de continuidad", pero sólo si la ampliación no pudiera realizarse por razones de precio y tampoco surgiera un comprador a un precio razonable (?). Asignamos una probabilidad del 10% a este desenlace.

Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Rafael Alonso (analista principal de este informe)
 Ramón Forcada Jesús Amador Esther Gutiérrez
 Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José

Aránzazu Bueno Susana André
 Ramón Carrasco
 Joao Pisco Ana Achau (asesoramiento) 28108, Alcobendas (Madrid)

http://broker.bankinter.com/
 http://www.bankinter.com/
 Avd. Bruselas, nº 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón. La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.